AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Murat BELKE

GELİŞMİŞ ve GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL BÜTÜNLEŞME-EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ

İktisat Ana Bilim Dalı

Doktora Tezi

Antalya, 2014

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Murat BELKE

GELİŞMİŞ ve GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL BÜTÜNLEŞME-EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ

Danışman

Doç. Dr. Ayşegül ATEŞ

İktisat Ana Bilim Dalı

Doktora Tezi

Antalya, 2014

Akdeniz Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Murat BELKE'nin bu çalışması, jürimiz tarafından İktisat Ana Bilim Dalı Doktora Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan	: Prof. Dr. Mustafa ÖZER	(İmza)
Üye (Danışmanı)	: Doç. Dr. Ayşegül ATEŞ	(İmza)
Üye	: Doç. Dr. Murat ASLAN	(İmza)
Üye	: Doç. Dr. M. Şükrü ERDEM	(İmza)
Üye	: Yrd. Doç. Dr. M. Koray ÇETİN	(İmza)

Tez Başlığı: "Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisinin Panel Veri Analizi"

Onay: Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Tez Savunma Tarihi : 03/09/2014
Mezuniyet Tarihi : 11/09/2014

Prof. Dr. Zekeriya KARADAVUT
Müdür

İ Ç İ N D E K İ L E R

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **iv**
TABLOLAR LİSTESİ ..... **v**
KISALTMALAR LİSTESİ ..... **vii**
ÖZET ..... **ix**
SUMMARY ..... **xi**
ÖNSÖZ ..... **xiii**
GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİYLE İLGİLİ TEORİK LİTERATÜR İNCELEMESİ

1.1. Finansal Bütünleşme Tanımı ve Kapsamı 5
1.2. Finansal Bütünleşmenin Ölçümü 6
1.2.1. Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergeleri 6
1.2.1.1. Sermaye Hesabındaki Serbestleşme Göstergeleri 6
1.2.1.2. Hisse Senedi ve Bankacılık Piyasalarındaki Serbestleşme Göstergeleri 9
1.2.1.3. Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergelerine Eleştiriler 9
1.2.2. Miktar-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergeleri 10
1.3. Finansal Bütünleşme Sürecindeki Gelişmeler 13
1.4. Finansal Bütünleşmeye İlişkin Kuramsal Yaklaşımlar 17
1.4.1. Finansal Bütünleşmeyi Destekleyen Yaklaşımlar 18
1.4.2. Finansal Bütünleşmeyi Eleştiren Yaklaşımlar 22
1.5. Finansal Bütünleşmenin Olumlu ve Olumsuz Etkileri 28
1.5.1. Finansal Bütünleşmenin Olumlu Etkileri 28
1.5.1.1. Uluslararası Risk Paylaşımı ve Tüketim Düzleştirmesi 28
1.5.1.2. Yurt İçi Yatırımlardaki Artış 29
1.5.1.3. Makroekonomik ve Finansal İstikrarda Artış 30
1.5.2. Finansal Bütünleşmenin Olumsuz Etkileri 32
1.5.2.1. Sermaye Akımlarının Hatalı Tahsisi 32
1.5.2.2. Makroekonomik İstikrarın Bozulması 33
1.5.2.3. Sermaye Akımlarındaki Yoğunlaşma, Dönemsellik ve Oynaklık 33
1.5.2.4. Yabancı Banka Girişlerinin Yarattığı Olumsuz Etkiler 35

1.6. Finansal Bütünleşmenin Belirleyicileri 35
1.6.1. İtme Faktörleri 36
1.6.2. Çekme Faktörleri 37
1.6.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri 38
1.6.4. Finansal Bütünleşmenin Belirleyicilerine Yönelik Çalışmalar 41
1.7. Finansal Bütünleşmenin Makroekonomik Etkileri 43
1.7.1. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkileri 44
1.7.1.1. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etki Kanalları 53
1.7.2. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisinde Yeni Yaklaşımlar 58
1.7.2.1. Eşik Hipotezi Yaklaşımı 58
1.7.2.1.1. Finansal Gelişme Kanalı 60
1.7.2.1.2. Kurumsal Kalite Kanalı 64
1.7.2.1.3. Ticari Bütünleşme ve Makroekonomik Politika Kanalları 67
1.7.2.2. Karşılıklı Faydalar ve Eşik Hipotezi Yaklaşımına Eleştiriler 69
1.7.2.3. Kompozisyon Hipotezi Yaklaşımı 71
1.7.3. Finansal Bütünleşmenin Makroekonomik Oynaklık ve Krizlere Etkisi 76

İKİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİYLE İLGİLİ UYGULAMALI LİTERATÜR İNCELEMESİ

2.1. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 87
2.1.1. Sermaye Hesabındaki Serbestleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 87
2.1.2. Hisse Senedi Piyasasındaki Serbestleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 95
2.1.3. Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyümeye Etkisini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 98
2.2. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisinde Eşik Hipotezi Yaklaşımını İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 107
2.2.1. Finansal Gelişme Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 108
2.2.2. Kurumsal Kalite Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 115
2.2.3. Makroekonomik İstikrar Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 121
2.2.4. Beşeri Sermaye Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 122
2.2.5. Dış Ticaret Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar 126

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ

3.1. Model ve Veri Seti 132
3.2. Ekonometrik Yöntem 136
3.2.1. Panel Veri Yöntemlerinin Temel Özellikleri 136
3.2.2 Panel Veri Modelleri 137
3.2.2.1. Tek Yönlü Hata Bileşen Regresyon Modeli 138
3.2.2.2. Sabit Etkiler Modeli 139
3.2.2.3. Rassal Etkiler Modeli 142
3.2.2.4. Tek Yönlü Hata Bileşen Modelinde Birim Etkilerinin Test Edilmesi 144
3.2.2.5. İki Yönlü Hata Bileşen Regresyon Modeli 145
3.2.2.6. İki Yönlü Hata Bileşen Modelinde Birim ve Zaman Etkilerinin Test Edilmesi 146
3.2.2.7. Hausman Testi 147
3.2.2.8. Dirençli Tahminciler 148
3.3. Uygulama Sonuçları 150
3.4. Uygulama Bulgularının Genel Değerlendirmesi 217

SONUÇ 220
KAYNAKÇA 224
EKLER 248
EK 1- Çalışmada Kullanılan Ülke Seti 248
EK 2- Çalışmada Kullanılan Veri Seti (Değişkenler) 249
EK 3- Korelasyon Matrisi 251
EK 4- Sermaye Akımları-Ekonomik Büyüme Korelasyonları 253
EK 5- Tablolar 258
ÖZGEÇMİŞ 264

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (1980-2012) (% GSYİH)....16
Şekil 1.2. Portföy Hisse Senedi Yatırımları (1980-2012) (% GSYİH)....17
Şekil 1.3. Neo-klasik Büyüme Modelinde Sermaye Hesabındaki Serbestleşme....46
Şekil 1.4. Sermaye Hesabındaki Serbestleşmenin Yatırım Üzerindeki Etkisi....47
Şekil 1.5. Sermaye Hesabındaki Serbestleşmenin Büyüme Üzerindeki Etkisi....48
Şekil 1.6. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etki Kanalları....54
Şekil 1.7. Finansal Bütünleşmenin Karşılıklı Faydaları....57
Şekil 1.8. Eşik Hipotezi Yaklaşımı....60

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. Finansal Bütünleşme Göstergeleri 11
Tablo 1.2. Uluslararası Finansal Bütünleşmenin Gelişimi 15
Tablo 1.3. Küresel Uluslararası Yatırım Pozisyonu 16
Tablo 3.1. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi
(Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergesi ve Sermaye Akımları) 152
Tablo 3.2. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi
(Birikimli Sermaye Stokları) 156
Tablo 3.3. Finansal Bütünleşmenin Gelir Seviyesine Etkisi
(Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergesi ve Sermaye Akımları) 158
Tablo 3.4. Finansal Bütünleşmenin Gelir Seviyesine Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları) ... 160
Tablo 3.5. Doğrudan Yabancı Yatırım Akımlarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında
Ekonomik Büyümeye Etkisi 166
Tablo 3.6. Doğrudan Yabancı Yatırım ve Portföy Hisse Senedi Akımları Toplamının Alt
Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi 168
Tablo 3.7. Borç Akımlarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye
Etkisi 170
Tablo 3.8. Toplam Yükümlülük Akımlarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik
Büyümeye Etkisi 172
Tablo 3.9. Birikimli Borç Stoklarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik
Büyümeye Etkisi 174
Tablo 3.10. Birikimli Brüt Varlık ve Yükümlülük Stokunun Alt Dönemlerde ve Ülke
Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi 176
Tablo 3.11. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Enflasyonun Etkisi
(Sermaye Akımları) 179
Tablo 3.12. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Enflasyonun Etkisi
(Birikimli Sermaye Stokları) 181
Tablo 3.13. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Makroekonomik İstikrarın
Etkisi (Sermaye Akımları) 184
Tablo 3.14. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Makroekonomik İstikrarın
Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları) 186
Tablo 3.15. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi
(Özel Sektör Kredileri) (Sermaye Akımları) 191

Tablo 3.16. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (Özel Sektör Kredileri) (Birikimli Sermaye Stokları) 193
Tablo 3.17. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (M2 Para Arzı) (Sermaye Akımları) 196
Tablo 3.18. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (M2 Para Arzı) (Birikimli Sermaye Stokları) 198
Tablo 3.19. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 1) (Sermaye Akımları) 202
Tablo 3.20. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 1) (Birikimli Sermaye Stokları) 204
Tablo 3.21. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 2) (Sermaye Akımları) 207
Tablo 3.22. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 2) (Birikimli Sermaye Stokları) 209
Tablo 3.23. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Dış Ticaretin Etkisi (Sermaye Akımları) 212
Tablo 3.24. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Dış Ticaretin Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları) 214

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devleti
AR	Autoregressive Model (Otoregresif Model)
AREAER	Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions (Kambiyo Rejimi ve Döviz Ticareti Kısıtlamaları)
BKNZ.	Bakınız
BORÇ	Borç Yükümlülükleri
BRÜT	Brüt Varlıklar ve Yükümlülükler (Doğrudan Yabancı Yatırım, Portföy Hisse Senedi ve Borç Varlıkları ve Yükümlülükleri Toplamı)
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırım Yükümlülükleri
DYY+PHS	Doğrudan Yabancı Yatırım ve Portföy Hisse Senedi Yükümlülükleri Toplamı
EGEKK	Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi (Feasible Generalized Least Square)
EKK	En Küçük Kareler Yöntemi (Least Square)
EU	European Union (Avrupa Birliği)
FB	Finansal Bütünleşme
FMOLS	Fully Modified Ordinary Least Squares (Tamamen Düzeltilmiş Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi)
GDEKK	Gölge Değişkenli En Küçük Kareler Yöntemi (Least Square Dummy Variable)
GEKK	Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi (Generalized Least Square)
GİT	Grup İçi Tahmincisi
GMM	Generalized Moment Method (Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi)
GSMH	Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
HEKK	Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi
ICRG	International Country Risk Guide (Uluslararası Ülke Risk Klavuzu)
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KAOPEN	Chinn-Ito Sermaye Hesabı Serbestleşme Göstergesi
NAFTA	North American Free Trade Agreement (Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması)

OECD	Organization for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Teşkilatı)
OLS	Ordinary Least Square (Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi)
PHS	Portföy Hisse Senedi Yükümlülükleri
SE1	Ülkeler Arasında Gözlenemeyen Birim Etkilerini İçeren Tek Yönlü Panel Sabit Etkiler Modeli
SE2	Ülkeler Arasında Gözlenemeyen hem Birim hem de Ortak Zaman Etkilerini İçeren İki Yönlü Panel Sabit Etkiler Modeli
TFV	Toplam Faktör Verimliliği
TOPLAM	Toplam Yükümlülükler (Doğrudan Yabancı Yatırım, Portföy Hisse Senedi ve Borç Yükümlülükleri Toplamı)
VAR	Vector Autoregressive Model (Vektör Otoregresif Model)
VB.	Ve benzeri
VD.	Ve diğerleri
VS.	Vesaire

ÖZET

Çalışmanın amacı, finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1984-2010 dönemindeki 80 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede panel veri teknikleri kullanarak incelemektir. Ayrıca çalışma, sermaye akımlarının kompozisyonunun (doğrudan yabancı yatırımlar, portföy hisse senedi yatırımları ve borç akımları) ve eşik koşullarının (finansal gelişme, kurumsal kalite, ticari açıklık ve makroekonomik istikrar) finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisine etkisini de incelemektedir. Çalışmada hem kural-temelli (de jure) hem de miktar-temelli (de facto) finansal bütünleşme göstergeleri kullanılmaktadır. Miktar-temelli finansal bütünleşme göstergeleri, doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi, borç ve toplam yükümlülüklerden ve brüt varlıklar ve yükümlülüklerden oluşmaktadır. Çalışmada sermaye hareketleri hem akım hem de birikimli stok olarak ele alınmaktadır.

Sonuçlar, kural-temelli finansal bütünleşme değişkeninin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini göstermektedir. Bulgulara göre finansal bütünleşme seviyesinin yüksek olduğu ülkeler, finansal bütünleşme seviyesinin düşük olduğu ülkelere nispeten daha hızlı büyümektedir. Sermaye akımlarının ekonomik büyüme etkisi, sermaye akımlarının kompozisyonuna, inceleme dönemine ve ülkenin bulunduğu bölgeye bağlıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy hisse senedi yükümlülükleri ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, borç stokları negatif etkilemektedir. Borç şeklindeki sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde önemsiz hatta negatif etkisi bulunmaktadır. Sonuçlar, sermaye akımı çeşitlerinin ekonomik büyüme üzerinde farklı etkiye sahip olduğunu öne süren kompozisyon hipotezini desteklemektedir. Finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen uygulamalı literatür finansal bütünleşme göstergesi olarak genellikle brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunu kullanmaktadır. Brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatiftir. Uygulama sonuçları yabancı sermayenin ekonomik büyümeye destek olduğunu, ancak ekonomik büyümenin desteklenmesinde yurt içi tasarrufların yabancı sermayeden daha önemli olduğunu göstermektedir. Ayrıca sermaye akımlarının gelir seviyesine etkisi, gelirdeki büyümeye etkisini aşmaktadır. Sermaye akımlarının seviye etkisi, büyüme etkisinden daha önemlidir.

İnceleme dönemindeki finansal krizler (Latin Amerika, Doğu Asya ve özellikle 2008 küresel finans krizi) ve sermaye akımlarındaki daralma-genişleme dönemleri, sermaye akımlarının büyüme etkilerini engellemektedir. Krizlerin yoğunlaştığı 1990'lardan sonra sermaye akımlarının ve özellikle doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki

pozitif etkisi azalmaktadır. Krizlerin maliyetleri, sermaye akımlarının pozitif büyüme etkilerini baskılamaktadır. Sermaye akımları ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişki dönem olarak 1980'lerde, ülke grupları arasında Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerinde ve gelişmekte olan ülkelere nispeten gelişmiş ülkelerde daha güçlüdür.

Çalışma finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde eşik hipotezine yönelik sınırlı kanıtlar sunmaktadır. Ayrıca farklı sermaye akımlarına ilişkin farklı eşik koşulları geçerli olmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ülkenin makroekonomik istikrar seviyesine bağlıdır. Yüksek enflasyon seviyesi, doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisini azaltmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların büyüme etkisi, makroekonomik istikrarsızlık düzeyi düştükçe artmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, enflasyon seviyesi, bütçe ve cari işlemler dengesi, büyüme oranı gibi yapısal makroekonomik faktörlere duyarlıdır. Bulgular borç stoklarının ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisinin, finansal gelişme seviyesi arttıkça azaldığını göstermektedir. Ağırlıklı kanıtlar, finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin genellikle doğrusal olduğunu, etkileşim etkilerinin tüm sermaye akım türleri için geçerli olmadığını göstermektedir. Finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisi eşik koşullarına bağlı değildir.

SUMMARY
THE PANEL DATA ANALYSIS OF FINANCIAL INTEGRATION-ECONOMIC GROWTH NEXUS IN DEVELOPED AND DEVELOPING COUNTRIES

This study is aimed to investigate the relationship between financial integration and economic growth using panel data techniques for 80 developed and developing countries over the period 1984-2010. Moreover this study examines how the composition of capital flows (foreign direct investment, portfolio equity investment and debt flows) and threshold conditions (financial development, institutional quality, trade openness and macroeconomic stability) effect the financial integration-economic growth relation. This study employs both rule-based (de jure) and quantity-based (de facto) financial integration indicators. Quantity-based financial integration indicators consist of foreign direct investment, portfolio equity, debt and total liabilities, and gross assets and liabilities. In this study, the capital movements are represented both as a flow and as an accumulated stock variable.

Results show that rule-based financial integration variable positively affects economic growth. Findings indicate that more financially integrated countries grow faster relative to less financially integrated ones. The effect of capital flows on economic growth depends upon the composition of capital flows, research period and the region of the country. Foreign direct investment and portfolio equity liabilities positively affect economic growth while debt stock negatively affects economic growth. The capital flows in the form debt liabilities have negligible even negative effect on economic growth. These results support the composition hypothesis which asserts that the types of capital flows have different effects on economic growth. The empirical literature on financial integration-economic growth nexus generally uses gross assets and liabilities stocks as a financial integration indicator. The effect of gross assets and liabilities stocks on growth is negative. Empirical results show that the foreign capital flows support economic growth, but domestic savings are more important than foreign capital for supporting economic growth. Moreover, the effect of capital flows on income level is higher than the income growth. The level effect of capital flows is more important than the growth effect.

The financial crises during the research period (Latin America, East Asia and 2008 global financial crises) and boom-bust cycles in the capital flows hamper the growth effects of capital flows. After the 1990's when the crises intensified the positive impact of capital flows

especially foreign direct investment on economic growth decreased. The costs of crises suppress the positive growth effect of capital flows. The positive relation between capital flows and economic growth is stronger in 1980's and, in East Asia-Pacific and Latin America region and, in developed countries relative to the developing countries.

This study has limited evidence about threshold hypothesis in the financial integration-economic growth nexus. Moreover types of capital flows have different threshold conditions. The effect of foreign direct investment on growth depends upon the level of macroeconomic stability of country. High level of inflation decreases the positive impact of foreign direct investment on economic growth. The growth effect of foreign direct investment increases as the level of macroeconomic instability decreases. Foreign direct investment is sensitive to the structural macroeconomic factors such as the level of inflation, budget balance, current account balance and growth rate. Findings show that the negative effect of debt stocks on economic growth decreases as the level of financial development increases. Dominant evidence indicates that the relationship between financial integration and economic growth appears to be generally linear and, the interaction effects don't apply to the every type of capital flow. The effects of financial integration on economic growth are not contingent on the threshold conditions.

ÖNSÖZ

Bu çalışmayı hazırlamamda emeği geçen ve doktora sürecim boyunca beni teşvik eden, bilgi birikimini ve tecrübelerini cömertçe paylaşan, akademik gelişimime katkı sağlayan, desteğini her zaman yanımda hissettiğim değerli tez danışmanım Doç.Dr. Ayşegül ATEŞ'e,

Tez jürimde yer alıp tezime görüş, öneri ve bilgi birikimleri ile katkı sağlayan değerli hocalarım Prof.Dr. Mustafa ÖZER, Doç.Dr. Murat ASLAN, Doç.Dr. M. Şükrü ERDEM, Doç.Dr. Aslıhan ERSOY BOZCUK ve Yrd.Doç.Dr. M. Koray ÇETİN'e,

Tez sürecinde yardımlarını esirgemeyen bölümümüzün öğretim üyelerinden Prof.Dr. Selim ÇAĞATAY ve Doç.Dr. Kemal TÜRKCAN'a,

Araştırma görevlisi olarak hizmet verdiğim Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü ve Sosyal Bilimler Enstitüsündeki tüm öğretim üyesi, araştırma görevlisi ve idari personele,

Tez sürecinde bana yardımlarını esirgemeyen akademik hayatına yeni başlayan Arş.Gör. Uğur MİRASEDOĞLU'na,

Akademik yaşamımda hep yanımda olan mesai arkadaşım ve kadim dostum Öğr.Gör. Süreyya KOVACI'ya,

Hayatım boyunca ve tez sürecinde beni anlayışla karşılayan, sürekli bana destek olan değerli aileme,

Sonsuz şükranlarımı sunarım.

Murat BELKE

Antalya, 2014

GİRİŞ

Finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye ve makroekonomik istikrara etkisi son yılların en yoğun tartışılan konularından birisidir. Literatürde, finansal bütünleşmeyi destekleyen ve eleştiren yaklaşımlar bulunmaktadır.

Neo-klasik yaklaşım temelinde serbestleşme politikalarını destekleyen geleneksel görüş, finansal bütünleşmenin tüm risklerine rağmen faydalı olduğunu ileri sürmektedir. Neo-klasik yaklaşıma göre finansal bütünleşme, uluslararası finans kaynaklarına erişim ve küresel risk paylaşımı kanalıyla ülkelerdeki tasarrufların etkin küresel tahsisini kolaylaştırmakta, tasarrufların en verimli kullanıldığı alana kaynakları aktararak ekonomik büyümeyi ve makroekonomik istikrarı anlamlı olarak arttırmaktadır. Finansal bütünleşme, kamunun ve hanehalklarının daha uygun koşullarda borç alıp vermesini, yeni finansal araç ve tekniklerin girişiyle beraber finansal sistemin daha etkin hale gelmesini, tasarrufların ve yatırımların daha etkin tahsis edilmesini sağlamaktadır. Ayrıca finansal bütünleşme, ülkelere finansal sistemlerini etkin yönetme ve düzenleme yönünde ekonomi politikalarına disiplin yükleyerek fayda sağlamaktadır. Geleneksel yaklaşım, finansal bütünleşmenin potansiyel getirilerinin çok fazla olduğunu, ancak ülkelerin tamamlayıcı reformlarla süreci desteklemedikçe bu faydalardan yararlanamayacağını belirtmektedir.

Keynesyen ve Neo-yapısalcı yaklaşımlar ise, finansal bütünleşmeyi istikrarsızlaştırıcı olarak görmekte ve sermaye kontrolleri uygulamalarını desteklemektedirler. Keynesyen yaklaşım, geleneksel yaklaşımın finansal bütünleşmeyi aşırı faydalı gördüğünü ileri sürmekte ve eş anlı olarak finansal bütünleşmenin meydana getirdiği krizleri ve finansal istikrarsızlığı arttırdığını ihmal ettiklerine dikkat çekmektedir. Keynesyen yaklaşım, sermaye piyasalarındaki aksaklıklar nedeniyle finansal bütünleşmenin makroekonomik istikrarsızlıklara öncü olduğunu ve büyüme etkisi yaratmadığını ileri sürmektedir. Birçok aksaklığa sahip finansal piyasalardaki finansal standartların arttırılması ve güçlü makroekonomik politika uygulamaları, finansal bütünleşmenin risklerini azaltmakta, ancak ortadan kaldıramamaktadır. Keynesyen yaklaşıma göre, finansal bütünleşme sistematik olarak kriz riskini arttırmakta ve hükümetlerin negatif makroekonomik şoklara tepki verebilme kabiliyetlerini azaltmaktadır. Post-keynesyen yaklaşım ise, finansal piyasalardaki belirsizliğin ve bireylerin bu belirsizliğe yönelik algılarının farklı olmasının krizlerde temel rol oynadığını ileri sürmektedir. Keynesyen ve Post-keynesyen yaklaşımlara göre, finansal piyasalardaki belirsizlik, spekülasyon ve makroekonomik koordinasyon başarısızlıkları finansal bütünleşme sürecini yönlendirmektedir.

Neo-yapısalcı yaklaşım ise, sermaye akımlarının makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz etkilerine vurgu yapmaktadır. Neo-yapısalcı görüşe göre, sermaye akımları dışsal faktörler tarafından belirlenmektedir. Sermaye akımları, ülkenin yurt içi politikalarına nispeten, küresel portföy yatırımcılarının ve uluslararası bankaların davranışlarındaki değişiklikler gibi birçok dışsal faktörün sonucu olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki uzun dönemli ekonomik büyüme için, geleneksel makroekonomik yaklaşımda vurgulanan makroekonomik ihtiyat (dengeli bütçe, döviz kuru ve fiyat istikrarı) yeterli değildir. Yurt içi finansal piyasaların büyüklüğüne nispeten çok daha büyük çaplı sermaye akımları, oynak ve istikrarsızlaştırıcıdır. Sermaye akımlarındaki oynaklık, reel döviz kuru ve reel faiz oranı gibi temel makroekonomik parametrelerde istikrarsızlığa neden olmaktadır. Bu durum, uzun dönemli ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmakta ve reel ekonomide aşırı oynaklığa öncü olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal bütünleşmenin uzun dönemli büyümeyi arttıracağı yönündeki güçlü teorik öngörüleri sınamak için yapılan uygulamalı çalışmalar, son derece zayıf bulgular ortaya koymaktadır. Finansal bütünleşmenin etkilerine yönelik literatür, ülkelerin belirli yapısal ve makroekonomik faktörlerle ilişkilendirilen uygun başlangıç koşullarına sahip olmaması nedeniyle, finansal bütünleşmeye bağlı ekonomik büyümede dalgalanmalara ve krizlere maruz kaldığını ileri sürmektedir. Bu nedenle bu faktörlerden yoksun gelişmekte olan ülkelerin krizlerden kaçınsa bile, finansal bütünleşmenin faydalarından yararlanamayacağı ileri sürülmektedir. Finansal bütünleşmenin büyüme etkilerinin arttırılması ve risklerinin azaltılması için ülkelerin uygun başlangıç koşullarını hazırlamaları gerekmektedir. Kose vd. (2009a; 2010), finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi etkileyen koşullu değişkenleri, eşik koşulları olarak adlandırmaktadır. Çalışmalar, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrar üzerindeki etkisinin eşik koşullarına bağlı olarak arttığını ileri sürmektedir. Eşik koşulları; finansal sektördeki gelişmeyi, kurumsal kaliteyi, ticari bütünleşmeyi ve makroekonomik politika yapısını kapsamaktadır. IMF (2012) de sermaye akımlarının yönetimine ilişkin geliştirdiği kurumsal yaklaşımla Kose vd. (2009a; 2010)'ni desteleyerek, ülkelerin sermaye akımlarının büyüme etkilerinden yararlanabilmeleri için belirli bir finansal, kurumsal ve ekonomik gelişme seviyesine sahip olması gerektiğini ileri sürmektedir. IMF (2012), eşik finansal ve kurumsal gelişme seviyesine sahip ülkelerin sermaye akımlarının risklerine daha az maruz kaldığını, bu ülkelerde sermaye akımlarının önemli büyüme etkileri sağladığını ileri sürmektedir.

Literatür, finansal bütünleşmenin yalnızca eşik koşullarına bağlı olarak değil, aynı zamanda sermaye akımlarının kompozisyonuna bağlı olarak ülkenin finansal bütünleşmeden elde edeceği getirileri etkileyeceğini ileri sürmektedir. Kompozisyon hipotezi, tüm sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde aynı etkiye sahip olmadığını önermektedir. Kompozisyon hipotezine göre, borç yaratmayan doğrudan yabancı yatırım ve uluslararası portföy hisse senedi akımları ekonomik büyüme ile pozitif ilişkilendirilirken, aksine dış borçları içeren uluslararası borç akımları ekonomik büyüme ile çoğu zaman negatif olarak ilişkilendirilmektedir. Ancak birçok çalışma doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin yanı sıra dolaylı etkilerine odaklanırken, portföy ve özellikle kısa vadeli borç akımlarıyla ilgili risklere de dikkat çekmektedir.

Washington Uzlaşısı ve Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund (IMF)) politikaları gelişmekte olan ülkeleri sermaye hesabını serbestleştirmeleri konusunda teşvik etmiştir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin olgunlaşmamış serbestleşme hamleleri, bu ülkelerin ağır para ve bankacılık (finansal) krizleri yaşamalarına neden olmuştur. Kalkınma finansmanı için ülke içinde yeterli kaynak bulamayan gelişmekte olan ülkelerin, özellikle IMF gibi uluslararası kurumların teşvikleri ile küresel sermaye akımlarından pay almak için hazırlıksız bir şekilde serbestleşmeye yönelmeleri, 1980'lerde ve 1990'larda bu ülkelerde yaşanan krizlerin temel sebebi olarak gösterilmektedir. Sermaye hesabındaki serbestleşme sürecinde yaşanan Latin Amerika, Güneydoğu Asya, Rusya, Brezilya, Arjantin, Türkiye ve Uruguay krizleri, sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik faydalarının ve maliyetlerinin sorgulanmasını gündemin ön sıralarına taşımıştır. Bu krizlerin ardından sermaye hesabındaki serbestleşmenin riskleri ve sermaye kontrolleri yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır. Krizlerde 1990'lardan itibaren büyük artışlar gösteren ve finansal krizlerle birlikte tersine dönen sermaye akımlarının yıkıcı etkileri ön plana çıkarılmıştır.

Dünya çapında yaşanan son finansal kriz, sermaye akımlarının faydaları, ekonomik büyümeye etkileri ve krizlerle ilişkisi konusundaki tartışmayı daha da alevlendirmiş, finansal bütünleşmeyle ilişkili riskleri yeniden ön plana çıkarmıştır. Finansal bütünleşme, küresel finansal bağlantılardaki artış kanalıyla gelişmiş ülkelerdeki finansal krizlerin gelişmekte olan ülkelere yayılmasını kolaylaştırmaktadır. Finansal kriz öncesinde birçok yükselen piyasa ekonomisinde ve diğer gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarında büyük artışlar yaşanırken, kriz sonrasında bu akımlar sert şekilde tersine dönmüş, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke ekonomisi tarihlerinin en büyük ekonomik daralmalarını yaşamıştır.

Finansal bütünleşmenin teorik modellerde öngörülen ekonomik büyüme üzerindeki faydalarına rağmen, sermaye akımlarındaki artış bazı gelişmekte olan ülkelerde yüksek büyüme oranları ile sonuçlanırken, bazı ülkelerde düşük büyüme oranlarına ve finansal krizlere neden olmaktadır. Sermaye akımlarının ülke grupları üzerindeki bu farklı etkileri, hem akademik çevrede hem de artan sermaye akımlarına ve bu akımlardaki dalgalanmaların makroekonomiye etkilerine yönelik uygun politika geliştirmeye çalışan politika yapıcılar tarafından ayrıntılı olarak incelenmeye çalışılmaktadır. Finansal bütünleşme süreciyle birlikte gelişmekte olan ülkelerde yaşanan istikrarsız büyüme ve ardı ardına gerçekleşen finansal krizler, özellikle de son yaşanan küresel finansal kriz, finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesini ve sorgulanmasını gündeme getirmiştir. Bu nedenle çalışmanın temel amacı, sermaye akımlarının yoğunlaştığı ve birçok finansal krizin yaşandığı 1984-2010 döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisini test etmektir. Literatürde finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme sürecinde olumlu etkilerinin görülebilmesi için eşik etkilerine (ön koşul, etkileşim veya dolaylı etkiler olarak da adlandırılmaktadır) değinilmektedir. Eşik etkilerinin finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisini farklılaştırıp farklılaştırmadığı ve sermaye akımlarının kompozisyonunun ekonomik büyümeye etkisi ayrıntılı olarak incelenmiştir. Ayrıca, finansal bütünleşme sürecinin ilk dönemlerindeki birçok gelişmekte olan ülkedeki ve kriz deneyimleri yaşamış ülkelerdeki politika yapıcılara finansal bütünleşme sürecinin yönetilmesine yönelik politika önerileri geliştirilmeye çalışılmıştır.

Bu amaçlar doğrultusunda çalışmanın birinci bölümünde, finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki teorik literatür açısından ele alınarak ekonomik büyüme sürecinde finansal bütünleşmenin oynadığı rol açıklanmıştır. Ayrıca literatürdeki eleştirel bakış açılarına yer verilerek karşıt görüşler incelenmiştir. Finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi hangi kanallarla (aktarım mekanizması) etkilediği ve finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisindeki yeni açılımlar ele alınmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde, finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki uygulamalı literatür ele alınmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, çalışmada kullanılan veri seti, model ve ekonometrik yöntem tanıtılarak, 1984-2010 döneminde 80 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkedeki finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki uygulamalı olarak detaylı şekilde incelenmiştir. Çalışmanın son bölümünde çalışmadan elde edilen bulgular doğrultusunda sonuç ve politika önermelerine yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİYLE İLGİLİ TEORİK LİTERATÜR İNCELEMESİ

Bu bölümde ilk önce finansal bütünleşme kavramı açıklanmakta, literatürde kullanılan finansal bütünleşme göstergeleri tanıtılmakta ve finansal bütünleşme sürecindeki gelişmeler ele alınmakta, sonrasında ise finansal bütünleşmeye ilişkin teorik yaklaşımlar incelenmektedir. Finansal bütünleşmenin ekonomik yararları ve yarattığı ekonomik problemler üzerinde durulmakta, daha sonra finansal bütünleşmenin belirleyicileri ve bununla ilgili uygulamalı çalışmalardan bahsedilmektedir. Bu bölümde ayrıca finansal bütünleşmenin makroekonomik etkileri, özellikle ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ve etki kanalları geleneksel yaklaşımlar ve yeni açılımlar temelinde detaylı olarak incelenmektedir.

1.1. Finansal Bütünleşme Tanımı ve Kapsamı

Finansal serbestleşme, yurt içi finansal piyasalar üzerinde baskı yaratan politikaların terk edilmesi olarak nitelendirilmektedir. Yurt içi finansal piyasalar üzerinde baskı yaratan politikalar; kredilerin tahsisinde ve fiyatlanmasında, bankaların ve diğer finansal aracıların faaliyetlerinin kontrolünde (faiz oranı tavanı, yüksek zorunlu rezerv oranları, işlem vergileri vb.), finansal aracıların vergi toplama aracı gibi kullanılmasında ve özellikle dış rekabetten korunmasında hükümetlerin müdahalelerini içermektedir. Ancak finansal serbestleşmenin hem yurt içi hem de uluslararası boyutu bulunmaktadır. Yurt içi finansal serbestleşmeyi, uluslararası finansal piyasalarla bütünleşme takip etmektedir (McKinnon, 1973; Shaw, 1973; Fry, 1995, s.4-26; Demetriades ve Hussein, 1996, s.388; Ghali, 1999, s.310; Khan ve Senhadji, 2000, s.4; Mavrotas, 2005, s.31-35; Bumann vd. 2013, s.256-257).

Uluslararası finansal serbestleşme, sermaye akımları veya yabancı finansal kurumlar üzerindeki giriş engellerinin kaldırılması, finansal kurumların özelleştirilmesi ve/veya yurt dışı finansal işlemler üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması şeklindeki kamu politikalarını yansıtmaktadır. Uluslararası finansal serbestleşme genellikle; finansal bütünleşme, finansal küreselleşme, sermaye hesabındaki serbestleşme, finansal açıklık terimleriyle ifade edilmektedir. Aslında bu kavramlar birbirinden farklı kavramlar olmasına rağmen birbiriyle yakın ilişkili olması nedeniyle çalışmalarda birbiri yerine kullanılmaktadır. Sermaye hesabındaki serbestleşme, ülkenin finansal piyasalarının sınır ötesi finansal varlık ticaretine açılmasını ve sermaye hesabı işlemleri üzerindeki engelleri kaldırmasını göstermektedir. Finansal bütünleşme, tek bir ülkenin sermaye piyasasının uluslararası sermaye piyasalarına bağlanması, sermayenin uluslararası sınırlar arasındaki akımı olarak ifade edilmektedir.

Finansal küreselleşme ve finansal bütünleşme farklı ancak yakın kavramlardır. Sınır ötesi finansal akımlar kanalıyla artan küresel bağlantılar tümüyle finansal küreselleşme olarak tanımlanmaktadır. Finansal varlık ticaretindeki serbestleşme sıklıkla "finansal küreselleşme" olarak adlandırılmaktadır (Summers, 2000, s.1; Prasad vd., 2004, s.4; Stulz, 2005, s.1595; Bumann vd. 2013, s.256-257) [1].

1.2. Finansal Bütünleşmenin Ölçümü

Bu bölümde literatürde kullanılan finansal bütünleşme göstergeleri detaylı olarak incelenmektedir.

Finansal bütünleşmenin etkilerine yönelik çalışmaların her birinde finansal bütünleşme seviyesinin ölçümü farklı temellere dayanmaktadır. Edison vd. (2002) finansal bütünleşmeyi ya da sermaye hesabındaki serbestleşmeyi temsil eden göstergeleri, kural-temelli (de jure) ve miktar-temelli (de facto) finansal bütünleşme göstergeleri olmak üzere ikiye ayırmaktadır.

1.2.1. Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergeleri

Kural-temelli finansal bütünleşme göstergelerinde, sınır ötesi sermaye akımlarına uygulanan yasal kısıtlamalar (sermaye kontrolleri) ülkelerin finansal bütünleşme seviyesini değerlendirmek için kullanılmaktadır. Bu sermaye kontrolleri farklı şekillerde olabilmektedir; ülkeye giren veya ülkeden çıkan sermaye akımlarının kontrolü, sermaye akımlarına ilişkin miktar veya fiyat kontrolleri, yabancı yatırımcıların hisse senedi sahipliğine yönelik kısıtlamalar vb. gibi. Kural-temelli finansal bütünleşme göstergeleri genellikle Uluslararası Para Fonu'nun (International Monetary Fund (IMF)) "Kambiyo Rejimi ve Döviz Ticareti Kısıtlamaları" (Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions (AREAER)) yıllık raporlarından elde edilen sermaye hesabı işlemleri için ödemeler üzerindeki kısıtlamalara ilişkin bilgi temelinde oluşturulmaktadır (Edison vd., 2002; Miniane, 2004; Kose vd., 2010).

1.2.1.1. Sermaye Hesabındaki Serbestleşme Göstergeleri

AREAER, 1995 yılına kadar ülkelerin finansal bütüleşme seviyesini 0-1 ikili ölçü kullanarak göstermiştir. 1 ülkenin sermaye hesabının serbest olduğunu, 0 ise ülkenin sermaye hesabında kısıtlamalara sahip olduğunu göstermektedir. AREAER, 1995 yılından önce dört adet ikili göstergeye sahiptir: (i) sermaye hesabındaki kısıtlamaların varlığı, (ii) cari işlemler hesabındaki kısıtlamaların varlığı, (iii) sermaye hesabı işlemleri için çoklu döviz kuru

[1] Finansal bütünleşme, dünyanın çeşitli bölgelerindeki finansal piyasaların tek bir piyasa gibi bütünleşmiş olması olarak açıklanmaktadır. Finansal serbestleşme, finansal bütünleşme için gerekli ancak yeterli koşul değildir. Arestis ve Basu (2003) ve Arestis vd. (2005), finansal bütünleşme için uluslararası tek bir para otoritesi tarafından yönetilen dünya çapında ortak bir para sisteminin yeterli koşul olacağını ileri sürmüşlerdir.

rejiminin varlığı ve (iv) ihracat işlemleri üzerindeki kısıtlamaların varlığı. IMF, 1995 yılından sonra birçok farklı alt kategorilerde daha ayrıntılı olarak sermaye hesabındaki işlemlere ait detaylı bilgiler yayınlamıştır. Bunun sonucunda kontroller, sermaye giriş ve çıkışları arasında ayrım yapar hale gelmiştir. Sermaye hesabındaki serbestleşmeyi gösteren kural-temelli bir finansal bütünleşme göstergesi olan IMF göstergesi, ikili (0/1) bir gölge değişkendir. Gösterge, sermaye hesabı işlemleri için ödemeler üzerindeki kısıtlamaların en az birinin bulunması durumunda 0, bulunmaması durumunda 1 değerini almaktadır. IMF pay göstergesi ise, ülkenin sermaye hesabının serbest olduğu dönemlerin toplam dönem sayısı içindeki payı ile ifade edilmektedir. Gösterge, 0-1 arasında değer almaktadır. AREAER ölçümünün 1996 yılından itibaren değişmesi araştırmacıları AREAER temelli yeni finansal bütünleşme göstergeleri geliştirmeye itmiştir. Son yıllarda IMF AREAER'deki bilgi setine dayalı birçok kural-temelli finansal bütünleşme göstergesi geliştirilmiştir (Rodrik, 1998; Miniane, 2004; Kose vd., 2010; Bumann vd., 2013)[2].

Quinn (1997) finansal bütünleşme göstergesi ülke içindeki ve dışındaki finansal işlemlerin düzenlenmesine yönelik kamu politikalarını değerlendirmekte, ayrıca düzenlemelerin zaman içinde ve belli alanda çeşitlerinin ve yoğunluğunun karşılaştırmasına olanak tanımaktadır (Quinn, 1997, s.531). Quinn (1997) endeksi, AREAER temelli cari işlemler ve sermaye hesabındaki kısıtlamalara ve ülkenin IMF, OECD ve EU gibi organizasyonlara katılıp katılmadığına ilişkin bilgilere dayalı olarak geliştirilen finansal bütünleşmenin bileşik bir göstergesidir. Quinn (1997) endeksi, 94 ülke için mevcuttur. OECD ülkeleri için 1950-1997 dönemi için bulunmakta, ancak gelişmekte olan ülkeler için sadece belirli yıllara (1958, 1973, 1982, 1988, 1997) ilişkin veri sağlamaktadır. Quinn (1997), yerleşik ve yerleşik olmayan ayrımı yapmasına rağmen, akımların yönüne dair bir ayrım yapmamaktadır. Sermaye hesabına ilişkin kısıtlamalar 0-4 aralığında 0,5 birimlik artışlarla değer almaktadır (Quinn, 1997, s.531-535; Edison vd., 2002; Miniane, 2004; Bonfiglioli, 2008; Kose vd., 2009a, s.14-15; Kose vd., 2010, s.4289)[3]. Chinn ve Ito (2008), sermaye kontrollerinin yoğunluğunu

[2] Sermaye hesabı ile ilişkili bu alt kategoriler; sermaye piyasaları menkul kıymetlerini, kolektif yatırım menkul kıymetlerini, para piyasası araçlarını, türev ve diğer araçları, ticari kredileri, finansal kredileri, garantileri, teminatları ve finansal destek kolaylıklarını, ticari banka ve diğer kredi kuruluşlarına yönelik karşılıkları kapsamakta, hem giriş-çıkış hem de yerleşik-yerleşik olmayan ayrımı yaparak ayrıntılı olarak bilgi sağlanmaktadır (Miniane, 2004).

[3] Quinn (1997), IMF AREAER'e dayalı olarak bir finansal bütünleşme göstergesi geliştirmiştir. Gösterge, hem döviz işlemleri hem de uluslararası ticari işlemler üzerindeki kısıtlamaları içermektedir. Sermaye hesabı işlemleri giriş ve çıkış olmak üzere 0-4 aralığında 0,5 birimlik artışlarla değer almaktadır. Cari işlemler hesabı giriş ve çıkışları ise 0-8 aralığında değer almaktadır. Toplam 0-12 aralığında değer alan endekste, 0 en kısıtlı durumu, 12 en serbest durumu göstermektedir. Ayrıca Quinn (1997), sermaye akımlarını kısıtlama kabiliyetini sınırlayan uluslararası yasal sözleşmeleri de dikkate almaktadır. 0-2 aralığında 0,5 birimlik artışlarla değer alan bir göstergedir. Quinn (1997)'in nihai finansal bütünleşme (düzenleme) göstergesi 0-14 aralığında değer almaktadır. 0,5 birimlik artışlarla değer alan endekste, 14 en serbest yani en az düzenleyici rejimi göstermektedir. Quinn (1997) finansal bütünleşmeye ilişkin seviye değerini değil değişimini kullanmaktadır (Quinn, 1997, s.535).

gösteren AREAER temelli dört göstergeye temel bileşen analizi uygulayarak, 1970-2005 (her dönem güncellenmektedir) dönemine ait 181 ülke için sermaye hesabındaki serbestleşmeyi gösteren en kapsamlı veri setini ortaya koymuştur. KAOPEN adını verdikleri endeks, AREAER'deki dört ikili gösterge (sermaye hesabı işlemleri kısıtlamaları, cari işlemler hesabı kısıtlamaları, çoklu döviz kurunun varlığı ve ihracat işlemleri üzerindeki kısıtlamalar) temelinde oluşturulmuş bir endekstir. KAOPEN, direkt olarak sermaye kontrollerinin yoğunluğunu gösterememektedir. Çalışma, sermaye kontrollerinin yaygınlığının, yoğunluğunu temsil etmek için uygun bir gölge değişken olabileceğinden yola çıkmaktadır.

Chinn ve Ito (2008)'nun yanı sıra birçok çalışma IMF AREAER temelinde sermaye hesabı serbestleşme göstergesi geliştirmeye çalışmışlardır. Johnston ve Tamirisa (1998), finansal işlemlere ilişkin kısıtlamaları ayrıntılı olarak ele alan ilk çalışmadır. 1996 yılından sonra değişen AREAER'deki muhtemel tüm 0/1 gölge değişkenlerin ortalamalarını alan bir endeks oluşturmuşlardır. Çalışma, menkul kıymetler, para piyasası araçları, kredi işlemleri, doğrudan yabancı yatırımlar gibi farklı çeşitlilikteki işlemleri ayrıştırmaktadır. Ayrıca akımların yönünü ve yerleşik-yerleşik olmayanlar tarafından yapılmasını da dikkate alan çalışma, yalnızca 45 ülkeyi ve 1996 yılını kapsamaktadır. Tamirisa (2003), endeksi 1990 yılına kadar geriye çekse de bu gösterge sadece OECD ülkeleri ile sınırlı kalmıştır. Rossi (1999) ise, doğrusal interpolasyon yöntemini kullanarak 1996 yılı sonrasını 15 ülke için 1989-1997 dönemine genişletmiştir (Johnston ve Tamirisa, 1998; Rossi, 1999; Tamirisa, 2003; Miniane, 2004, s.280).

Miniane (2004), IMF'nin 1996 yılından sonra ayrıntılı olarak verdiği sermaye hesabındaki serbestleşme endeksini 1996 yılından daha önceye çekerek 34 ülke için 1983-2000 dönemine ait veri sağlamıştır. Ancak 1996 yılı öncesinde alt kategorilere ilişkin sınırlı bilginin bulunması nedeniyle sermaye girişleri-çıkışları kısıtlamaları ayrımının olmaması veri setinin en önemli eksikliğidir. Johnston ve Tamirisa (1998)'nın aksine 1996 yılı sonrasını daha alt kategorilerde ele alamamıştır. Mody ve Murshid (2005) tarafından ortaya konan finansal bütünleşme endeksi ise, 1966-2000 dönemini ve 184 ülkeyi kapsamaktadır. Dört AREAER (aynı göstergeler) temelli ikili göstergenin toplamını kullanan çalışmada 4 değeri sermaye hesabındaki tam serbestleşmeyi, 0 değeri ise sermaye hesabının tamamen kısıtlı olduğu durumu göstermektedir. Schindler (2009) ise, IMF AREAER'de bulunan sınır ötesi finansal işlemlere ilişkin kısıtlamalar temelinde 1995-2005 dönemindeki 95 ülkeye (35 yüksek, 42 orta ve 14 düşük gelir düzeyine sahip ülke) yönelik kural-temelli sermaye hesabı serbestleşme göstergesi geliştirmiştir. Schindler (2009), finansal akımlara ilişkin kısıtlamaları varlık kategorilerine, akımların yönüne (giriş-çıkış) ve yerleşikliğe (yerleşik-yerleşik olmayan) bağlı

olarak daha alt kategorilerde ayrıntılı olarak ele almıştır. Ancak bu çalışmadaki veri seti, dönemi ve kapsadığı ülke sayısı itibariyle yetersiz görünmektedir (Miniane, 2004; Mody ve Murshid, 2005; Schindler, 2009).

1.2.1.2. Hisse Senedi ve Bankacılık Piyasalarındaki Serbestleşme Göstergeleri

Bekaert ve Harvey (2000) tarafından ülkelerin hisse senedi piyasalarındaki serbestleşme dönemleri temelinde sınırlı ülke seti için geliştirilen resmi hisse senedi piyasaları serbestleşme göstergesi, Bekaert ve Harvey (2002), Bekaert vd. (2001; 2005) tarafından geniş ülke seti için geliştirilmiştir. Gösterge, yabancı yatırımcıların yurt içi piyasalarda yatırım yapabilmesine ilişkin düzenleme tarihlerini içermektedir. Gösterge, resmi olarak serbestleşme sonrasında 1 değerini almakta, diğer durumlarda 0 olmaktadır. Yabancı yatırımcıların yurt içi piyasalarda yatırım yapmasının tamamen yasaklandığı ülkelerde 0, tamamen serbest olduğu ülkelerde ise 1 değerini almaktadır.

Lundblad (2013), yabancı yatırımcılara yatırım yapma olanağının pratikte yavaş ve dereceli olması nedeniyle, resmi serbestleşme tarihleri göstergesinin serbestleşmenin etkilerini tam olarak yansıtamadığını iddia etmektedir. Ayrıca, ülkeler resmi düzenleyici reformları yapmakta ancak yatırımcıların hala piyasa temelli engellerden kaçınması gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde 3 tip engel bulunmaktadır: (i) yasal engeller, (ii) bilgi asimetrileri, muhasebe standartları ve yatırımcıların korunmasından kaynaklı engeller ve (iii) gelişmekte olan ülkelerde önemli olan likidite, politik, ekonomik ve döviz riskleriyle ilgili engellerdir. Bu engeller yabancı yatırımcıların teşvikini kırmaktadır. Bu nedenle reformların uygulama çabası ile resmi olarak zamanlaması farklılık göstermektedir (Lundblad, 2013, s.36-38).

Edison ve Warnock (2003) ise miktar-temelli hisse senedi piyasası serbestleşme endeksi geliştirmişlerdir. Endeksin temeli, toplam piyasa kapitalizasyonu içinde yabancı yatırımcılar tarafından tutulan hisse senetlerinin kapitalizasyon payına dayanmaktadır (Stulz, 2005, s.1599). Kaminsky ve Schmuckler (2003) ise, hisse senedi piyasaları, yurt içi finansal sektör ve sermaye hesabındaki serbestleşmeyi temsil eden bir finansal serbestleşme endeksi geliştirmiştir. Her bir bileşen için üç rejim vardır; tam serbest rejim, kısmı serbest rejim ve baskı altındaki rejim. Endekste 1 değeri baskıyı, 3 değeri ise tam serbestleşmeyi göstermektedir. Finansal serbestleşme endeksi 3 bileşenin ortalaması olarak hesaplanmaktadır (Kaminsky ve Schmuckler, 2003, s.5-7; Stulz, 2005, s.1599).

1.2.1.3. Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergelerine Eleştiriler

Bu bölümde kural-temelli finansal bütünleşme göstergelerine yapılan temel eleştiriler açıklanmaktadır.

Finansal bütünleşme literatüründe temel kısıt, inandırıcı sermaye hesabı serbestleşme göstergesinin bulunmamasıdır. Sermaye hesabı serbestleşme göstergesi geliştirmede ilerlemeler sağlanmasına rağmen, kural-temelli finansal bütünleşme göstergelerinin hepsi çeşitli benzer eksiklikler nedeniyle sıkıntılıdır (Edison vd., 2002, Miniane, 2004; Chinn ve Ito, 2008; Kose vd., 2010).

Sermaye kontrolleri birçok farklı şekil almaktadır. Göstergeler sermaye hesabındaki serbestleşmeyi doğru yansıtamamaktadır. Çünkü bu göstergeler sermaye akımlarını engelleyemeyebilen kısmen döviz işlemleri ile ilişkili çeşitli kısıtlamalar temelinde oluşturulmaktadır. Edison vd. (2002), AREAER temelli ikili gölge değişkenlerin ülkelerin sermaye hesaplarını serbestleştirme ya da kısıtlama yönünde adım attıklarına yönelik bilgi ihtiva etmediğini ileri sürmüşlerdir. Eichengreen (2001) ise, sermaye hesabı işlemleri için kullanılan gölge değişkenin sadece yerleşikler üzerindeki kısıtlamaları dikkate aldığını, yerleşik olmayanlar üzerindeki kısıtlamaları ise ihmal ettiğini vurgulamaktadır. Quinn (1997), 0/1 ikili değere sahip IMF göstergesinin ülkedeki yerleşiklerin cari işlemler ya da sermaye hesabı ödemeleri üzerindeki finansal kısıtlamaların büyüklüğüne ilişkin bilgi taşımadığını, ayrıca yerleşik olmayanlar üzerindeki kısıtlamalar hakkında da bilgi sağlamadığını ileri sürmektedir. Göstergeler, zaman içinde yasal kısıtlamalar değişmeden kalsa bile sermaye kontrollerinin zamanla değişebilecek uygulama derecesini yansıtmamaktadır (uygulamaların etkinliğini). Sermaye kontrollerinin uygulama etkinliği ise kamunun bu kontrolleri uygulama gönüllülüğüne ve kabiliyetine bağlıdır. Bu göstergeler ekonominin uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşme derecesini ya da sermaye akımlarının yoğunluğunu her zaman doğru yansıtamamaktadır. Örneğin Çin gibi sıkı sermaye kontrollerinin uygulandığı bir ülke bile son yıllarda artan spekülatif sermaye akımlarını durduramamaktadır. Ayrıca sermaye hesabı serbestleşme göstergeleri ticari serbestleşmedeki gelişmelerin etkilerini (dış ticarette tarifelerin düşürülmesi gibi) de kapsamakta, bu nedenle çalışmalarda ticari açıklığın etkileri de sermaye hesabı serbestleşme göstergesinde görülebilmektedir (Quinn, 1997, s.531-535; Eichengreen, 2001, S.345-348; Arteta vd., 2001, s. 10-11; Edison vd., 2002; Miniane, 2004, s.277; Prasad ve Wei, 2007; Chinn ve Ito, 2008; Kose vd.2010, s.4288-89; Quinn vd., 2013).

1.2.2. Miktar-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergeleri

Miktar-temelli finansal bütünleşme göstergeleri, gerçekleşen sermaye akımları temelinde oluşturulan bir göstergedir. Gerçekleşen finansal akımlar temelindeki finansal bütünleşmeye ilişkin miktar-temelli göstergeler, ülkenin küresel finansal piyasalarla bütünleşmesinin en iyi mevcut göstergesi olarak görülmektedir. Bu gösterge, ülkenin uluslararası finansal piyasalara eklenme derecesini yansıtmaktadır.

Tablo 1.1. Finansal Bütünleşme Göstergeleri

Kural-Temelli Göstergeler	
IMF-AREAER	Ülkelerin sermaye hesabında serbestliğe sahip olup olmadığını gösteren ikili (0/1) değişkendir. Altı kategoriden oluşmaktadır. Sermaye hesabı işlemleri için ödemeler üzerindeki kısıtlamalardan en az biri varsa 0, diğer durumlarda 1 değerini almaktadır.
Quinn (1997)	Quinn sermaye hesabı serbestleşme göstergesi 0-4 arasında 0,5 birimlik artışlarla değer almaktadır. Yüksek değerler, düşük finansal düzenleme yoğunluğunu göstermektedir. IMF AREAER temelinde oluşturulmuştur. 4 değeri sermaye hesabında tam serbestleşme sağlayan ekonomiyi göstermektedir.
Quinn Finansal Bütünleşme Göstergesi	IMF AREAER temelinde 0-14 arasında 0,5 birimlik artışlarla değer almaktadır. Finansal bütünleşmenin kapsamını gösteren bir endekstir. AREAER'de rapor edilen dış hesaplar üzerindeki kısıtlamaların 4 kategorisini ele almaktadır.
Pay (Share)	Sermaye hesabı işlemleri üzerinde kısıtlamaların olmadığı yılların, toplam örneklem yıl sayısı içindeki oranını göstermektedir. 1 ve 0 arasında değer almaktadır. IMF AREAER temelinde oluşturulmuştur.
Chinn-Ito (KAOPEN)	AREAER'de rapor edilen 4 temel kategori temelinde sermaye hesabındaki serbestleşmenin kapsamını göstermektedir.
Miktar-Temelli Göstergeler	Gerçekleşen sermaye akımları temelinde oluşturulmuş finansal bütünleşme göstergeleridir. Doğrudan yabancı yatırımlar, portföy hisse senetleri ve borç yükümlülükleri-varlıkları gibi çeşitli sermaye akımlarından oluşmaktadır. Birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun GSYİH içindeki payı en çok kullanılan göstergelerden biridir.
Hisse Senedi Piyasasındaki Serbestleşme Göstergeleri	
Resmi Serbestleşme Tarihleri Göstergesi	Yabancı yatırımcıların resmi olarak yurt içi hisse senedi piyasalarında yatırım yapmasına olanak sağlayan resmi düzenleyici değişim tarihlerine karşılık gelmektedir. Bekaert ve Harvey (2002) tarafından oluşturulan ve daha sonra yazarlar tarafından geliştirilen "Gelişmekte olan ülkelerde önemli finansal, ekonomik ve politik olayların kronolojisi" veri tabanına dayanmaktadır. Değer resmi serbestleşme tarihinden sonra 1, diğer durumda 0 değerini almaktadır.
Hisse Senedi Piyasası Yoğunluk Göstergesi	Bekaert (1995) ve Edison ve Warnock (2003)'u takiben International Financial Corporation yatırım yapılabilirlik endeksi temelinde, yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasındaki kapitalizasyon oranlarını kullanmaktadır. 1 değeri tam serbestleşmenin olduğunu, tüm hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar için mevcut olduğunu göstermektedir. 0 değeri ise yabancı yatırımcılara hisselerin tamamen yasaklandığı ülkeleri göstermektedir.
Bankacılık Piyasasındaki Serbestleşme Göstergeleri	
Kaminsky ve Schmukler (2003)	(i)Yurt içi finansal piyasalar, (ii) sermaye hesabı işlemleri, (iii) hisse senedi piyasalarındaki düzenleyici kısıtlamaları göz önüne alan finansal serbestleşmenin kronolojisidir. Serbestleşme derecesi üçe ayrılmaktadır: baskı altındaki, kısmi serbest ve tam serbest.
Demirguc-Kunt ve Detrageicha (1998)	Yurt içi faiz oranlarındaki serbestleşme tarihleri kullanılmaktadır.
Çok Boyutlu Göstergeler	
Abiad vd. (2010)	Finansal piyasa politikalarına ilişkin 7 farklı boyutu ele almaktadır: kredi kontrolü, faiz oranı kontrolü, giriş engelleri, hisse senedi piyasası politikaları, finansal kurumların özelleştirilmesi, uluslararası finansal işlemler üzerindeki kısıtlamalar ve banka düzenlemeleri.

Kaynak: Bumann vd., 2013, s.259; Bekaert vd., 2011

Literatürde miktar-temelli finansal bütünleşme göstergesi olarak, IMF ödemeler dengesi istatistiklerine dayalı olarak brüt akımlar (ülkeye giren ve ülkeden çıkan sermaye akımlarının toplamı) ya da net akımlar (ülkeye giren ve ülkeden çıkan sermaye akımları arasındaki fark) kullanılabilmektedir. Sermaye akımlarının GSYİH içindeki artan payı, daha yüksek uluslararası finansal bütünleşme seviyesini göstermektedir. Bu göstergeler geniş ülke seti için bulunmakta ve kural-temelli sermaye kısıtlamaları gibi sübjektif değerlere dayanmamaktadır. Ancak brüt veya net akımlar temelli göstergeler daha oynak bir özelliğe sahip olduğu için, çalışmalarda genellikle Lane ve Milesi-Ferretti (2001; 2007) tarafından geliştirilen veri setine dayalı olarak, birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun gayrisafi yurt içi hasılaya oranı kullanılmaktadır (Edison vd., 2002, s.750; Lane ve Milesi-Ferretti, 2001; 2007; Kose vd., 2010).

Lane ve Milesi-Ferretti (2007), 1970-2004 dönemi için 145 ülke artı Euro Bölgesi'ne ait birikimli sermaye akımları stokuna ait veri tabanı sunmuşlardır. Veri tabanında, doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi, portföy borç senetleri, borç akımları içinde yer alan diğer yatırım, finansal türevler varlıkları ve yükümlülükleri ile rezervler (rezervler eksi altın stoku) yer almaktadır. Çalışma her yıl revize edilmekte ve şu dönem itibariyle, 1970-2011 dönemine ait 178 ülke artı Euro Bölgesi'ne ait veri seti sağlanmaktadır.

Quinn vd. (2013)'ne göre kural-temelli ve miktar-temelli finansal bütünleşme göstergeleri finansal bütünleşmeyi farklı yönlerden ele almaktadırlar. Kural-temelli göstergeler, yasal kontrollerin pratikte nasıl uygulandığını yansıtamamaktadır. Ancak ülkeler arasındaki sermaye kontrol rejimlerindeki önemli farklılıkları yansıtmaktadırlar. Ülkenin gerçek finansal bütünleşme derecesini ise yansıtamamaktadırlar[4].

Miktar-temelli göstergeler ise birçok politik ve ekonomik faktörünün etkisini yansıtmaktadır. Bu etkiler kural-temelli finansal bütünleşme ile temsil edilen sermaye hesabındaki serbestleşmeyi de içermektedir. Aslında miktar-temelli finansal bütünleşme göstergesi bir nihai değişken iken, kural-temelli finansal bütünleşme göstergesi ise davranış değişken olarak görülebilmektedir. Bu nedenle kural-temelli ve miktar-temelli finansal bütünleşme göstergeleri finansal bütünleşmenin farklı yönlerini yansıtmaktadır (Quinn vd. 2013).

[4] Kural-temelli finansal bütünleşme göstergeleri, ülkenin sermaye akımlarına ilişkin resmi politikasını yansıtmakta ve sermaye kontrollerinin mevcudiyeti temelinde oluşturulmaktadır. Bazı çalışmalarsa gerçekleşen sermaye akımları temelindeki verileri kullanmaktadır. Miktar-temelli finansal bütünleşme göstergeleri, bütünleşme hacmini göstermektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde, bu iki gösterge arasındaki korelasyon düşüktür. Kural-temelli göstergeler daha kısıtlı bilgiye sahiptir ve yorumlanması güçtür. Ancak miktar-temelli göstergeler büyüme regresyonunda içsel olabilmektedir. Bu nedenle nedensel ilişkileri göstermek zorlaşmaktadır (Collins, 2007, s.511).

1.3. Finansal Bütünleşme Sürecindeki Gelişmeler

Sermaye akımlarının gelişimini dört farklı dönemde ele alan Obstfeld ve Taylor (2003), altın standardı dönemi boyunca (1880-1914) sermaye akımlarının önemli artışlar gösterdiğini belirtmektedir. 1914'den önce, sermaye akımları üzerinde herhangi bir engel bulunmamakta ve sermaye akımları eşi benzeri görülmemiş seviyelere ulaşmaktadır. Uluslararası finansal piyasalardaki kırılma I. Dünya Savaşı'yla meydana gelmiştir. 1920'lerde dünya çapındaki tüm politika yapıcılar uluslararası finansal piyasaların yeniden yapılandırılmasını amaçlamışlardır. İngiltere, 1925'de yeniden altın standardına dönmüş ve 1925-1930 yılları arasında sermaye akımlarında artış sağlamıştır. Büyük Buhran'la birlikte dünya ekonomisindeki çöküş, 1930'larda finansal piyasalardaki çöküşü de beraberinde getirmiştir. II. Dünya Savaşı'nın sonunda birçok ülkenin finansal piyasası, yabancı finansal varlık ticaretine kapalı durumdaydı. II. Dünya Savaşı sonrasında ise birçok ülke sermaye akımları üzerindeki engelleri keskin bir şekilde azaltmıştır. Sermaye akımları 1960'larda artmaya başlamış, 1970'lerde Bretton-Woods sisteminin çöküşüyle birlikte artış hızlanmıştır. Obstfeld ve Taylor (2003), günümüzdeki sermaye akımlarının kalkınma finansmanına nispeten risk çeşitlendirmesi sağladığını belirtmektedir (Obstfeld ve Taylor, 2003; Alfaro vd., 2007, s.24; Stulz, 2005, s.1595)[5].

Dünya çapındaki finansal piyasaların bütünleşme derecesi, 1980'lerde ve 1990'larda anlamlı olarak artmıştır. Bu durumun arkasında yatan temel neden, yüksek getiri arayan küresel yatırımcıların ve uluslararası risk çeşitlendirme fırsatlarının artışıdır. Aynı zamanda birçok ülke sermaye akımlarını, sermaye çıkışları üzerindeki kısıtlamaları ve kontrolleri kaldırarak desteklemekte, yurt içi finansal piyasalarını yeniden düzenlemekte, doğrudan yabancı yatırım kısıtlarını serbestleştirmekte ve yatırımcı algılarını piyasa-odaklı reformlara girişerek ilerletmektedirler. Aslında Doğu Asya, Latin Amerika ve Doğu Avrupa'daki birçok gelişmekte olan ülke ve geçiş ekonomileri eş anlı olarak yurt içi finansal piyasaların işlemleri üzerindeki düzenlemeleri gevşetmişler ve finansal sistem üzerinde baskı yaratan politikalardan vazgeçmişlerdir (Agenor, 2003, s.1089). Dünya sermaye piyasalarının bütünleşme seviyesindeki artışa, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarındaki artış eşlik etmiştir. Bu sermaye akışına küresel konjonktürel faktörler de (1990'ların başında gelişmiş ülkelerdeki kısa dönemli faiz oranlarındaki düşüş gibi) katkıda bulunmuştur. Dell'Ariccia vd. (2008) de bu duruma dikkat çekerek, son yıllardaki finansal bütünleşme

[5] II. Dünya Savaşı'ndan sonraki dönem, birçok ülkelerin sınır ötesi finansal sermaye ticaretini serbestleştirdiği uluslararası finansal serbestleşme eğilimiyle nitelendirilmektedir. Bretton-Woods döneminde ülkelerin sabit döviz kuru rejimine sahip olması, uluslararası sermaye kontrollerine olanak sağlamaktaydı. Bu dönemde ülkeler, faiz oranları düzenlemesinde bağımsızlığını uzun süre korumuştur (Obtsfeld, 2004, s.38).

düzeyindeki artış sürecinin, dünya genelindeki olumlu finansal koşullar ve likidite tarafından desteklendiğini ileri sürmektedir. Finansal bütünleşme düzeyindeki en düşük artışlar, düşük gelir düzeyine sahip ülkeler tarafından gerçekleştirilmiştir. Ülke grupları arasındaki bu farklı eğilim, ülkelerdeki sermaye kontrol rejimlerinin, kurumsal kalite ve yurt içi finansal gelişme seviyelerinin farklı olmasını içeren kalıcı faktörlerden kaynaklanmaktadır (Dell'Ariccia vd., 2008)[6].

Son yıllardaki küresel ekonomideki en belirgin gelişmelerden birisi, uluslararası finansal bütünleşme seviyesindeki dramatik artışlardır. Ülkeler yabancı varlık biriktirmekte, varlıklarının ve yükümlülüklerinin kompozisyonunda büyük kaymalar olmakta ve bu duruma ülke ekonomilerinin risk profillerindeki değişimler eşlik etmektedir. Birçok krize ve 2001-2002 yıllarında yaşanan küresel hisse senedi piyasalarındaki keskin değer düşüşlerine rağmen finansal bütünleşme seviyesinde büyük artışlar meydana gelmiştir. En büyük yükseliş eğilimi, yüksek gelir grubundaki ülkelerde olurken, bunu yükselen piyasa ekonomileri takip etmiştir (Kose vd., 2009a; Lane ve Milesi-Ferretti, 2007; Obstfeld, 2008)[7].

Finansal bütünleşme seviyesi, gelişmiş ülkelerde diğer ülke gruplarına nispeten çok daha yüksektir. Ayrıca ödemeler bilançosunun kompozisyonundaki farklılıklar ülke grupları arasında önemlidir. Özellikle gelişmiş ülkelerde dış finansman kaynağı olarak borçlanmadaki artış dikkat çekerken, yükselen piyasa ekonomilerinin dış yükümlülüklerinde portföy hisse senedi yatırımları ve rezervler önemli oranda artmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki en büyük artış hisse senedi stoklarının payında meydana gelmiştir. Yükselen piyasa ekonomilerinde ve diğer birçok gelişmekte olan ülkede, borç finansmanından doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yatırımlarına doğru anlamlı bir kayma bulunmaktadır[8]. Yükselen piyasa ekonomilerinde doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yatırımları toplamının, brüt varlıklar ve yükümlülükler stoku içindeki payı 1980-1984 döneminde % 13 iken, 2000-2004 döneminde % 37'ye çıkmıştır. Ancak borç stokları, yükselen piyasa ekonomileri ve diğer gelişmekte olan ülkelerde, brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun yüzde ellisine yakınını

[6] Finansal bütünleşme, ülkelerin birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun GSYİH'ya oranı ile temsil edilmektedir.

[7] Lane ve Milesi-Ferretti (2007)'nin finansal bütünleşme göstergesi, ülkelerin birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir. Dünya genelinde 1970'de % 4,5 olan oran, 2004'te % 300'lere çıkmıştır. 1970 ve 1980'lerde yavaş ve dereceli olarak artan oran, 1990'ların ortalarından sonra hızlı bir şekilde artmıştır (1998'de % 200, 2004'te % 300).

[8] Alfaro vd. (2004)'ne göre gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının kompozisyonundaki bu değişiklik, özellikle 1980'lerdeki borç krizinin ve yakın zamandaki yükselen piyasalardaki çalkantıların ardından, gelişmekte olan ülkelerdeki politika yapıcıların politikalarına uyumlu şekilde olmuştur. Doğrudan yabancı yatırımları arttırma amacının altında, verimlilik artışı, teknoloji transferi, yurt içi piyasaların yeni süreçler, yönetimsel tecrübe ve bilgi ile tanışması, işçi eğitimi, uluslararası üretim ağları ve piyasalara erişim sağlaması gibi pozitif etkilerine ilişkin politika tercihleri yatmaktadır.

oluşturmaktadır (Tablo 1.2). Tablo 1.2'ye göre tüm ülkelerdeki borç stoklarının payı, 1980-1984 dönemindeki % 75 düzeyinden, 2000-2004 döneminde % 59'a düşmüştür (Kose vd., 2009a; Lane ve Milesi-Ferretti, 2007; Obstfeld, 2008).

Tablo 1.2. Uluslararası Finansal Bütünleşmenin Gelişimi

Brüt Varlıklar ve Yükümlülükler Stoku	**1980-84**	**1985-89**	**1990-94**	**1995-99**	**2000-04**
Tüm Ülkeler (Milyar Dolar)	7,124	14,957	26,411	46,638	76,133
Doğrudan Yabancı Yatırımların Payı (%)	15.6	16.6	17.9	20.9	21.8
Portföy Hisse Senedi Yatırımlarının Payı (%)	4.9	7.5	9.5	15.7	15.9
Borçların Payı (%)	75.1	72.5	69.4	60.0	58.7
Diğer (%)	4.4	3.4	3.3	3.3	3.6
Gelişmiş Ülkeler (Milyar Dolar)	6,100	13,492	23,969	42,052	69,432
Doğrudan Yabancı Yatırımların Payı (%)	16.1	16.9	17.9	20.7	21.4
Portföy Hisse Senedi Yatırımlarının Payı (%)	5.5	8.1	9.9	16.5	16.5
Borçların Payı (%)	74.8	72.0	69.7	60.5	59.8
Diğer (%)	3.6	3.0	2.5	2.3	2.3
Yükselen Piyasa Ekonomileri (Milyar Dolar)	859	1,259	2,167	4,236	6,221
Doğrudan Yabancı Yatırımların Payı (%)	12.0	13.3	17.6	23.2	26.6
Portföy Hisse Senedi Yatırımlarının Payı (%)	1.3	2.1	6.1	9.4	10.6
Borçların Payı (%)	77.9	76.6	64.6	54.4	46.6
Diğer (%)	8.8	8.0	11.7	13.0	16.2
Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler (Milyar Dolar)	165	207	276	351	480
Doğrudan Yabancı Yatırımların Payı (%)	16.0	14.0	14.4	18.7	22.7
Portföy Hisse Senedi Yatırımlarının Payı (%)	0.2	0.3	0.3	0.6	1.0
Borçların Payı (%)	73.8	79.9	78.5	71.3	58.3
Diğer (%)	10.0	5.7	6.8	9.4	18.0
Brüt Sermaye Girişleri	**1980-84**	**1985-89**	**1990-94**	**1995-99**	**2000-04**
Tüm Ülkeler (Milyar Dolar)	397	803	1,209	2,453	3,564
Doğrudan Yabancı Yatırımların Payı (%)	12.9	15.8	15.6	21.7	19.6
Portföy Hisse Senedi Yatırımlarının Payı (%)	3.9	7.7	9.4	12.2	12.0
Borçların Payı (%)	83.2	76.5	75.0	66.1	68.4
Gelişmiş Ülkeler (Milyar Dolar)	325	739	1,008	2,112	3,260
Doğrudan Yabancı Yatırımların Payı (%)	12.3	14.9	13.9	18.6	16.9
Portföy Hisse Senedi Yatırımlarının Payı (%)	4.4	8.1	9.0	12.5	12.1
Borçların Payı (%)	83.3	77.0	77.2	68.9	71.0
Yükselen Piyasa Ekonomileri (Milyar Dolar)	66	60	194	328	288
Doğrudan Yabancı Yatırımların Payı (%)	15.5	27.3	24.4	40.7	48.6
Portföy Hisse Senedi Yatırımlarının Payı (%)	1.5	3.4	11.7	11.0	12.1
Borçların Payı (%)	83.0	69.3	63.9	48.2	39.3
Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler (Milyar Dolar)	6	4	7	13	16
Doğrudan Yabancı Yatırımların Payı (%)	15.1	17.2	27.7	40.9	44.2
Portföy Hisse Senedi Yatırımlarının Payı (%)	1.1	0.6	0.5	0.5	0.4
Borçların Payı (%)	83.8	82.2	71.8	58.6	55.4

Kaynak: Kose vd., 2009a.

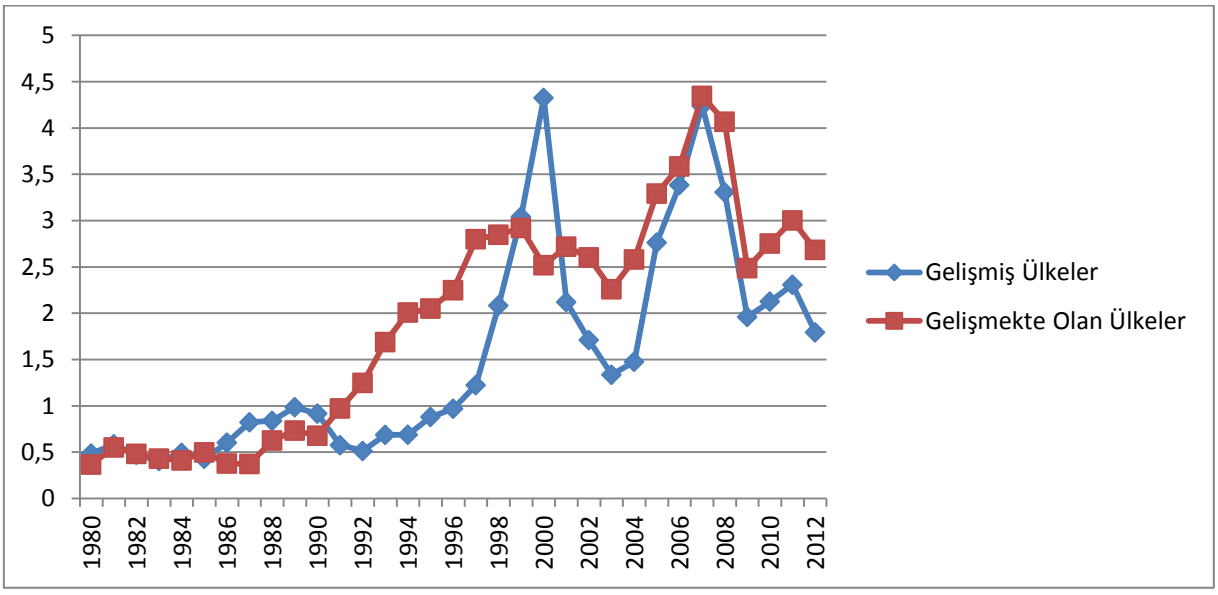
Uluslararası varlıklar ve yükümlülükler stoku 2008 yılına kadar hızlı bir artış eğilimi gösterirken, 2008 yılındaki krizle birlikte daralma göstermiş ve 2008 yılı sonrası sınırlı artışlar yaşanmıştır (Tablo 1.3).

Tablo 1.3. Küresel Uluslararası Yatırım Pozisyonu

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Varlıklar (Milyar Dolar)							
Dünya	65,343	82,976	104,761	102,202	106,310	116,086	122,232
Gelişmiş Ülkeler	58,788	74,359	93,405	90,302	92,563	100,343	104,770
Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler	6,555	8,617	11,357	11,900	13,747	15,743	17,462
Yükümlülükler (Milyar Dolar)							
Dünya	66,537	83,977	105,570	102,407	105,919	115,673	121,750
Gelişmiş Ülkeler	59,446	75,203	94,105	91,554	92,405	99,744	105,017
Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler	7,091	8,774	11,465	10,853	13,515	15,930	16,733

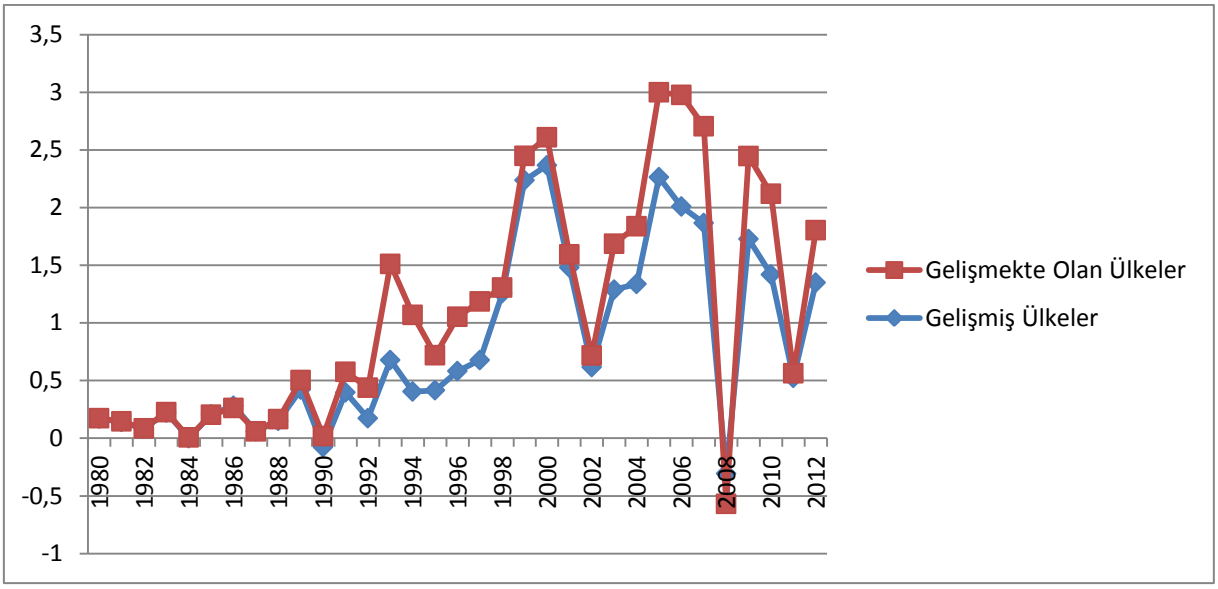
Kaynak: IMF Balance of Payment Statistics Annual Report 2012

1980-2012 döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırım akımlarının GSYİH içindeki paylarına bakıldığında, gelişmekte olan ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırım akımlarının GSYİH içindeki payı 2008 finansal krizine kadar artarken, finansal krizle birlikte eğilim tersine dönmüş ve büyük düşüşler göstermiştir. Gelişmiş ülkelerdeki düşüş ise gelişmekte olan ülkelerden daha yüksek olmuştur. Şekil 1.1'de doğrudan yabancı yatırım akımlarının oynaklığının kriz dönemleri hariç çok yüksek olmadığı görülmektedir.



Şekil 1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (1980-2012) (% GSYİH)
Kaynak: World Bank World Development Indicators

Ancak portföy hisse senedi yatırımları, 1980-2012 döneminde konjonktüre bağlı olarak hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde inişler ve çıkışlar yaşamıştır. Bu durum portföy hisse senedi yatırımlarının oynaklığını çarpıcı bir şekilde ortaya koymaktadır. Portföy hisse senedi yatırımlarındaki en keskin düşüş 2008 finansal kriziyle birlikte gerçekleşmiştir. 2008 krizi öncesinde portföy hisse senedi yatırımları en yüksek değerine çıkarken, krizle birlikte hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde portföy hisse senedi yatırımları anlamlı düşüşler kaydetmiştir (Şekil 1.2). Bu durum krizler sürecinde portföy akımlarının tersine dönmesini göstermesi açısından önemlidir.



Şekil 1.2. Portföy Hisse Senedi Yatırımları (1980-2012) (% GSYİH)
Kaynak: World Bank World Development Indicators

1.4. Finansal Bütünleşmeye İlişkin Kuramsal Yaklaşımlar

Finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye ve makroekonomik istikrara etkisi son yılların en yoğun tartışılan konularından birisidir. Literatürde finansal bütünleşmeyi destekleyen ve eleştiren farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Neo-klasik yaklaşım temelinde serbestleşme politikalarını destekleyen geleneksel görüş, finansal bütünleşmenin tüm risklerine rağmen faydalı olduğunu ileri sürmektedir. Finansal bütünleşmeyi istikrarsızlaştırıcı olarak gören ve sermaye kontrolleri uygulamalarını destekleyen eleştirel görüşler ise Keynesyen ve Neo-yapısalcı yaklaşımları içermektedir. Bir sonraki bölümde, akademik literatüre ve politika yapıcılara yön vermeleri sebebiyle değişik yaklaşımları savunan her bir iktisatçının görüşleri ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

1.4.1. Finansal Bütünleşmeyi Destekleyen Yaklaşımlar

Finansal bütünleşmeyi savunan ekonomistler (Dornbusch, 1998; Fischer, 1998; Summers, 2000; Rogoff, 2002; Obstfeld, 2004; 2008; Mishkin, 2006; 2009a), finansal bütünleşmenin uluslararası finans kaynaklarına erişim ve küresel risk paylaşımı kanalıyla ülkelerdeki ekonomik büyümeyi ve makroekonomik istikrarı anlamlı olarak arttırdığını iddia etmektedir.

Dornbusch (1998), 1994 Meksika ve 1997 Güneydoğu Asya krizlerinin sermaye piyasalarındaki serbestleşme konusunu tekrar gündeme taşıdığını, ancak sermaye kontrolleri düşüncesinin geçmişte kaldığını, sermaye hareketleri üzerinde kısıtların olmaması gerektiğini ifade etmektedir. Dornbush (1998), korumacılığın kaynak israfına neden olduğunu, dolayısıyla dış ticaret ve sermaye akımlarındaki serbestleşmenin aynı anda yapılabileceğini önermektedir. Dornbusch (1998), ülkelerin keyfi politikalarından vazgeçerek, güçlü makroekonomik politikaların desteğinde sermaye piyasalarının yardımıyla sermaye hareketlerinin faydalarından yararlanmaya başlaması gerektiğini belirtmektedir[9].

Dornbusch (1998), Güneydoğu Asya krizinde sermaye hesabındaki serbestleşmenin, sadece ahlaki risk problemi olan, kredi portföyü uygun olmayan bankaların iflaslarına yol açtığını ileri sürmektedir. Dornbusch (1998)'a göre, Asya Krizinde eş-dost kapitalizmi, genelleşen yolsuzluk ve kur politikaları önemli rol oynamaktadır. Dornbusch (1998), sermaye akımlarının kontrollerine ilişkin politikaların etkin bir şekilde uygulanmasının zor olduğunu belirtmektedir. Finansal sisteminin etkin işlediği ve düzenlendiği bir finansal yapı olmadıkça finansal bütünleşmenin faydalarından yararlanılamayacağını, sermaye hareketlerindeki artışın ülkelere finansal sistemlerini etkin yönetme ve düzenleme yönünde ekonomik politikalara disiplin yükleyerek fayda sağladığını belirtmektedir.

Fischer (1998), sermaye hareketlerinin dereceli olarak serbestleşmesini savunurken, sermaye akımlarına açılmanın yarattığı potansiyel risklerin olduğunu, ancak bu risklerin potansiyel faydalar tarafından baskılandığını iddia etmektedir. Ayrıca Fischer (2003), sermaye hesabındaki serbestleşmenin faydalarının, aynı ticari serbestleşmenin faydalarına ilişkin kanıtlarda olduğu gibi zaman içinde artacağını belirtmektedir (Fisher, 1998; Fischer, 2003, s.14; Rodrik ve Subramarian, 2009, s.113-114). Fischer (1998, s.2) Asya krizinde sermaye hesabındaki serbestleşmenin hızının ve zamanlamasının yanlış olduğuna ilişkin görüşlere karşı çıkarak;

[9] 1990'ların başında IMF ve ABD Hazinesi tarafından sermaye hesabının erken ve hızlı bir şekilde serbestleştirilmesi gerektiği görüşü ön plana çıkmıştır. IMF görevlilerinden Manuel Guitan, cari işlemler ve sermaye hesaplarının eş anlı olarak serbestleştirilmesinin önünde herhangi bir engel olmadığını, asıl önemli olan konunun sermaye hesabındaki serbestleşmedeki hızın ve kararlılığın desteklenmesi olduğunu öne sürmüştür (Edwards, 2009, s.135).

(i) Serbestleşmenin potansiyel faydalarının maliyetlerini aştığını,

(ii) Ülkelerin politikalarını, kurumlarını ve özellikle finansal sistemlerini sermaye hesabındaki serbestleşmeye uygun hale getirmeleri gerektiğini,

(iii) Sermaye akımlarının risklerini azaltan ve serbestleşmenin kademeli olarak yapıldığı IMF'nin anlaşma hükümlerinin uluslararası toplum için en iyi yol olduğunu ileri sürmektedir[10].

Fischer (1998)'e göre sermaye hesabındaki serbestleşme kalkınma yolunda kaçınılmaz bir adımdır. Serbestleşmenin potansiyel faydaları, maliyetlerini aşmaktadır. Sermaye hareketlerinde serbestleşme, tasarrufların etkin küresel tahsisini kolaylaştırmakta, tasarrufların en verimli kullanıldığı alana kaynakları aktararak ekonomik büyüme ve refah artışına neden olmaktadır. Sermaye hesabındaki serbestleşme, ekonomik politikalara disiplin yükleyerek güçlü politika uygulamalarını ödüllendirirken, zayıf politika uygulamalarını cezalandırmaktadır. Serbestleşme, kamunun ve hanehalklarının daha uygun koşullarda borç alıp vermesini, yeni finansal araç ve tekniklerin girişiyle beraber finansal sistemin daha etkin hale gelmesini, tasarrufların ve yatırımların daha etkin tahsis edilmesini sağlamaktadır. Fisher (1998), ülkelerin serbestleşmenin faydalarından yararlanabilmesi için, ülkedeki politika yapıcıların sermaye akımlarının ani durmasına ve tersine dönüşüne katkıda bulunacak politikalardan kaçınmasını, güçlü makroekonomik politikaların uygulanmasını, yurt içi finansal sistemlerinin güçlendirilmesini, serbestleşmenin aşamalarına uygun davranılmasını ve piyasalara bilgi sağlanılmasını önermektedir. Güçlü makroekonomik politikalar, enflasyon seviyesini ve bütçe açığını düşük tutarak, cari işlemler açığını sürdürülebilir kılarak ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır (Fisher, 1998).

Dünya ekonomisinin geleceğinin küresel bütünleşme sürecinin çalışmasına bağlı olduğunu belirten Summers (2000), finansal bütünleşmeyi küresel bütünleşmenin temeline koymaktadır. Summers (2000), finansal bütünleşmenin faydalarından yararlanabilmek için etkin işleyen finansal sistemlerin gerekli olduğunu belirtmektedir. Uluslararası finansal bütünleşme, finansal aracılıktaki gelişmeyi desteklediği sürece (tasarrufların düşük getirili yatırımlardan yüksek getirili yatırımlara kayması, risk paylaşımında artış ve sermayenin küresel çapta etkin tahsisinin sağlanması gibi), finansal bütünleşme ekonomik etkinlikte

[10] IMF'nin 2000'li yıllarda geliştirdiği finansal bütünleşme yaklaşımına göre, ülkeler ilk önce ülke içine giren doğrudan yabancı yatırım akımlarını serbestleştirmelidir. Sonrasında kısa vadeli ve borç şeklindeki akımlara açılmadan önce, ülke dışına doğrudan yabancı yatırım ve hisse senedi akımları gibi borç yaratmayan uzun dönemli sermaye akımları serbestleştirilmelidirler. Bu süreçte ülkeler, tamamlayıcı yapısal reformları uygulamalıdır. Finansal bütünleşme ile ilişkili eşik koşullarını sağlamamış ülkelerdeki politika yapıcıların odak noktası bu ekonomik koşulların iyileştirilmesi olmalıdır. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırım akımlarına açılma nispeten zayıf temellere sahip ülkelerde bile ilk dönemlerde faydalı olabilmektedir. Diğer finansal akım türlerindeki serbestleşme, ülkeler eşik koşullarını sağlayıncaya kadar ertelenmelidir (Dell'Ariccia vd., 2008, s.8).

anlamlı artışlara neden olabilmektedir. Finansal bütünleşme, aynı mal ticaretinde olduğu gibi varlık ticaretinde de risk paylaşımı yoluyla fayda sağlayabilmektedir (Summers, 2000, s.2-3).

Bhagwati (1998)'nin yalnızca uzun dönemli doğrudan yatırımların faydalı olduğu görüşüne karşı çıkan Summers (2000), finansal akımların uygun koşullarda önemli faydalar sağladığını ifade etmektedir. Sermaye akımları, mal ticaretinin ve ilişkili finansal işlemlerin finansmanını, bankalararası piyasanın likidite ve yerli firmaların sermaye ihtiyacını sağlamaktadır. Ayrıca yabancı firmaların ve finansal kurumların varlığı yurt içi piyasalardaki rekabet düzeyini arttırarak etkinliğe katkıda bulunmaktadır (Summers, 2000, s.3). Summers (2000), iyi (doğrudan yabancı yatırımlar) ve kötü (finansal yatırımlar) sermaye akımları ayrımı yapmayı, uluslararası ticarette iyi ve kötü ithal mal ve hizmet ayrımı yapmaya benzetmekte ve bu ayrımı zarar verici bulmaktadır.

Summers (2000), her finansal krizin farklı olduğunu ve kendine özgü nedenler barındırdığını ifade etmektedir (Summers, 2000, s.3-4). Summers (2000)'a göre krizlerde temel rol, yurt içi temel makroekonomik göstergelerdeki zayıflıklardır. Bu zayıflıklar krizleri beraberinde getirmektedir. Summers (2000), krizlerde ortak bazı faktörlere dikkat çekmekte ve krizden korunmak için yapılması gerekenleri belirtmektedir. Krizlerde finansal sektördeki özellikle bankacılık sektöründeki zayıflıklar önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle güçlü yurt içi finansal sistemin sürdürülmesi gerekmektedir. Krizlerde genellikle kısa dönemli yükümlülüklerin rolü sorgulanmaktadır. Aslında bankaların sermaye yeterlilik oranının yüksek, banka ve şirket yönetimlerinin etkin, icra-iflas ve sözleşme uygulamalarının güçlü olduğu sağlam bir finansal sistemin varlığında borç sürdürülebilirdir. Ancak bunların yokluğunda, çok küçük bir borç dahi problem olabilmektedir. Summers (2000) krizlerde sabit kur rejiminin, enflasyonist para politikalarının, bütçe açıkları ve cari işlemler açığı şeklindeki makroekonomik temellerin ve ödemeler dengesindeki kamu ve özel sektörün kısa dönemli borç yükümlülüklerinin artışlarını içeren zayıflıkların önemini vurgulamaktadır. Summers (2000), sabit kur rejimi yerine para politikalarında bağımsızlık sağlayan esnek ya da yönetimli sabit kur rejiminin riskleri azaltabileceğini belirtmektedir. Ayrıca ülkelerin parasal ve mali politikalardaki kırılganlıklarının asgarileştirilmesinin risklerin azaltılmasındaki önemine dikkat çekmektedir (Summers, 2000, s.3-9).

Rogoff (2002) ise, Asya Krizinin ardından sermaye hesabındaki serbestleşmeye ilişkin daha derleyici yaklaşımlar geliştirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Rogoff (2002), finansal sistemleri zayıf ve makroekonomik yapıları uygun olmayan ülkelerin kısa dönemli borç akımlarına hızlı açılmasına karşı IMF uyarılarının yeteri kadar güçlü olmadığını

belirtmektedir. Rogoff (2002)'a göre sermaye kontrolleri yolsuzluğu beslemekte ve makroekonomik disiplinde bozulmalara neden olmaktadır. Rogoff (2002), doğrudan yabancı yatırımların yönetimsel deneyim ve teknoloji transferini beraberinde getirdiğini ve en kararlı sermaye akımı olduğunu, bu nedenle doğrudan yabancı yatırım akımlarına kontrollerin uygulanmaması gerektiğini belirtmektedir. Ayrıca bireylere risk paylaşımı sağlayan hisse senedi yatırımları üzerinde de kontrol olmaması gerektiğini savunmaktadır. Borç akımlarının, doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi akımlarının aksine arzulanmayan olumsuz etkileri bulunmaktadır. Ancak Rogoff (2002), tüm kısa dönemli sermaye akımlarının olumsuz etkilere sahip olduğu algısının yanlış olduğunu, Tobin vergisinin etkinliğindeki zayıflığın, tüm kısa dönemli akımlara aynı uygulamanın yapılmış olmasından kaynaklandığını belirtmektedir. Rogoff (2002)'a göre ticaretin can damarı olan ticaret kredileri de kısa dönemli sermaye akımlarından biridir (Rogoff, 2002, s.55-56).

Obtsfeld (2004), gelişmekte olan ülkelerde finansal bütünleşme düzeyindeki artışın yüksek kişi başına gelir, artan uzun dönem büyüme, düşük çıktı ve tüketim oynaklığıyla nitelendirildiğini ifade etmektedir. Obstfeld (2004)'e göre bu nitelikler, finansal bütünleşmenin etkilerinden çok muhtemel nedenleridir. Obtsfeld (2004), finansal bütünleşmenin ölçülebilir getirilerinin gelişmiş ülkelere kıyasla gelişmekte olan ülke ekonomilerinde daha düşük olduğunu, etkilerin yakın geçmişteki krizler tarafından gölgelendiğini ileri sürmektedir. Obstfeld (2004), güçlü kurumlara sahip ve tamamlayıcı politika reformları uygulayan ülkelerin finansal bütünleşmenin olumlu büyüme etkilerinden yararlanabileceğini iddia etmektedir. Obstfeld (2004), sermaye hesabındaki kısıtlamaları sürdürmenin yanlış olduğunu, finansal bütünleşmenin ekonomik başarısının üstün kurumsal altyapıya bağlı olduğunu ileri sürmektedir (Obstfeld, 2004, s.41).

Mishkin (2009a)'e göre finansal bütünleşme, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümenin arttırılmasında ve yoksulluğun azaltılmasında önemli bir faktördür. Mishkin (2006; 2009a, s.139-49) finansal bütünleşmenin potansiyel getirilerinin çok fazla olduğunu, ancak ülkelerin tamamlayıcı reformlarla süreci desteklemedikçe bu faydalardan yararlanamayacağını belirtmektedir. Mishkin (2009a)'e göre güçlü bir finansal sistem ekonomik büyümenin olmazsa olmazıdır. Mishkin (2009a) yaşanan tüm krizlere rağmen finansal bütünleşme sürecinin geciktirilmemesi gerektiğini, ancak gerekli tamamlayıcı reformların uygulanması gerektiğini vurgulamaktadır (Mishkin, 2006; 2009a).

Finansal bütünleşmeyi savunan geleneksel yaklaşım, finansal bütünleşmenin uluslararası finans kaynaklarına erişim ve küresel risk paylaşımı kanalıyla ülkelerdeki ekonomik

büyümeyi ve makroekonomik istikrarı anlamlı olarak arttırdığını iddia etmektedir. Geleneksel yaklaşım, yaşanan tüm krizlere rağmen finansal bütünleşmenin geciktirilmemesi gerektiğini, ancak yapısal ve kurumsal reformlarla bu sürecin desteklenmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Gelenekesel yaklaşımın aksine, finansal bütünleşmeyi eleştiren özellikle Keynesyen yaklaşımlar finansal bütünleşmenin kriz riskini ve makroekonomik istikrarsızlığı arttırdığını ileri sürmektedir. Takip eden alt bölümde, finansal bütünleşmeye dair temel eleştiriler detaylı olarak incelenmektedir.

1.4.2. Finansal Bütünleşmeyi Eleştiren Yaklaşımlar

Finansal bütünleşmeyi eleştiren ekonomistler, (Bhagwati, 1998; Rodrik, 1998; Krugman, 1993; 1998; Stiglitz, 2000; 2004), finansal bütünleşmenin makroekonomik ve finansal istikrarsızlıklar meydana getirdiğini ileri sürerek, sermaye kontrollerini ve sermaye akımlarının kısıtlanmasına yönelik politikaları desteklemektedirler.

Finansal bütünleşmeye yönelik temel eleştiriler Keynesyen (Yeni-keynesyen, Post-keynesyen) yaklaşımları savunan ekonomistler tarafından yapılmıştır.

Bhagwati (1998), sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin kriz yaratmadaki rolünü herkese gösteren Asya krizine kadar birçok kişinin sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin, mal ve hizmetlerdeki serbest ticaret gibi ortak fayda sağlayacağını düşündüğünü ileri sürmektedir. Bu yaklaşıma göre sermaye hareketlerindeki kısıtlamalar, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde ekonomik performansa zarar vermektedir. Ancak Bhagwati (1998)'ye göre Asya ekonomilerini etkileyen yıkıcı krizin en büyük sorumlusu kısa dönemli borç akımlarıdır. Bhagwati (1998), birçok ekonomistin sermaye hareketlerindeki serbestleşmeyi aşırı faydalı gördüğünü, ancak bunu ifade ederken eş anlı olarak kriz riskini arttırdığını ihmal ettiklerini belirtmektedir. Bhagwati (1998), Japonya ve Çin gibi ülkelerin sermaye hesabında serbestleşme deneyimi yaşamadan anlamlı büyüme etkileri sağladığını ifade etmektedir. Bhagwati (1998), serbest ticaretin faydalı olduğunu ancak sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin bu faydaları engellediğini ileri sürmektedir (Bhagwati, 1998, s.7-11).

Krugman (1993), gelişmekte olan ülkelerde uluslararası finansal bütünleşmeyi destekleyici politikaların uzun dönemde ekonomik büyümeyi arttıramayacağını ileri sürmektedir. Krugman (1993)'a göre, finansal bütünleşmenin ekonomik büyümenin temeli olması muhtemel değildir. Sermaye fazlası bulunan gelişmiş ülkelerden, sermaye açığı bulunan gelişmekte olan ülkelere büyük çaplı ve sürekli sermaye akımlarının gerçekleştiğinin uygulamada hiç görülmediğini belirten Krugman (1993), finansal bütünleşmenin sağladığı

sermayeyi ekonomik kalkınma için nispeten önemsiz bulmaktadır. Ayrıca Krugman (1998), Asya krizinin ardından Asya'daki ülkelerin dış istikrarsızlıklardan ve spekülatif baskılardan korunabilmesi için sermaye kontrolleri uygulayabileceğini ileri sürmüştür (Krugman, 1993; 1998; Levine, 2001, s.688).

Bhagwati'ye benzer olarak Rodrik (1998), Asya krizi öncesi bölgede artan sermaye akımlarına ve bu akımların bir anda tersine dönmesine dikkat çekmektedir. Bu ülkelerde kısa dönemli borç yükümlülüklerinin yüksek olmasının krizde oynadığı rolün önemini vurgulamaya çalışmaktadır. Rodrik (1998, s.57), sermaye hesabındaki serbestleşmenin ülkelerin ilacı olamayacağını, hatta mevcut durumu daha olumsuz hale getireceğine dair kanıtların mevcut olduğunu iddia etmektedir. Rodrik (1998)'e göre, uluslararası ticaretten sağlanan faydalar finansal varlık ticaretinden sağlanamayacaktır. Finansal piyasalara özgü piyasa başarısızlıkları nedeniyle ortaya çıkan asimetrik bilginin, piyasalardaki aksaklıkların ve sınırlı rasyonelliğin bu durumu engelleyeceğini ileri sürmektedir (Rodrik, 1998, s.58-59). Rodrik (1998, s.59), sermaye akımlarındaki serbestleşmenin güvenli şekilde çalışması için her dönem değişen durumların ortaya çıkacağını, bunun bu dönemde yurt içi finansal piyasaların güçlendirilmesi ve ihtiyatlı makroekonomik politika uygulamalarının iyileştirilmesi, gelecekte ise belirsiz olduğunu vurgulamaktadır. Rodrik (1998, s.64)'e göre birçok aksaklığa sahip finansal piyasalardaki finansal standartların arttırılması ve güçlü makroekonomik politika uygulamaları, sermaye hareketlerinin risklerini azaltmakta ancak bu riskleri tümüyle ortadan kaldıramamaktadır.

Ülkelerin sermaye kontrollerini kaldırmasını teşvik eden IMF politikalarını eleştiren Stiglitz (2000; 2004), sermaye hesabındaki serbestleşmenin meydana getirdiği krizlere ve finansal istikrarsızlığa dikkat çekmektedir. Stiglitz (2004)'e göre standart Neo-klasik teori, sermaye piyasasındaki serbestleşmenin büyüme için faydalı olduğunu ve tüketimdeki oynaklığı düşürdüğünü önermektedir. Ancak bu modelde, tam bilgi, mükemmel sermaye piyasaları ve tam rekabet varsayımları bulunmaktadır. Stiglitz (2004)'e göre bu tanımlama uluslararası finansal piyasalar için eksik bir tanımlamadır. Stiglitz (2004), sermaye piyasalarındaki aksaklıklar nedeniyle sermaye piyasasındaki serbestleşmenin makroekonomik istikrarsızlıklara öncü olduğunu ve büyüme etkisi yaratmadığını ileri sürmektedir (Stiglitz, 2004, s.59).

Stiglitz (2000), sermaye akımlarındaki serbestlik ve ticaretteki serbestliğin birbirinden farklı kavramlar olduğunu ifade etmektedir. Sermaye akımları, asimetrik bilgi, asil-vekil problemi, ters seçim, ahlaki risk ve piyasa aksaklıklarına konu olmaktadır. Bu problemler mal

ve hizmet ticaretinde de ortaya çıkmakta, ancak finansal piyasaların yapısı nedeniyle finansal sermaye akımlarında bu sorunlar daha önemli olmaktadır. Bu nedenle mal ticaretindeki ve finansal varlık ticaretindeki serbestleşme farklıdır. Ayrıca finansal piyasalar koordinasyon probleminin ortaya çıkmasına eğilimlidir. Kamu otoritesi ve uluslararası yatırımcılar arasında uygun koordinasyonun bulunmaması, çıktı ve istihdam seviyelerinin optimalin altında kalmasına neden olarak dengenin düşük seviyede sağlanmasına yol açmaktadır (Stiglitz, 2000; Arestis ve Singh, 2010, s.233-234).

Stiglitz (2004)'in sermaye piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik iki temel eleştirisi bulunmaktadır. İlk eleştiri, serbestleşmenin sistematik olarak kriz riskini arttırmasıdır. İkinci eleştiri ise hükümetlerin negatif makroekonomik şoklara tepki verebilme kabiliyetlerini azalttığına yöneliktir. Çünkü serbestleşme hükümetlerin faiz oranlarını düşürebilmesini engellemektedir (Stiglitz, 2004, s.59).

Stiglitz (2004), Asya krizinde ülkelerdeki eksik bilgiye dayalı şeffaflığın bulunmamasını krizin temel nedeni olarak gösteren IMF ve ABD Hazine Bakanlığı'nın aksine, krizin risk algısı değişen kredi verenlerin kredilerini yenilmeyi reddetmeleri nedeniyle hızlandığını ileri sürmektedir. Bu durum, Stiglitz tarafından dikkat çekilen eksik ve asimetrik bilgi olarak adlandırılan kredi kısıtlaması problemini yansıtmaktadır (Stiglitz, 2004, s.59-60).

Finansal bütünleşmenin makroekonomik disiplin sağlama fonksiyonu nedeniyle ekonomik büyüme için faydalı olduğunu belirten Stiglitz (2004), disiplinden yoksun bir finansal bütünleşmenin olumsuz etkilerinin de olduğunu ifade etmektedir (Stiglitz, 2004, s.62). Stiglitz (2004), sermaye piyasalarındaki serbestleşmenin makroekonomik istikrarsızlık sürecinde oynadığı rolün Güneydoğu Asya ve Latin Amerika krizlerinden görülebileceğini iddia etmektedir. Ülkeye giren sermaye genellikle tüketimin finansmanını sağlamaktadır. Ülkeden çıkan sermaye ise finansal kurumları zayıflatmakta, iflaslara ve döviz kurunda hızlı değer kayıplarına neden olmakta, döviz türündeki borç yükümlülüklerini arttırmaktadır. Sermaye girişi süresince yerli para değer kazanmakta, bu durum ithalat rekabeti ve ihracatçı sektörler için problem yaratmaktadır. Bazı hükümetler (1990'ların ortalarında Tayland) bu durumu önlemek ve aynı zamanda ekonominin aşırı ısınmasından kaçınmak için, yüksek getirili kamu yatırımlarını azaltmışlar, faiz oranlarını yükseltmişlerdir. Bu durum spekülatif menkul kıymetler yatırımları dışındaki diğer yatırımların azalmasına neden olmuştur. Sermayenin ülke dışına çıkışı süresince, finansal kurumlar harap olmakta ve kredi darlığı ekonomik çöküşlere katkıda bulunmaktadır (Stiglitz, 2000, s.1079-1080; 2004, s.62-63). Sermaye piyasalarındaki serbestleşmenin makroekonomik oynaklıkta artışa neden olmasının önemli bir

nedeni de konjonktüre karşı para politikası kullanımını engellemesinden kaynaklanmaktadır. Güneydoğu Asya krizinde Malezya, ülkelerin tümünün IMF programında bulunan yüksek faiz oranları dayatmasından kaçınmaya çalışmış, ancak bu durum sadece çöküşü şiddetlendirmemiş, aynı zamanda daha fazla iflaslara neden olarak yeniden yapılandırmayı zorlaştırıp daha maliyetli hale getirmiştir (Stiglitz, 2004, s.63).

Stiglitz (2004, s.65), kısa dönemli akımların olumsuz etkileri nedeniyle, kısa dönemli akımları istikrara kavuşturan, kısa dönemli akımların oynaklığını azaltan ve sermaye akımlarının toplam hacmini düşüren aksak dahi olsa müdahalelerin faydalı olabileceğini ileri sürmektedir. Stiglitz (2004)'e göre IMF, ülkelerin sermaye piyasalarını serbestleştirmelerine yönelik baskılarını değiştirmelidir. IMF, bu baskı yerine ülkelerle birlikte çalışarak sermaye akımlarını istikrara kavuşturan ve bu akımların konjonktüre karşı hareket etmesini sağlayan sermaye piyasalarını tasarlamaya çalışmalıdır. Stiglitz'e göre IMF politikaları, daha çok kanıtlara ve daha az ideolojiye dayanmalıdır (Stiglitz, 2004, s.65).

Küresel finansal piyasaların bütünleşmesinin finansal istikrarda artışa neden olacağı varsayılmaktadır. Ancak Stiglitz (2010)'e göre yaşanan küresel finansal kriz, uygun kamu müdahalesinin olmadığı durumda, yüksek getirili işlemlerin sistemik riske neden olacağını göstermiştir. Stiglitz (2010), finansal bütünleşmenin optimal derecesi ve biçimini ortaya koymak için genel bir yapı sağlamaya çalışmaktadır. Stiglitz (2010)'in modeline göre tam serbestleşme ve otarşi (sınır ötesi sermaye akımlarının olmadığı durum) gibi iki zıt rejim arasında seçim yapmaya çalışan politika yapıcılar için üstün tercih, tam serbestleşmeye nispeten otarşidir[11]. Stiglitz (2010), finansal piyasalardaki bütünleşmeyi elektrik enerjisi ağına benzeterek, sıkı şekilde birbirine bağlı finansal piyasalar sisteminde herhangi bir ülkedeki sorunun, bulaşma etkisi kanalıyla tüm sistemi etkileyeceğini, bütünleşmenin olmadığı durumda ise sorunun coğrafi olarak sınırlı kalacağını ileri sürmektedir. Stiglitz (2010)'e göre sermaye kontrolleri, kriz dönemlerinde sistemdeki sorunun tüm küresel sisteme bulaşmasını engellemek için sigorta görevi görmektedir. Sermaye kontrolleri, negatif şokların dünya geneline yayılmasını engellemekte, şokların etkisinin sınırlı kalmasını sağlayan sigorta görevi görerek refahı arttırmaktadır.

Post-keynesyen yaklaşım, Keynes'in esnek döviz kuru ve sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin, tam istihdam ve hızlı ekonomik büyüme hedefleriyle uyumsuz olduğu

[11] Tam serbestleşmeyi modelleyen teorik çalışmalar, ekonomide teknolojinin dış bükey olduğunu varsaymaktadır. Ancak uygulamada teknoloji dış bükey değildir. Bilgi yapıları, öğrenme süreci, araştırma-geliştirme ve dışsallıklar, dış bükey olmamaya örnektir. Teknoloji varsayımının dış bükey olmadığı durumda risk paylaşımı beklenen faydayı azaltmaktadır.

görüşü lehinde analizler yapmakta ve kanıtlar sunmaktadır. Post-keynesyen yaklaşım, geleneksel yaklaşımın şeffaflığın ve daha fazla bilginin mevcut olması durumunda finansal piyasalardaki kriz riskinin azalacağı görüşüne de karşı çıkmaktadır. Post-keynesyen yaklaşıma göre 1990'larda gelişmekte olan ülkelerde genellikle sermaye hesabındaki serbestleşmenin ardından meydana gelen krizler, sermaye hesabındaki serbestleşmenin etkilerinin teoride ve uygulamada farklı olduğunu göstermektedir (Arestis ve Singh, 2010, s.234-235). Post-keynesyen yaklaşım, finansal piyasalardaki belirsizliğin ve bireylerin bu belirsizliğe ilişkin algılarının farklı olmasının krizlerde temel rol oynadığını ileri sürmektedir. Keynesyen ve Post-keynesyen yaklaşımlara göre, finansal piyasalardaki belirsizlik, spekülasyon ve makroekonomik koordinasyon başarısızlıkları finansal bütünleşme sürecini yönlendirmektedir (Arestis ve Singh, 2010, s.234).

Makroekonomik politikaların güçlü olması durumunda sermaye akımlarının faydalarından yararlanabilineceğine ilişkin geleneksel görüşü Wall Street görüşü olarak tanımlayan Agosin (2003), sermaye akımlarının yüksek derecede dışsal olduğunu önermekte, geliştirdiği alternatif paradigmayı Neo-yapısalcı görüş olarak nitelendirmektedir.

Sermaye hesabındaki serbestleşmeyi savunan geleneksel görüş, ekonomide tam rekabetin geçerli olduğunu, fiyatların esnek olduğunu ve klasik dikotomiyi (parasal değişkenlerin reel değişkenler üzerinde etkisi bulunmaması) varsaymaktadır. Ancak Neo-yapısalcı görüş, gelişmekte olan ülkelerde aksak rekabet piyasalarının (özellikle finansal piyasalarda) var olduğunu, dengeye doğru düzeltmenin yavaş ve eksik olduğunu (fiyatların katılığı), parasal değişkenlerin geciktirilmiş reel etkilerinin (özellikle nominal döviz kuru) bulunduğunu ileri sürmektedir (Agosin, 2003). Geleneksel görüş, sermaye akımlarının ekonomi için olumsuz etkiler yaratmayacağını, ekonomide ortaya çıkabilecek makroekonomik istikrarsızlıkların yurt içi politikalardaki zayıflıklardan kaynaklandığını belirtmektedir. Neo-yapısalcı yaklaşım ise, sermaye akımlarının makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini vurgulamaktadır. Neo-yapısalcı görüşe göre sermaye akımları dışsal faktörler tarafından belirlenmektedir. Sermaye akımları, ülkenin yurt içi politikalarına nispeten, küresel portföy yatırımcılarının ve uluslararası bankaların davranışlarındaki değişiklikler gibi birçok dışsal faktörün sonucu olabilmektedir. Küresel faiz oranlarındaki düşüşler ve gelişmiş ülkelerdeki ekonomik durgunluk gibi faktörler sermayenin getirisini düşürmekte, bu durumda yatırımcılar yüksek getiri fırsatları aramaktadır. Asya krizinde sermaye akımları, ülkelerin yurt içi politikalarının kalitesine bağlı olmaksızın büyük çaplı çıkışlar göstermiştir. Geleneksel makroekonomik yaklaşımdaki makroekonomik ihtiyat (dengeli bütçe, döviz kuru ve fiyat istikrarı), gelişmekte olan ülkelerdeki uzun dönemli büyüme için yeterli değildir. Yurt içi finansal piyasaların

büyüklüğüne nispeten çok daha büyük çaplı sermaye akımları, oynak ve istikrarsızlaştırıcıdır. Sermaye akımlarındaki oynaklık, reel döviz kuru ve reel faiz oranı gibi temel makroekonomik parametrelerde yüksek kararsızlığa neden olmaktadır. Bu durum, uzun dönemli ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmakta ve reel ekonomide aşırı oynaklığa öncü olmaktadır. Kısa dönemli sermaye akımlarının yanı sıra, uzun dönemli sermaye akımları da oynaklığa sahiptir. Bu nedenle, uluslararası finansal sistemle bütünleşme yolundaki gelişmekte olan ülkeler bu süreci daha dikkatli ele almalıdır (Agosin, 2003).

Sermaye girişleri genellikle çıktıda, tüketimde ve varlık fiyatlarında sürdürülemez artışlara neden olmaktadır. Sermaye girişleri ilk dönemlerde, dış ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerin tüketiminde artışa yol açabilmektedir. Sermaye girişleri, yatırımlara nispeten tüketimi arttırmakta, ekonomik büyümeye destek olmakta ve işsizliği azaltmaktadır. Sermaye akımları, ülkenin büyüklüğüne ve finansal sistemine nispeten büyük çaplı olmaktadır. Ülkelerdeki mevcut para politikası araçlarıyla sterilizasyonu zor olan büyük çaplı ve oynak sermaye akımları, yurt içi makroekonomik istikrarı bozarak para arzının artmasına, reel döviz kurunun değerlenmesine, borç birikiminin artmasına ve ödemeler dengesinde kalıcı cari işlemler açığına neden olmaktadır. Sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki baskısı sonucu yerli para birimi değerlenmekte ve cari işlemler açığı artmaktadır. Döviz kuru beklentileri ve mali göstergeler konjonktürle beraber hareket etmekte, bütün makroekonomik istikrarsızlık göstergelerini arttırmaktadır. Yatırımcıların cari açığın sürdürülemez olarak düşündükleri noktada ülkeye ilişkin risk algıları değişmekte, sermaye akımları tersine dönmekte, sermaye akımları ülkeyi terk ederek rezervlerin düşmesine ve çıktıda kalıcı düşüşlere yol açmaktadır (Agosin, 2003). Agosin (2003), gelişmekte olan ülkelerdeki politika yapıcıların, sermaye girişlerinin aktif yönetimi gibi ilave bir araca ihtiyaç duyduğunu belirtmektedir. Agosin (2003)'e göre bu politikalar, ekonominin belirli niteliklerine bağlı olarak sermaye girişleri üzerinde değişken vergi uygulaması ya da açık sermaye kontrolleri şeklinde olabilir.

Geleneksel yaklaşım, finansal bütünleşmenin uluslararası finans kaynaklarına erişim ve küresel risk paylaşımı kanalıyla ülkelerdeki tasarrufların etkin küresel tahsisini kolaylaştırdığını ve en verimli kullanıldığı alana kaynakları aktararak ekonomik büyümeyi ve makroekonomik istikrarı anlamlı olarak arttırdığını ileri sürmektedir. Finansal bütünleşme sürecini eleştiren Keynesyen yaklaşım ise, finansal bütünleşmenin meydana getirdiği krizleri ve finansal istikrarsızlığı ön plana çıkarmaktadır. Keynesyen yaklaşım, sermaye piyasalarındaki aksaklıklar nedeniyle sermaye piyasasındaki serbestleşmenin istikrarsızlıklara öncü olduğunu ve büyüme etkisi yaratmadığını ileri sürerken, Neo-yapısalcı yaklaşım yurt içi finansal piyasaların büyüklüğüne nispeten büyük çaplı sermaye akımlarının oynak ve

istikrarsızlaştırıcı olduğunu, uzun dönemli büyüme üzerinde olumsuz etkilere sebep olduğunu ileri sürmektedir.

1.5. Finansal Bütünleşmenin Olumlu ve Olumsuz Etkileri

Finansal bütünleşmenin, birçok olumlu etkisi olduğu gibi olumsuz etkileri de bulunmaktadır. Uluslararası risk paylaşımı, tüketim düzleştirmesi, yurt içi yatırımlardaki ve ekonomik büyümedeki artış, finansal sistemin etkinliğindeki ve istikrarındaki artış, finansal bütünleşmenin olumlu etkilerini oluşturmaktadır. Finansal bütünleşmenin olumsuz etkileri ise, sermaye akımlarındaki oynaklık, sermaye akımlarının belirli ülke ve bölgelerde yoğunlaşması ve sermaye akımlarının ani durması ve tersine dönmesidir (Agenor, 2003, s.1090-1091). Bu bölümde finansal bütünleşmenin olumlu ve olumsuz ekonomik etkileri ele alınmaktadır.

1.5.1. Finansal Bütünleşmenin Olumlu Etkileri

Bu bölümde finansal bütünleşmenin olumlu ekonomik etkileri (uluslararası risk paylaşımı, tüketim düzleştirmesi, yurt içi yatırımlardaki ve ekonomik büyümedeki artış, finansal sistemin etkinliğindeki ve istikrarındaki artış) ayrıntılı olarak incelenmektedir.

1.5.1.1. Uluslararası Risk Paylaşımı ve Tüketim Düzleştirmesi

Finansal bütünleşme, sermayenin küresel tahsisinin etkin şekilde yapılmasına olanak sağlayarak sermayeyi küresel ölçekte en verimli kullanıldığı alana yönlendirmekte ve toplumsal refahı arttırmaktadır. Finansal bütünleşme ülke içindeki yerleşiklerin çeşitlendirilmiş portföy tutmalarına olanak sağlamakta ve riski düzeltilmiş getiri oranını arttırmaktadır (Fischer, 1998).

Uluslararası risk paylaşımı tüketimde beklenen büyümeyi arttırarak önemli refah kazançları sağlayabilmektedir. Finansal bütünleşme sürecinin küresel risk çeşitlendirme fırsatlarını arttırması, küresel portföyün güvenli ancak düşük getirili yatırımlardan, riskli yüksek getirili yatırımlara kaymasını teşvik etmekte ve verimlilikteki artışı hızlandırmaktadır. Obstfeld (1994)'e göre finansal piyasalardaki bütünleşme sonucu artan risk paylaşımının sağladığı getiri oranı riskindeki azalma, tasarruf oranlarını düşürebilmektedir. Ancak portföydeki riskli varlıklara kaymadan sağlanan getiri, tasarruf oranlarındaki düşüşe üstün gelmektedir. Bu nedenle ekonomik büyüme artmakta, finansal piyasalardaki bütünleşmeden kaynaklanan refah artışı yüksek olmaktadır. Ayrıca finansal bütünleşme, sermaye artışı sağlamasa bile sermaye tahsisinin etkinliğini arttırarak ekonomik büyümeye destek olmaktadır (Obstfeld, 1994, s.1310-1329; Devereux ve Smith, 1994, s.548; Wurgler, 2000; Reisen ve Soto, 2001, s.3; Lundblad, 2013, s.47).

Acemoğlu ve Zilibotti (1997), finansal bütünleşmenin tasarruf sahiplerine risk çeşitlendirme hizmeti sunarak fonların en verimli kullanıldıkları alana tahsisini sağladığını, bunun sonucu olarak finansal bütünleşmenin üretimde uzmanlaşmaya ve ekonomik büyümede artışa yol açtığını belirtmektedir. Finansal bütünleşme, risk çeşitlendirme fırsatlarını arttırarak finansal piyasaların gelişmesine ve ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Risk çeşitlendirme fırsatlarında artış ekonomik büyümedeki oynaklığı düşürürken, fonların en verimli kullanıldıkları alana tahsisine olanak tanıyarak ekonomik büyümeyi arttırmaktadır (Acemoğlu ve Zilibotti, 1997, s.711-712; Reisen ve Soto, 2001, s.3).

Finansal bütünleşme, ülkenin içinde bulunduğu olumsuz durumlarda (ekonomik durgunluk veya ülkenin ticaret hadlerindeki bozulma durumlarında) borçlanabilmesine, olumlu durumlarda (genişleme veya ticaret hadlerindeki ilerleme durumlarında) ise borç verebilmesine olanak tanıyarak risk paylaşımını arttırmakta ve tüketim düzleştirmesi yapabilmesini sağlamaktadır (Agenor, 2003). Ayrıca finansal bütünleşme hanehalklarına portföylerini küresel ölçekte çeşitlendirme fırsatları sağlayarak hanehalklarının zaman içinde tüketim düzleştirmesi yapmasına olanak tanımakta ve refah artışına katkıda bulunmaktadır (Calvo vd., 1996, s.123-124).

1.5.1.2. Yurt İçi Yatırımlardaki Artış

Finansal bütünleşme, yatırımların finansmanı için gerekli fonlarda artış sağlamakta ve firmalar üzerindeki finansman kısıtını azaltarak yüksek yatırım ve büyüme düzeyine öncü olmaktadır (Calvo vd., 1996, s.123-124; Bumann vd., 2013, s.257).

Kaynakların uluslararası bir havuzda toplanması, finansal bütünleşmenin yurt içi yatırımları ve ekonomik büyümeyi etkileyebilmesine olanak tanımaktadır. Gelişmekte olan birçok ülke, tasarruf kapasitesi düşük gelir seviyesi ile kısıtlanmıştır. Yatırımların marjinal getirileri sermaye maliyetine eşit olduğu sürece, net yabancı sermaye girişleri yurt içi tasarrufları tamamlamakta, işçi başına fiziki sermaye seviyesini arttırmakta ve sermaye girişi olan ülkenin ekonomik büyüme ve refah seviyesini arttırmasına yardımcı olmaktadır. Bu potansiyel faydalar, özellikle doğrudan yabancı yatırımlar gibi sermaye akımlarında daha güçlüdür. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkisinin yanında dolaylı uzun dönem etkileri bulunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, yönetimsel ve teknolojik bilginin transferini ve yayılmasını kolaylaştırabilmektedir (Reisen ve Soto, 2001, s.3; Agenor, 2003, s.1092-1093).

Finansal bütünleşme, tasarruf oranlarını, tasarrufların tahsisini ya da sermayenin marjinal ürününü etkileyerek ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir. Finansal bütünleşme, risk

paylaşımı ve çeşitlendirmesinin bir sonucu olarak tasarruf oranlarını ve tahsisini etkileyebilmektedir. Tasarrufların yüksek risk ve getiriye sahip yatırımlara aktarılması ekonomik büyümeyi arttırmaktadır (Devereux ve Smith, 1994, s.535-547).

Hisse senedi piyasalarındaki serbestleşme, finansal gelişmeyi ve likiditeyi desteklemektedir. Bu durum hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin verimliliği etkilediği farklı bir kanalı göstermektedir. Yabancı yatırımcılar, serbestleşme deneyimi yaşayan ülkelerde şirket yönetimi ve şeffaflık konularında ilerlemeler talep etmekte (firmaların yatırımcı çekmek için bilgi sağlaması şeffaflığa katkıda bulunmaktadır), böylece serbestleşme yurt içi ve yurt dışı finansman maliyetleri arasındaki farkı düşürerek firma yatırımlarını teşvik etmektedir (Lundblad, 2013, s.47). Ayrıca, hisse senedi piyasalarındaki yabancı yatırımcı girişleri piyasadaki likiditeyi destekleyerek yatırımcı ilgisini arttırmaktadır. Bu durum uzun dönemli yatırım projelerinin gerçekleştirilmesini sağlamaktadır (Aykut ve Kose, 2013, s.281).

1.5.1.3. Makroekonomik ve Finansal İstikrarda Artış

Finansal bütünleşme, ekonomik politikalara disiplin yükleyerek güçlü politika uygulamalarını ödüllendirirken, zayıf politika uygulamalarını cezalandırmaktadır. Finansal bütünleşme, makroekonomi politikalarına disiplin yükleyerek politika hataları yapmanın sıklığını azaltmaktadır. Makroekonomik disiplin artışı, daha kararlı makroekonomik istikrara ve ayrıca içsel büyüme literatüründe vurgulandığı gibi daha yüksek büyüme oranlarına neden olmaktadır (Fischer, 1998; Obstfeld, 1998; Agenor, 2003, s.1095). Sermaye kontrolleri ise, finansal aracıları dış rekabetten korumaktadır. Kontroller, politika yapıcılar üzerindeki piyasa disiplinini zayıflatmaktadır. Kontroller, kaynakları etkin tahsis eden piyasalar yerine, kaynakların etkin tahsisini genellikle sağlayamayan politika yapıcılara ilave güç vermektedir (Eichengreen, 2001, s.342).

Finansal bütünleşmenin lehine en önemli argümanlardan biri de yurt içi finansal piyasaların derinliğini ve büyüklüğünü arttırmasıdır. Finansal bütünleşme, tekelci piyasalarla ilişkilendirilmiş maliyetleri ve aşırı kârları düşürerek finansal aracılık sürecinin etkinlik düzeyine katkı sağlamaktadır (Agenor, 2003, s.1095-1096).

Finansal bütünleşmenin ülkenin finansal sistemindeki gelişmeye katkıda bulunduğu birçok kanal bulunmaktadır. Uluslararası rekabete maruz kalma, uluslararası standartlarla tanışma ve yabancı finansal aracılar tarafından sunulan kaliteye yönelme baskısı yurt içi finansal sistemin etkinliği arttırılabilmektedir. Yabancı bankaların iştirakleri ya da şubeleri, ulusal bankacılık sisteminin büyüklüğünü arttırabilmektedir. Yabancı finansal aracılar, daha önceden önemsenmeyen piyasa talebine hizmet edebilmekte ve finansal hizmetlerin alanını doğrudan

genişleten finansal yenilikleri uygulamaya koyabilmektedirler. Finansal sektörün etkinliğindeki ilerlemeler, yurt içi tasarrufların artmasını sağlayarak ve sermaye akımlarını teşvik ederek tasarruf havuzunu arttırabilmektedir. Büyüme dönemlerinde artan bu tasarruflar, finansal aracıların anlamlı ölçek ve kapsam ekonomisi yaratmasını sağlayarak ilave etkinlik artışı sağlayabilmektedir (Klein ve Olivei, 2008, s.862).

Yabancı banka girişleri, ana banka yoluyla doğrudan ya da dolaylı olarak ülkenin uluslararası sermayeye erişimini arttırabilmektedir. Ayrıca yurt içi düzenleme ve denetleme yapısının gelişmesine yardımcı olmaktadır. Yeni finansal araçlar ve teknoloji sağlayarak rekabeti arttırmakta, finansal hizmetlerin kalitesini geliştirmektedir. Yabancı banka girişleri kamunun finansal sektör üzerindeki etkisini azalttıkça, ödeme kalitesinin iyileşmesine yardımcı olmaktadır. Yurt içi finansal piyasaların istikrarına katkıda bulunarak, sermaye akımlarındaki oynaklığı düşürebilmektedir (Agenor, 2003; Aykut ve Kose, 2013, s.281).

Yabancı banka girişlerine yönelik engellerin kaldırılması, bankacılık hizmetlerinin kalitesini, fiyatlamasını ve elde edilebilirliğini doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Yabancı bankalar, doğrudan yeni bilgileri, yönetim tecrübelerini ve tekniklerini, eğitim süreçlerini, teknolojiyi ve yeni ürünleri yurt içi finansal piyasaların hizmetine sunmaktadırlar. Yabancı bankalar, yurt içi finansal piyasalardaki rekabeti destekleyerek yurt içi bankaların etkinliğini arttırmaktadırlar. Finansal piyasalardaki rekabet atışı, kârların düşmesine ve maliyetlerin azalmasına neden olabilmektedir (Levine, 2001, s.697-698).

Yabancı bankalar, firmalar hakkında bilgi akışı sağlayan yeni kurumların gelişmesini de hızlandırmaktadır. Örneğin, yabancı banka girişleri etkin risk derecelendirme kuruluşlarının, muhasebe ve denetim firmalarının, bilgiyi elde eden ve işleyen kredi bürolarının ortaya çıkmasına destek olmaktadır. Yabancı bankaların finansal sistemdeki varlığı, yurt içi finansal piyasalardaki denetleyici ve düzenleyici yasal yapıda ilerlemelere katkıda bulunmaktadır. Meksika'nın finansal sisteminin NAFTA çerçevesinde ABD bankalarına açılması, Meksika'da düzenleme, denetleme ve muhasebe standartlarındaki ilerlemeleri hızlandırmıştır. Meksika, ABD bankalarına giriş kısıtlamalarını kaldırarak, sermaye yeterlilik, değerleme ve muhasebe prensipleri, ilişkili işlemler gibi konularda ihtiyatlı düzenlemeler yapma baskısı altına girmiştir. Sonuç olarak, bankacılık denetleme ve düzenleme standartlarındaki gelişmeler, bankacılık endüstrisindeki teşviklerde ilerlemeler sağlamakta ve bunun sonucunda bankacılık hizmetlerinin kalitesi artmaktadır (Levine, 2001, s.697-698).

Demirgüç-Kunt vd. (1998), Kore'deki bankacılık sisteminin gelişmesinin, yabancı bankaların giriş kısıtlarının kaldırılmasından kaynaklandığını ileri sürmektedirler. Kısıtlar

kaldırıldıkça Kore bankalarındaki kredi portföyünün kalitesi ve bankacılıktaki verimlilik artmıştır. Yabancı banka girişleri ekonomik büyümeyi, yurt içi bankaların etkinliğinde ilerleme sağlayan rekabet artışı kanalıyla dolaylı olarak etkilemektedir (Levine, 2001, s.697-698). Levine (2001), yabancı banka girişlerinin bankacılık sektöründeki kârları düşürdüğünü ve maliyetleri azalttığını ifade etmektedir. Yabancı banka girişlerine yönelik engellerin kaldırılması, yurt içi bankaların etkinliğini arttırarak ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır (Levine, 2001, s.698-700).

1.5.2. Finansal Bütünleşmenin Olumsuz Etkileri

Bu bölümde finansal bütünleşmenin ülke ekonomileri üzerinde yarattığı olumsuz ekonomik etkiler (sermaye akımlarının hatalı tahsisinin, sermaye akımlarındaki oynaklığın, sermaye akımlarının belirli ülke ve bölgelerde yoğunlaşmasının ve sermaye akımlarının ani durmasının ve tersine dönmesinin yarattığı riskler) detaylı bir şekilde incelenmektedir.

1.5.2.1. Sermaye Akımlarının Hatalı Tahsisi

Sermaye akımlarının yurt içi yatırımları arttırabileceği öngörülürken, akımların spekülatif ya da düşük getiriye sahip yurt içi yatırımların finansmanı için kullanılması durumunda (emlak sektörü gibi sektörlerdeki yatırımları), uzun dönem büyümeye etkisi sınırlı kalabilmektedir. Özellikle portföy akımları şeklindeki sermaye akımlarındaki artışlar hisse senedi ve emlak fiyatlarında keskin yükselişlere sebep olabilmektedir (Calvo vd., 1996, s.124-132; Agenor, 2003, s.1097).

Sermaye akımlarının dış ticarete konu olmayan sektörlerde düşük verimlilikteki yatırımların finansmanını sağlaması durumunda, sermaye akımları zaman içinde ekonominin ihracat kapasitesini düşürebilmekte ve dış açığın artmasına yol açmaktadır. Ayrıca sermaye akımlarındaki artış, yurt içi yatırımlara tahsis edilmesi gerekirken, toplam özel tüketim harcamalarını arttırabilmektedir. Bu durum tüketimin ve özellikle de değerlenen yerli para kanalıyla ithalatın artmasına neden olmaktadır. Finansal piyasalarda bilgi asimetrileri yaygındır. Bu bilgi asimetrilerinin varlığında yabancı finansal yatırım girişlerinin refah azaltıcı etkisi olabilmektedir. Sermaye akımlarının ithal ikameci, koruma altındaki sektörlere hatalı tahsisi, yoksullaştırıcı büyüme etkisi yapabilmektedir. Finansal bütünleşme, ticari bütünleşmenin olmadığı durumda sermaye akımlarının hatalı tahsisine neden olarak, akımları ülkenin mukayeseli üstünlüğü olmayan sektörlerine yönlendirmektedir (Calvo vd., 1996, s.124-132; Bosworth ve Collins, 1999; Arteta vd., 2001, s.2; Eichengreen, 2001; Agenor, 2003, s.1097).

Sermayenin hatalı tahsisi, yurt içi finansal sistemde önceden mevcut olan olumsuzlukların sonucu da olabilmektedir. Finansal sistemin düzenleme ve denetleme kapasitesinin zayıf olduğu ülkelerde, bankacılık sistemi tarafından doğrudan veya dolaylı olarak fonların büyük miktarlarına aracılık edilmesi, mevduat garantisi ile ilişkili ahlaki risk problemini şiddetlendirmektedir. Buna göre ödünç verenler, daha riskli ve spekülatif ödünç işlemlerine girişebilmektedir (Agenor, 2003, s.1097).

1.5.2.2. Makroekonomik İstikrarın Bozulması

Finansal bütünleşmenin sağladığı büyük çaplı sermaye akımları, tüketimde ve yatırımda artışa, reel para balansları ve döviz rezervlerinde yükselişe neden olabilmektedir. Ancak artan sermaye akımlarının, hızlı parasal genişleme (sterilizasyon politikalarının sürdürülmesinin zorluğundan ve maliyetinden kaynaklı olarak), enflasyon baskısı (sermaye akımlarının yurt içi harcamalar üzerindeki etkisinin sonucu olarak), reel kurda değerlenme ve cari açığın artması gibi olumsuz makroekonomik etkileri olmaktadır (Calvo vd., 1996, s.124-132; Agosin, 2003; Agenor, 2003, s.1098).

Dalgalı kur rejimi altında artan dış açık, yerli paradaki değer kaybını beraberinde getirmektedir. Bu durum, nispi fiyatların düzeltilmesine neden olmakta ve ticaret akımlarındaki düzeltme hareketine öncü olmaktadır. Aksine sabit kur rejiminde, rekabet gücündeki azalma ve dış açıktaki artış, kurun ve cari işlemler açığının sürdürülebilirliğine olan güveni sarsmaktadır. Bu durum para krizlerini tetiklemekte ve finansal istikrarsızlığı arttırmaktadır. Ayrıca makroekonomik istikrarsızlıkta artış, yabancı yatırımcıların ülke riskine ilişkin risk algılarını değiştirmektedir. Risk algısı değişen yabancı yatırımcı hızlı bir şekilde ülkeden çıkmakta (sermaye akımlarının ani durması ve tersine dönmesi), bu durum da ülke ekonomilerinde daralmalara yol açmaktadır (Agosin, 2003; Agenor, 2003, s.1098).

1.5.2.3. Sermaye Akımlarındaki Yoğunlaşma, Dönemsellik ve Oynaklık

Sermaye akımlarının belli başlı ülkelerde yoğunlaşması, bazı ülkelerin finansal bütünleşmeden orantısız olarak daha fazla faydalanmasına neden olmaktadır. Bu durumda sermaye kısıtı altındaki özellikle küçük gelişmekte olan ülkeler dünya sermaye piyasalarının dışında kalarak, sermaye akımlarından yeterince faydalanamamaktadır. Tarihsel kanıtlara bakıldığında sermaye hareketlerinin artış dönemlerinde akımlar, az sayıdaki ülkede yüksek derecede yoğunlaşmaktadır. 1990'ların başında sermaye akımlarında dramatik artışlar yaşanmış, bu akımlar Latin Amerika ve Asya'daki az sayıda büyük orta gelirli ülkeye yönelmiştir. Düşük gelirli ülkelere yönelen sermaye akımlarının payı toplam sermaye akımları

içinde 1990'lar boyunca düşerken, akımların yöneldiği en büyük on ülkenin payı ise artmıştır (Fernandez-Arias ve Montiel, 1995; Calvo vd., 1996; Agenor, 2003).

Sermaye akımları konjonktürle birlikte hareket etmektedir. Küçük gelişmekte olan ülkeler sıklıkla dünya sermaye piyasalarının dışında yer almaktadır. Bu ülkeler sadece konjonktürün olumlu olduğu durumlarda borçlanabilirken, olumsuz olduğu durumlarda kredi kısıtı ile karşı karşıyadırlar. Bu nedenle sermaye akımlarına erişim dönemseldir. Dönemselliğin olumsuz etkileri bulunmakta ve makroekonomik istikrarsızlığı arttırmaktadır. Pozitif şoklar büyük çaplı sermaye akımları çekmekte, tüketimi ve harcamaları uzun dönemde sürdürülemeyecek düzeyde desteklemektedir. Negatif bir şok ise, ülkeyi aşırı düzeltmeye zorlamaktadır (Agenor, 2003, s.1098-1099).

Kısa vadeli sermaye akımlarının dönemsellik davranışını açıklayabilecek iki neden bulunmaktadır. İlkine göre ekonomik şokların gelişmekte olan ülkelerde daha sık olma eğilimi, bu ülkelerin nispeten dar üretim temeline ve temel mal ihracatına daha fazla bağımlı olduğunu yansıtmaktadır. Bu ülkeler grubuna yönelik ortak bir negatif şok, bazı ülkelerin kredibilitesinin düşmesine ve yatırımcıların risk algılarının ani değişimine neden olmaktadır. Bunun sonucu olarak sadece kredibilitesi olan bazı ödünç alıcılar dünya sermaye piyasalarından borçlanabilmektedir. İkinci olarak, asimetrik bilgi problemi sürü davranışını tetiklemektedir. Kısmi bilgiye sahip yatırımcılar, ülke için ekonomik sonuçları tamamen belli olmayan negatif şokların sonucunda ülkeden çıkmaktadır (Agenor, 2003, s.1098-1099).

Asya ve Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülkelere 1990-1994 yılları arasında 670 milyar dolar yabancı sermaye akımı gerçekleşmiştir. Bu miktar birçok ülkenin borç krizi yaşadığı ve uluslararası sermaye piyasalarına erişiminin kısıtlı olduğu 1985-1989 dönemindeki 133 milyar doların yaklaşık 5 katına karşılık gelmektedir. Ancak Meksika'da 1994 Eylül'ündeki döviz krizi sonrasında ise gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları büyük düşüşler göstermiştir (Calvo vd., 1996, s.123).

Finansal bütünleşme düzeyinin yüksek olması, sermaye akımlarında yüksek derecede oynaklığa neden olabilmektedir. Kısa dönemli akımlardaki ani durma ve tersine dönüşler, yerli para birimi üzerindeki spekülatif baskı yaratmaktadır. Kısa dönemli akımlardaki ani durma ve tersine dönme ihtimalindeki artış, ödünç alıcıların karşılaştığı sermaye çıkışlarına ilişkin riskleri arttırmaktadır. Borç alan ülkenin kısa dönemli borçlarının rezervlerine oranındaki artış, bu çıkış risklerini arttırmaktadır. Finansal sistemin aracılık ettiği kısa dönemli yükümlülüklerin seviyesinin yüksek olması, sistemik finansal kriz riski yaratmaktadır (Rodrik ve Valesco, 1999; Reisen ve Soto, 2001, s.3; Agenor, 2003, s.1099).

1.5.2.4. Yabancı Banka Girişlerinin Yarattığı Olumsuz Etkiler

Yabancı bankalar küçük firmalara (dış ticarete konu olmayan sektörlerde faaliyet gösteren) kredileri kısıtlayabilmekte ve bunun yerine daha güçlü olan büyük firmalar (dış ticarete konu olan sektörlerde üretim yapan) üzerinde yoğunlaşabilmektedir. Yabancı bankaların kredilerini sadece kredibilitesi yüksek şirketler üzerinde yoğunlaştırma stratejisi izlemesi durumunda, yabancı bankaların finansal sektörün etkinliğindeki genel artışa katkısı sınırlı kalmaktadır. Ayrıca yabancı bankaların küçük firmalara yüksek derecede kredi kısıtlaması uygulanmasının çıktı, istihdam ve gelir dağılımı üzerinde olumsuz etkileri olabilmektedir (Agenor, 2003, s.1100-1101).

Düşük işlem maliyetleri ile çalışan yabancı bankaların sisteme girişi, yerli bankaların bu bankalarla rekabet edebilmesi için birleşme yönünde baskı yaratabilmektedir. Parasal otorite, yoğunlaşma sürecinde (yabancı bankaların yerli bankalara sahip olması ile başlayan süreç) politik olarak tek bir büyük bankanın batışının finansal sistemi ciddi olarak zayıflatacağından ve sosyal çöküşlere öncü olacağından korktuğu sürece, bankaların batmasına izin verilmeyecek kadar büyük olması sorununu yaratabilmektedir. Ayrıca yoğunlaşma, tekel gücü yaratarak bankacılık sistemindeki genel etkinliği ve krediye erişimi azaltmaktadır. Özellikle bankacılık sistemindeki yüksek derecede yoğunlaşma, daha az yoğunlaşmış ve daha rekabetçi bir finansal sistemdekine göre, çıktı ve büyümeyi, faiz oranı farkındaki artış (rekabetçi kredi ve mevduat piyasalarındakinden daha yüksek kredi ve daha düşük mevduat faiz oranı) ve kredi daralması yoluyla olumsuz şekilde etkilemektedir (Agenor, 2003).

Finansal piyasalardaki rekabet artışı, kârların düşmesine ve bankalar gibi finansal aracıların finansal kırılganlıklarının artmasına neden olmaktadır. Düşen kâr ve faiz oranları, finansal aracıların kârlarını arttırmak için giriştiği riskli işlemleri arttırmaktadır. Serbestleşme, artan rekabet baskısı altında aşırı riskli faaliyetleri destekledikçe, bankacılık krizlerine öncü olmaktadır (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998; Bumann vd., 2013, s.257-258).

1.6. Finansal Bütünleşmenin Belirleyicileri

Bu bölümde finansal bütünleşmenin belirleyicileri detaylı olarak incelenmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarındaki artışları ve akımların kompozisyonundaki değişimleri belirleyen faktörler, çekme (iç) ve itme (dış) faktörleri olarak ayrılabilmektedir. Çekme faktörleri, gelişmekte olan ülkelerdeki ülkeye özgü politikaları içermektedir. Bu faktörler; sermaye ve ticaret hesabındaki serbestleşme, kurumsal kalite, yönetişim uygulamaları ve kamu kurumlarının özelleştirilmesine yönelik politikalar gibi ülkeye özgü içsel faktörleri içermektedir. İtme faktörleri ise, küresel finansal piyasalardaki

değişikliklerle ilişkilidir. İtme faktörleri, gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımlarını yönlendiren yurt dışı faiz oranları ve konjonktür koşulları gibi yurt dışı piyasalardaki dışsal gelişmeleri içermektedir (Fernandes-Arias ve Montiel, 1995; Calvo vd., 1996, s.125; Prasad vd., 2003; Kose vd., 2010).

1.6.1. İtme Faktörleri

İtme faktörleri, ülke içindeki politika değişiklikleri ile müdahale edilemeyen küresel ekonomideki ve finansal piyasalardaki gelişmelerle ilişkili faktörleri kapsamaktadır. Calvo vd. (1996), Asya'daki ve Latin Amerika'daki ülkelere yönelen sermaye akımlarını inceleyerek, sermaye akımlarını belirleyen itme faktörlerini ortaya koymuşlardır. Calvo vd. (1996)'ne göre küresel faiz oranlarındaki düşüşler, gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk ve küresel finans merkezlerinin ortaya çıkışı sermaye akımlarını belirleyen itme faktörleridir. İtme faktörleri;

(i) Dünya piyasalarındaki küresel faiz oranlarında sürekli düşüşler, sermaye akımlarını belirleyebilmektedir. ABD'deki kısa dönemli faiz oranları, 1990'ların başından 1992 yılının sonuna kadar 1960 yılından sonraki en düşük seviyesine gerilemiştir. Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları, yatırımcıları getiri oranının yüksek olduğu Asya'daki ve Latin Amerika'daki ülkelere yönlendirmiştir.

(ii) ABD, Japonya ve birçok Avrupa ülkesinde 1990'ların başında yaşanan ekonomik durgunluk, kâr fırsatlarının olduğu gelişmekte olan ülkeleri sermaye akımları açısından nispeten daha çekici yapmıştır. Ancak OECD ekonomilerinin 1990'ların ortalarında ekonomik durgunluktan çıkmaları, Asya ve Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye akımlarını etkileyen gelişmiş ülkelerdeki ekonomik durgunluğun önemini azaltmıştır.

(iii) Küresel finans merkezlerinin ortaya çıkışı, yatırımların temel finansal merkezlerde küresel alanda çeşitlendirilmesi eğilimini arttırmıştır. Bu durum dünya sermaye piyasalarının bütünleşmesini desteklemiştir. Yükselen piyasa ekonomilerinde emeklilik fonları şirketlerinin ve ortak fon yöneticilerinin ortaya çıkması, bu şirketler tarafından yönetilen fonları arttırmıştır.

(iv) Son faktör ise bulaşma etkisidir. Bölgedeki bir ya da iki büyük ülkeye giren sermaye akımlarındaki büyük çaplı artışlar, küçük komşu ülkeler için dışsallıklar meydana getirebilmektedir. Bölgesel sermaye akımlarındaki artışlar, bölgedeki diğer ülkelere de sermaye akımlarının yönelmesine yardımcı olmaktadır. Ayrıca yatırımcının ülkesindeki uluslararası sermaye piyasalarına erişim maliyetlerini

azaltan düzenlemelerin sermaye akımlarına etkisi bulunmaktadır (Fernandes-Arias ve Montiel 1995, s.21; Calvo vd., 1996, s.125-127).

1.6.2. Çekme Faktörleri

Çekme faktörleri, gelişmekte olan ülkelerdeki ülkeye özgü politikaları içermektedir. Fernandes-Arias ve Montiel (1995) ve Calvo vd. (1996) bu faktörleri şu şekilde özetlemektedir:

(i) Yurt içi finansal sektördeki serbestleşme, ticaret reformu ve kamu kurumlarının özelleştirilmesi gibi temel yurt içi yapısal ve kurumsal reform politikalarındaki ilerlemeler, yatırımların uzun dönem beklenen getiri oranını arttırarak ve/veya risk algısını düşürerek sermaye akımlarını ülkeye çekmektedir.

(ii) Mali düzenlemelerle desteklenen başarılı dezenflasyon programları şeklindeki yurt içi makroekonomik politikalardaki ilerlemeler sürdürülebilir olarak algılanmakta ve sermaye akımları üzerinde etkili olmaktadır. Latin Amerika ülkeleri 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında, ticaretin ve sermaye piyasalarının serbestleşmesini içeren piyasa temelli reformların yanı sıra güçlü parasal ve mali politikalar benimsemeye başlamışlardır. Bolivya, Şili, Meksika gibi ülkeler temel dezenflasyon programlarını 1980'lerin sonunda; Arjantin, Brezilya, Ekvator ve Peru gibi ülkeler 1990'ların başında uygulamaya koymuştur. Etkin dezenflasyon programları, makroekonomik riskleri düşürmekte ve sermaye akımlarını desteklemektedir.

(iii) Politika yapıcılar pozitif faiz oranı farklılaştırması yaratan (sermayenin marjinal ürününün yapısal belirleyicileri veri iken) kısa dönemli makroekonomik politikaları kullanarak yurt içi finansal araçların beklenen getirilerini arttırmakta ve böylece sermaye akımlarını etkilemektedir. Bu politikalar, sıkı para ve gevşek maliye politikalarını içermektedir.

(iv) Sermaye kontrollerinin kaldırılması ve/veya doğrudan yabancı yatırımların serbestleşmesi gibi yurt içi finansal piyasaların yabancı yatırımcılara serbestliğindeki artışı içeren politikalar sermaye akımlarını arttırabilmektedir.

(v) Borç yükünün yüksek olduğu birçok ülke yabancı kredi sahipleriyle ilişkilerini geliştirmede anlamlı ilerlemeler sağlamıştır. Ayrıca borç senedi swapları gibi yurt içi uygulamalar, doğrudan yabancı yatırımları desteklemiştir. Borç senedi swapları, sürdürülebilir borç ve brady tahvilleri işlemleri şeklindeki borç servisi azaltma anlaşmaları finansal bütünleşmeyi arttırarak sermaye akımlarını ülkeye çekmektedir.

(vi) Kaynak tahsisinin etkinliğini arttıran istikrar ve yapısal politikalar sermaye akımlarını arttırabilmektedir.

(vii) Uluslararası ticaret hadlerindeki değişimler şeklindeki ulusal gelir şokları sermaye akımlarının yönüne etki edebilmektedir.

(viii) Ülkenin yurt içi massetme seviyesini arttıran politikalar sermaye akımlarını ülkeye çekebilmektedir.

(ix) Kredibilitesinin olmaması nedeniyle zamanlar arası nispi fiyat yapısını bozan yapısal ve/veya makroekonomik politikalar, sermaye akımlarının ülkeye girişini etkilemektedir (Fernandes-Arias ve Montiel 1995, s.19-21; Calvo vd., 1996, s.127).

1.6.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri

Doğrudan yabancı yatırımlar ülkeye doğrudan sermaye sağlamasının yanı sıra teknoloji, yönetimsel tecrübe ve bilgi birikimi yayılmaları yaratan dolaylı etkileri nedeniyle diğer sermaye akımları türlerinden farklılaşmaktadır. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırımların belirlenmesinde diğer sermaye akımlarına nispeten ülkeye özgü farklı faktörler rol oynamaktadır. Bu bölümde finansal bütünleşmenin önemli bir göstergesi olan doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri incelenmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar, yatay ve dikey doğrudan yabancı yatırımlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki bu ayrım, yatırımların motivasyonundaki ticaret ve yatırım maliyetlerine ilave olarak ülkeler arasındaki nispi büyüklük ve donanım farklıkları (ucuz girdi maliyetleri, işgücü, aramalı, hammadde vb.) gibi ülkeye özgü niteliklerden kaynaklanmaktadır. Yatay doğrudan yabancı yatırımların temel motivasyonu, ihracatın ulaşım maliyetleri ve ticaret engelleri (tarifeler gibi) nedeniyle maliyetli olmasıdır. Bu durumda yatırımcılar, faaliyet gösterdiği sektördeki mal ve hizmet üretimlerinin benzerini tüketiciye yakın ülkeye kurmakta veya taşımaktadır. Farklı ülkede aynı üretimi gerçekleştirmesinden dolayı yatay olarak adlandırılmaktadır. Dikey doğrudan yabancı yatırımların temel motivasyonuysa, üretimin minimum maliyetle yapılmasıdır. Dikey doğrudan yabancı yatırımlar durumunda firma, üretim sürecindeki her bir aşamayı en düşük maliyetle gerçekleştirebileceği ülkelerde yatırım yapmakta ve böylece üretim sürecini ülkeler arasında maliyet minimizasyonu temelinde paylaştırmaktadır (Lim, 2001, s.10-11; Aizenman ve Marion, 2001; Ramondo vd., 2011).

Lim (2001), Walsh ve Yu (2010), Bloningen (2005) doğrudan yabancı yatırımların (yatay ve dikey) ülkeye özgü belirleyicilerini aşağıdaki şekilde özetlemiştir;

(i) Ekonomik Uzaklık/Ulaştırma Maliyetleri; İhracat yoluyla piyasaya erişim maliyetlerinin yüksek olduğu durumda yatay doğrudan yabancı yatırımlar, ihracatın yerini alma eğilimindedir. Doğrudan yabancı yatırım akımlarının çıktığı ve girdiği iki ülke arasındaki uzaklık fazla ise, ulaşım maliyetlerindeki artış yatay doğrudan yabancı yatırım akımlarını arttırabilmektedir. Bununla birlikte dikey doğrudan yabancı yatırım akımlarının ihracata yönelik olduğu durumda, ulaşım maliyetlerindeki artış dikey doğrudan yabancı yatırımları azaltabilmektedir. Ulaşım maliyetlerinin doğrudan yabancı yatırım akımları üzerindeki net etkisi belirsizdir.

(ii) Ülkenin Büyüklüğü; Ülkelerdeki piyasaların büyüklüğü, potansiyel yüksek talep nedeniyle firmaların üretim maliyetlerini düşürmekte ve ölçek ekonomileriyle çıktı başına daha düşük maliyet yaratmaktadır. Bu nedenle ülkelerdeki piyasaların büyüklüğü yatay doğrudan yabancı yatırım akımlarını teşvik etmektedir. Dikey doğrudan yabancı yatırım akımlarının ise piyasa büyüklüğü ile ilişkisi bulunmamaktadır. Ülkelerdeki piyasalarının büyüklüğünün doğrudan yabancı yatırım akımları üzerindeki net etki pozitiftir.

(iii) Yığılma (Kümelenme) Etkileri[12]; Yığılma etkileri kümelenmeyi daha çekici kılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların belirli bölgelerde kümelenmesi, yabancı yatırımcılar için uygun yatırım ortamının bir sinyali olarak algılanmaktadır. Yığılma etkilerine katkı sağlayan faktörler; ülkenin altyapısı, sanayileşme derecesi, mevcut doğrudan yabancı yatırım stoklarıdır. Son iki faktör uzmanlaşmış destekleyici hizmetleri ve piyasadaki rekabeti göstermektedir. Kümelenme, yeni firmaların ülkedeki mevcut yatırımcıların pozitif yayılma etkilerinden yararlanabilmesine olanak sağlamaktadır. Yığılma etkilerinin hem yatay hem de dikey doğrudan yabancı yatırım akımları üzerindeki etkisi pozitiftir.

(iv) Faktör Maliyetleri; Üretimdeki maliyet minimizasyonunu esas alan dikey doğrudan yabancı yatırım akımları, düşük faktör maliyetleri tarafından desteklenmektedir. Ayrıca düşük faktör maliyetleri, yatay doğrudan yabancı yatırım akımlarını da üretimdeki maliyet avantajları kanalıyla pozitif etkilemektedir. Düşük faktör maliyetlerinin doğrudan yabancı yatırım akımları üzerindeki net etkisi pozitiftir.

(v) Döviz Kuru; Reel döviz kurundaki değer kaybı dikey doğrudan yabancı yatırım akımlarını arttırabilmektedir. Çok uluslu firmaların ülkedeki tesisleri satın alırken nispeten düşük fiyat avantajlarından faydalandığı ve üretilen malların ülkenin kârlarını arttırmak için üçüncü ülkelere ihraç edildiği durumlarda doğrudan yabancı

[12] Yığılma ekonomileri, firmaların ve insanların şehir ve endüstri kümelerinde toplanması sonucu ortaya çıkan mal ve fikir ticareti maliyetlerinin düşmesini de kapsayan çeşitli faydaları ifade etmektedir (Glaeser, 2010).

yatırım akımları artmaktadır. Reel kurdaki değerlenme, yabancı firmaların kendi ülkelerinde üretim yapma teşviklerini güçlendirmektedir. Bu bağlamda döviz kuru piyasaya giriş için bir engel olarak görülmektedir. Reel döviz kurundaki değer kaybı, yatay doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki artışa öncü olmaktadır.

(vi) Mali Teşvikler; Ülkedeki yerli firmalara nispeten yabancı firmalara sağlanan mali teşvikler, hem yatay hem de dikey doğrudan yabancı yatırım akımları için ülkenin yerleşim avantajını arttırmaktadır. Ancak üretimdeki maliyet minimizasyonuna dayalı dikey doğrudan yabancı yatırım akımları mali teşviklere daha cevap vericidir. Yatay doğrudan yabancı yatırım akımları ise ülkenin uygunluğu konusunda daha dikkatli davranmakta, korumacılık gibi diğer politika tercihleriyle ilgilenmektedir. Yüksek vergi oranları şeklindeki mali politikalar ise doğrudan yabancı yatırım akımlarının teşvikini kırmaktadır.

(vii) Yatırım Ortamı; Yatırımcı dostu ortam yabancı bir ülkede yatırım yapma maliyetlerini düşürerek doğrudan yabancı yatırım akımlarını arttırmaktadır. Ülkedeki politik ve makroekonomik istikrar potansiyel yabancı yatırımcıların dikkate aldıkları temel faktörlerden birisidir. Ülkeler, bürokratik ve yargısal engeller, sözleşme uygulanabilirliğindeki aksaklıklar, emek düzenlemeleri, politik ve makroekonomik istikrarsızlık gibi yatırım maliyetini arttıran unsurlarda gelişmeler sağlamalıdır. Siyasi istikrarsızlık, yolsuzluk düzeyindeki artış ve kısıtlayıcı performans gereksinimleri doğrudan yabancı yatırım akımlarının teşvikini kırmaktadır.

(viii) Ticaret Engelleri ve Ticari Açıklık; Ticaret engellerindeki azalma ve/veya ticari açıklık seviyesindeki artış yatay doğrudan yabancı yatırım akımlarının azalmasına, dikey doğrudan yabancı yatırım akımlarının ise artmasına neden olmaktadır. Dikey doğrudan yabancı yatırım akımları, girdi ve ara malları için büyük çaplı akımlar gerektirmektedir. Bu nedenle serbest ve öngörülebilir ticaret ortamı yaratan ticari açıklık seviyesindeki artış, dikey doğrudan yabancı yatırım akımlarını arttırmaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar ve dış ticaret arasındaki tamamlayıcılık ilişkisi, ihracata yönelik dış ticaret rejimi altında doğrudan yabancı yatırımları arttırabilmektedir.

(ix) Kurumsal Kalite; Ülkedeki kurumsal kalite düzeyi, özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelen doğrudan yabancı yatırım akımlarının önemli bir belirleyicisidir. Ülkedeki yönetişim uygulamalarının etkinliği, doğrudan yabancı yatırım akımlarının artışına öncü olan yüksek büyüme oranları ile ilişkilendirilmektedir. Ayrıca kurumsal kalite düzeyinin düşük olması yolsuzluklara yol açabilmektedir.

Bu nedenle yatırım maliyetleri artmakta ve kâr oranları düşmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların batık maliyetlerinin (sunk cost) yüksek olması, düşük kurumsal kalite seviyesinin sonucu olarak ortaya çıkabilecek politik riskleri de içeren belirsizliklere karşı yatırımcıların aşırı duyarlı olmasına sebep olmaktadır (Lim, 2001, s.12-13; Walsh ve Yu, 2010, s.4-7; Bloningen, 2005, s.4-19)

1.6.4. Finansal Bütünleşmenin Belirleyicilerine Yönelik Çalışmalar

Bu bölümde finansal bütünleşmenin belirleyicilerini inceleyen uygulamalı çalışmalar ele alınmaktadır.

Chuhan vd. (1993), ABD'den Latin Amerika ülkelerine yönelen tahvil ve hisse senedi akımlarının yarısının, Asya ülkelerine yönelen akımlarınsa üçte birinin dış faktörler tarafından açıklanabileceğini göstermişlerdir. Sermaye akımlarını belirleyen dış faktörler, ABD'deki faiz oranları ve endüstriyel üretim seviyesidir. Calvo vd. (1996) ise 1990'ların ilk yarısında Latin Amerika ve Asya ülkelerine yönelen sermaye akımlarındaki artışta ülke dışı faktörlerin önemli olduğunu göstermişlerdir. Fernandes-Arias ve Montiel (1995)'e göre gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını belirleyen dış faktörlerden en önemlisi, ABD faiz oranlarındaki düşüştür (Chuhan vd., 1993; Fernandes-Arias ve Montiel, 1995; Calvo vd., 1996).

Quinn ve Inclan (1997) OECD üyesi ülkeleri incelediği çalışmasında, finansal bütünleşmenin en önemli belirleyicisinin politik faktörler olduğunu göstermişlerdir. Politik kurumsal sözleşmelerdeki farklılıklar ve politik ekonomi tercihleri, ülkenin finansal bütünleşme derecesini belirlemektedir. Lothian (2006), gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını inceleyerek sermaye akımlarının, fiyat istikrarında artış, doğrudan kamu müdahalelerinde azalma ve kurumsal yapıların sağlamlığı şeklindeki güçlü politika uygulamalarına duyarlı olduğunu ileri sürmektedir. Güçlü politika uygulamaları sermaye akımlarında artışa neden olurken, hatalı politika tercihleri ve zayıf politika uygulamaları sermaye hareketlerinin teşviğini kırarak sermaye akımlarında azalmaya neden olmaktadır (Lothian, 2006). Lane ve Milesi-Ferretti (2008) ise yaptığı çalışmada, uluslararası finansal bütünleşmeyi etkileyen faktörleri incelemiş ve bu faktörleri; ticari açıklık, yurt içi finansal gelişme, ekonomik gelişme, ülke büyüklüğü, sermaye hesabı kısıtlamaları, Avrupa Birliği ile bütünleşme ve küresel finansal merkezler olarak sıralamıştır. Aizenman ve Noy (2009) sermaye akımlarının en önemli belirleyicisinin ülkenin ticari açıklık seviyesi olduğunu göstermişlerdir. Ticari açıklık seviyesindeki artış, gelecekteki daha büyük çaplı sermaye akımları ile ilişkilendirilmektedir. Finansal bütünleşme ve ticari açıklık düzeyi arasında iki

yönlü pozitif ilişki bulunmaktadır. Aizenman ve Noy (2009)'a göre ticari açıklık ve finansal bütünleşme birbirilerini tamamlamaktadırlar. Ticari serbestleşme döneminde hızlı büyüyen ülkeler, finansal bütünleşme seviyesini ticari açıklık seviyesinden bağımsız olarak seçememektedirler. Çünkü hızlı ticari serbestleşme yaşayan ülkeler, finansal bütünleşme baskısı altına girmektedir (Aizenman ve Noy, 2006,2009).

Alfaro vd. (2007) tarihsel yasal kökenin sermaye akımlarının önemli bir belirleyicisi olduğunu göstermiştir. Yasal köken, yatırımcıların korunması gibi kurumsal kalitenin farklı bileşenlerini içermektedir. Kurumların kalitesi, sermaye akımlarının önemli bir belirleyicisidir. Ayrıca enflasyon düzeyi, sermaye kontrolleri ve finansal gelişme seviyesi sermaye akımlarındaki değişimde etkilidir. Kurumlardaki ve yurt içi politikalardaki gelişmeler ülkeye yönelen yabancı yatırımları zaman içinde arttırmaktadır. Ayrıca kurumsal kalite seviyesinin düşük olması ve özellikle zayıf para politikası uygulamaları şeklindeki politika uygulamaları sermaye akımlarındaki uzun dönem oynaklığa katkıda bulunmaktadır (Alfaro vd., 2007). IMF (2012) ise ülke içi faktörlerin sermaye akımlarının yönünü ve büyüklüğünü, dış faktörlerin ise sermaye akımlarının oynaklığını ve riskliliğini etkilediğini ileri sürmektedir.

Finansal bütünleşmenin belirleyicilerine dönük en kapsamlı çalışmalar doğrudan yabancı yatırım akımları temelinde yapılmıştır. Lim (2001) ve Agosin ve Machado (2007), doğrudan yabancı yatırım akımlarının ülkeler arasında farklılaşmasının önemli nedenlerinden birisinin ülkenin gelir seviyesi ile temsil edilen yurt içi piyasaların büyüklüğü olduğunu ileri sürmüşlerdir. Ayrıca Agosin ve Machado (2007)'ya göre ülkedeki beşeri sermaye düzeyi ve büyüme oranları önemli faktörlerdir. Beşeri sermaye düzeyinin yüksek olduğu ülke, beşeri sermaye düzeyinin düşük olduğu ülkeye nispeten daha büyük çaplı doğrudan yabancı yatırım akımları sağlamaktadır. Büyüme oranının yüksek olduğu ülkeler de daha büyük çaplı doğrudan yabancı yatırım girişlerine sahiptir. Kanun ve düzen, kamunun etkinliği ve düzenleyici yapı şeklindeki kurumsal kalite düzeyindeki artış daha düşük doğrudan yabancı yatırım kısıtlamalarıyla ilişkilendirilmesi açısından sermaye girişleri için önemlidir. Albuquerre vd. (2003) ise, küresel piyasalardaki getiri ve büyüme oranlarının doğrudan yabancı yatırımlarının belirlenmesinde önemli dış faktörler olduğunu göstermişlerdir.

Doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini gösteren Li ve Lui (2005), doğrudan yabancı yatırımların en önemli belirleyicilerinin ülkenin büyüklüğü (GSYİH) ve ticari açıklık seviyesi olduğunu ileri sürmüşlerdir. Enflasyon düzeyi ise doğrudan yabancı yatırım akımları ile negatif ilişkilidir. Li ve Lui (2005)'ye göre bulgular, makroekonomik istikrarsızlık

seviyesindeki artışın doğrudan yabancı yatırım akımlarının teşvikini kırdığını göstermektedir (Li ve Lui, 2005, s.396-401). Asiedu (2002), doğrudan yabancı yatırım akımlarının gelişmekte olan ülkelerde ticari açıklık seviyesi, altyapıdaki gelişme ve yatırımların getiri oranına bağlı olduğunu, ancak Afrika kıtasındaki gelişmekte olan ülkelerin diğer gelişmekte olan ülkelerden farklı olduğunu ileri sürmektedir. Asiedu (2002)'ya göre Afrika'da doğrudan yabancı yatırım akımlarının en önemli belirleyicisi ticari açıklık seviyesidir.

OECD üyesi ülkelerdeki iki yönlü doğrudan yabancı yatırım akımlarını kullanan Wei (2000), yolsuzluk düzeyindeki artışın doğrudan yabancı yatırım akımları üzerinde anlamlı ve negatif etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Asiedu ve Lien (2011) ise ülkelerdeki demokrasi seviyesinin doğrudan yabancı yatırım akımlarını arttırdığını ileri sürmüşlerdir. Ancak demokrasi düzeyindeki artışın doğrudan yabancı yatırımları arttırması, ülkenin toplam ihracatı içindeki doğal kaynaklar payının düşük olmasına bağlıdır. Busse ve Hefeker (2007), hükümetin istikrarı, iç ve dış karışıklıklar, yolsuzluk, etnik gerilim, kanun ve düzen, demokratik hesap verebilirlik ve bürokrasinin kalitesi şeklindeki politik risk göstergelerinin doğrudan yabancı yatırımların önemli belirleyicileri olduğunu ortaya koymuştur. Buchanan vd. (2012) ise kurumsal kalite düzeyinin doğrudan yabancı yatırım akımları üzerinde pozitif, doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki oynaklık üzerinde ise negatif ve anlamlı etkiye sahip olduğunu göstermişlerdir. Daude ve Stein (2007) ise kurumsal kalite seviyesinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde önemli etkiye sahip olduğunu, ancak etkinin kurumsal kalite göstergesine göre farklılaştığını ileri sürmektedir. Özellikle öngörülemeyen yasalar, düzenlemeler ve politikalar, aşırı düzenleyici yapı, hükümetin istikrarsızlığı ve politikalarda taahhüdün olmaması, doğrudan yabancı yatırım akımlarına negatif etki etmektedir. Doğrudan yabancı yatırım akımlarının en önemli belirleyicileri, düzenleyici yasal yapı ve politik istikrardır (Daude ve Stein, 2007).

1.7. Finansal Bütünleşmenin Makroekonomik Etkileri

Bu bölümde finansal bütünleşmenin makroekonomik etkileri, özellikle ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ve etki kanalları geleneksel yaklaşımlar ve yeni açılımlar temelinde detaylı olarak incelenmektedir. Ayrıca finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde yeni bir yaklaşım olan eşik hipotezi yaklaşımı ve bu yaklaşıma karşı geliştirilen eleştirel bakış açıları ayrıntılı olarak ele alınmaktadır. Bölümün sonunda ise finansal bütünleşmenin makroekonomik oynaklık ve krizlere etkisi incelenmektedir.

1.7.1. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkileri

Standart Neo-klasik büyüme modellerinde finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisi, sermaye tahsisindeki ve etkinliğindeki artışlar temelinde açıklanmaya çalışılmaktadır. Neo-klasik modelde finansal bütünleşme, kaynakların ülkeler arasında etkin tahsis edilmesini sağlamaktadır. Standart Neo-klasik modele göre finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi etkilediği temel kanal, sermaye düzeyinin arttırılmasıdır. Diğer bir ifadeyle Neo-klasik teoriye göre, finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye doğrudan etkisi sermaye birikimi (faktör birikimi) kanalıyla meydana gelmektedir (Fischer, 1998; 2003; Obstfeld, 2004; 2008; Summers, 2000; Henry, 2007, s.887-888; Bonfiglioli, 2008; Kose vd., 2010, 4294-4295) [13].

Neo-klasik teoriye göre finansal bütünleşme, sermayenin, sermaye fazlası bulunan gelişmiş ülkelerden sermaye açığı bulunan gelişmekte olan ülkelere yönelmesine öncü olmaktadır (sermaye açığının bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde sermayenin getirisinin daha yüksek olması koşuluyla). Sermaye akımları, sermaye açığının bulunduğu gelişmekte olan ülkelerdeki yurt içi tasarrufları tamamlayarak sermaye maliyetini düşürmekte, böylece yatırımların ve ekonomik büyümenin artmasına olanak tanımaktadır. Sonuç olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki yakınsama hızlanmaktadır (Lucas, 1990; Fischer, 1998; 2003; Obstfeld, 1998; 2004; 2008; Summers, 2000; Henry, 2007, s.887-888; Bonfiglioli, 2008; Prasad ve Rajan, 2008; Kose vd., 2010, 4294-4295) [14].

Henry (2003), sermaye hesabındaki serbestleşmenin olumlu etkilerinin bulunmadığı görüşüne karşı çıkarak hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin kâr paylarında düşüşe, sermaye stokunda ve işçi başına çıktıdaki büyüme oranında artışa neden olduğunu göstermiştir. Sermaye piyasalarındaki serbestleşme, sermaye maliyetini düşürerek yatırımları arttırmaktadır. Yatırımlardaki bu artış, kişi başına çıktıdaki büyüme oranında geçici artışlar meydana getirmektedir (Henry, 2003). McKinnon ve Pill (1997) ise, sermaye hesabındaki serbestleşmenin yabancı sermayeye erişim olanağını arttırarak kısa dönemde yatırım patlaması şeklindeki aşırı borçlanmaya neden olabileceğini ileri sürmüşlerdir. Bu durumda ekonomik büyümedeki artışlar geçici olmaktadır (McKinnon ve Pill, 1997). Ayrıca Neo-

[13] Geleneksel Neo-klasik yaklaşım, sermaye hesabındaki serbestleşmenin faydalarını, fayda maksimizasyonu yapan ve rasyonel beklentilere sahip bireylerin fiyatları etkileyemediği, bu fiyat oluşumunun piyasalarda etkin fiyatlara neden olacağını öngören etkin piyasalar hipotezi varsayımlarına dayanarak tanımlamaktadır (Faria vd., 2009, s.1).

[14] Herbir ülkedeki üretim faktörleri getiri oranının, ülkelerdeki üretim faktörlerinin nispi arzına bağlı olduğunu gösteren Hecksher-Ohlin teorimine göre sermayenin küresel etkin tahsisi sağlanabilmektedir. Ayrıca sermaye açığı bulunan gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımların marjinal getiri oranı, sermaye fazlası bulunan gelişmiş ülkelerden daha yüksektir. Etkin piyasalar varsayımı altında sermaye hareketlerindeki serbestleşme, sermayenin gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelmesine olanak tanıyarak gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye açığını azaltmaktadır. Bu nedenle, tasarrufların etkin küresel tahsisini sağlayarak tasarrufları en verimli kullanıldığı alana aktaran ve bu yolla ekonomik büyümeyi ve refahı arttıran sermaye hesabındaki serbestleşme kalkınma yolunda kaçınılmazdır (Fischer, 1998, s.2; Faria vd., 2009, s.1-2).

klasik modelin öngörülerine göre finansal bütünleşme, özellikle yatırımcıların risk paylaşımının dünya çapında artmasına yardımcı olmakta, kaynakların sermaye verimliliğinin en yüksek olduğu alanda kullanılmasına olanak tanımakta ve ülkelerin mukayeseli üstün olduğu sektörlerde serbestleşme sonucu ortaya çıkan faydalardan yararlanması için fırsatlar sağlamaktadır (Stulz, 1999; 2005)[15].

Neo-klasik modele göre finansal bütünleşme, sermayenin sermaye-emek oranının yüksek olduğu gelişmiş ülkelerden sermaye-emek oranının düşük olduğu gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmaktadır. Ancak Lucas (1990), sermayenin gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelmesinden ziyade gelişmiş ülkeler arasında hareket ettiğini göstermiştir. Lucas (1990), sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmemesinin nedenlerini, gelişmekte olan ülkelerdeki beşeri sermaye düzeyinin düşüklüğüne, asimetrik bilgi ve ülke riski gibi finansal piyasadaki risklere, kurumsal yapı, politika ve politikaların uygulama farklılıklarına bağlamaktadır[16].

Henry (2007, s.889-891), Neo-klasik büyüme modeli temelinde sermaye akımlarının ekonomik büyümeye etkisini göstermeye çalışmıştır. Modele göre çıktının, sermaye ve emek kullanılarak üretildiği varsayılmaktadır. Cobb-Douglas üretim fonksiyonu ve emek tasarrufu sağlayan teknolojik gelişme varsayımı altında model;

$$Y = F(K, AL) = K^{\alpha}(AL)^{1-\alpha} \tag{1.1}$$

$k = K/(AL)$ bir birim etkin emek başına sermaye düzeyini ve $y = Y/(AL)$ bir birim etkin emek başına çıktı miktarını göstermektedir. Etkin emek başına üretim fonksiyonu;

$$y = f(k) = k^{\alpha} \tag{1.2}$$

Tasarruf oranı s ile gösterilmektedir. Sermayenin δ oranında yıprandığı, işgücünün (emeğin) n ve toplam faktör verimliliğinin (teknolojik gelişme) g oranında büyüdüğü varsayılmaktadır. Tasarruflar ulusal sermaye stokunu her bir dönemde arttırmakta ve sermaye birikiminin artmasına yardımcı olmaktadır. Yıpranma, nüfus ve toplam faktör verimliliği ise

[15] Stulz (1999; 2005) finansal varlık ticaretindeki engellerin (finansal varlık ticaretinin vergilendirilmesi gibi) kaldırılmasının ülkelerdeki toplam refah düzeyinde artışa neden olabileceğini ileri sürmektedr.

[16] Lucas (1990) çalışmasında ABD ve Hindistan'ı karşılaştırarak Neo-klasik modelin doğru olması halinde Hindistan'daki sermayenin marjinal ürününün ABD'den 58 kat daha fazla olması gerektiğini öne sürmüştür. Sadece bu durumda ABD'deki sermayenin tümü Hindistan'a yönelmektedir. Alfaro vd. (2008) ise Lucas paradoksunun altında yatan temel nedenin ülkeler arasındaki kurumsal kalite seviyesindeki farklılıkların olduğunu ileri sürmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde kurumsal kalite düzeyinin düşük olması, sermaye akımlarının teşviğini kırmaktadır.

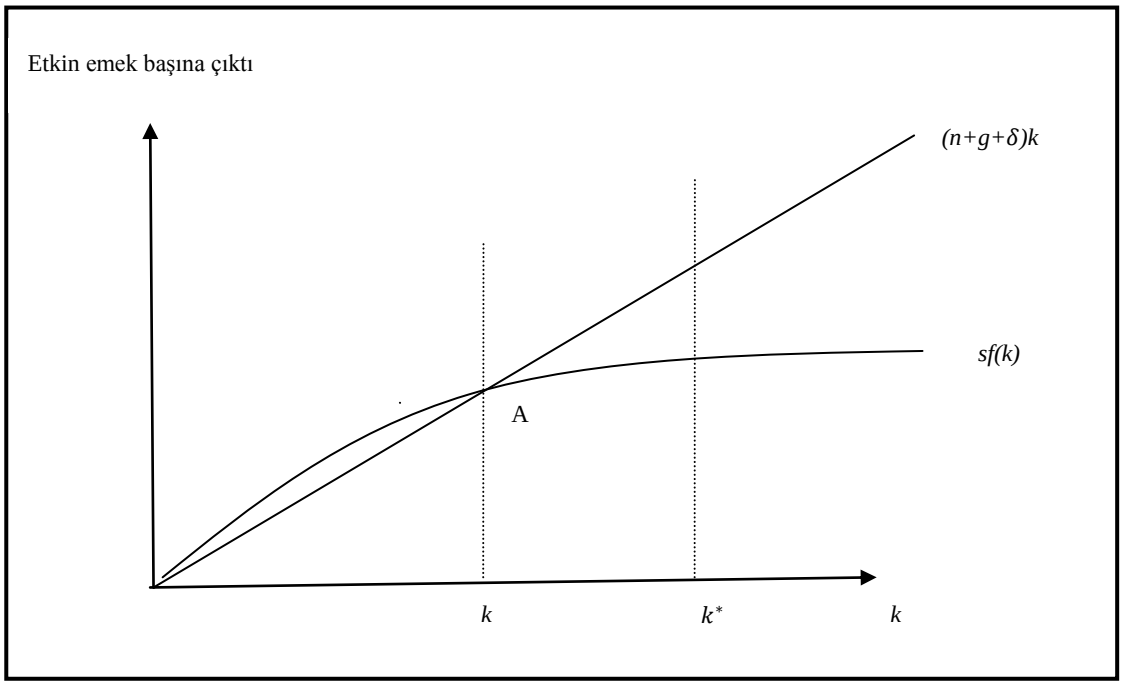
sermaye stokunu azaltmakta ve sermaye birikimini negatif etkilemektedir. Bu etkiler ışığında etkin emek başına sermayenin gelişimi;

$$\dot{k}(t) = sf(k(t)) - (n + g + \delta)k(t) \tag{1.3}$$

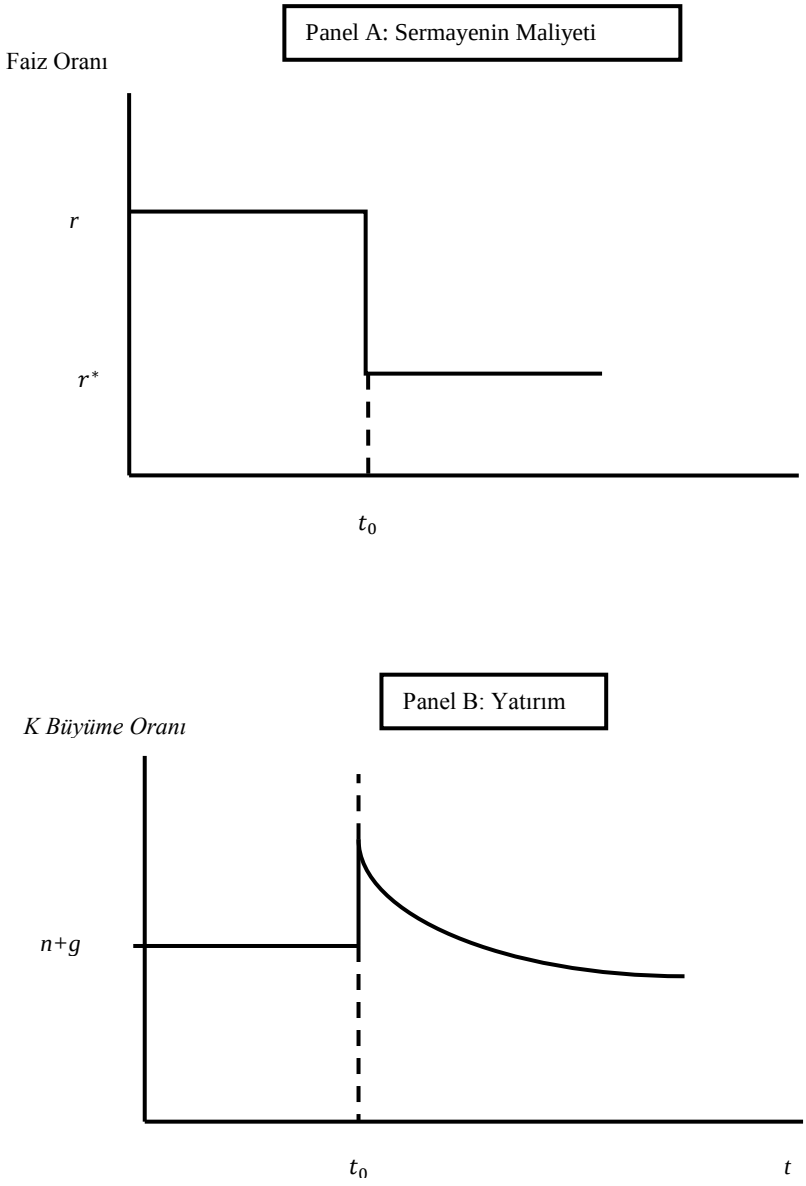
Ekonominin durağan denge düzeyini gösteren A noktasında $\dot{k}(t) = 0$'dır (Şekil 1.3). A noktasında etkin emek başına sermaye seviyesi (k) sabittir. Aksine sermaye seviyesi durağan denge düzeyinde sabit değil, n+g oranında büyümektedir. Emek başına çıktı düzeyi ise g oranında büyümektedir. Nihai olarak sermayenin durağan denge düzeyindeki marjinal ürünü, faiz oranı (r) ile yıpranma oranının (δ) toplamına eşit olmaktadır:

$$f'(k_{d.denge}) = r + \delta \tag{1.4}$$

Eşitlik (1.4) yatırım denge koşulunu göstermektedir. Eşitlik, sermaye hesabındaki serbestleşme sonrası ülkenin yatırım dinamiğini göstermesi açısından önemlidir. Çünkü sermaye hesabındaki serbestleşme sermayenin maliyeti yoluyla çalışmaktadır.



Şekil 1.3. Neo-klasik Büyüme Modelinde Sermaye Hesabındaki Serbestleşme
Kaynak: Henry (2007, s.890)

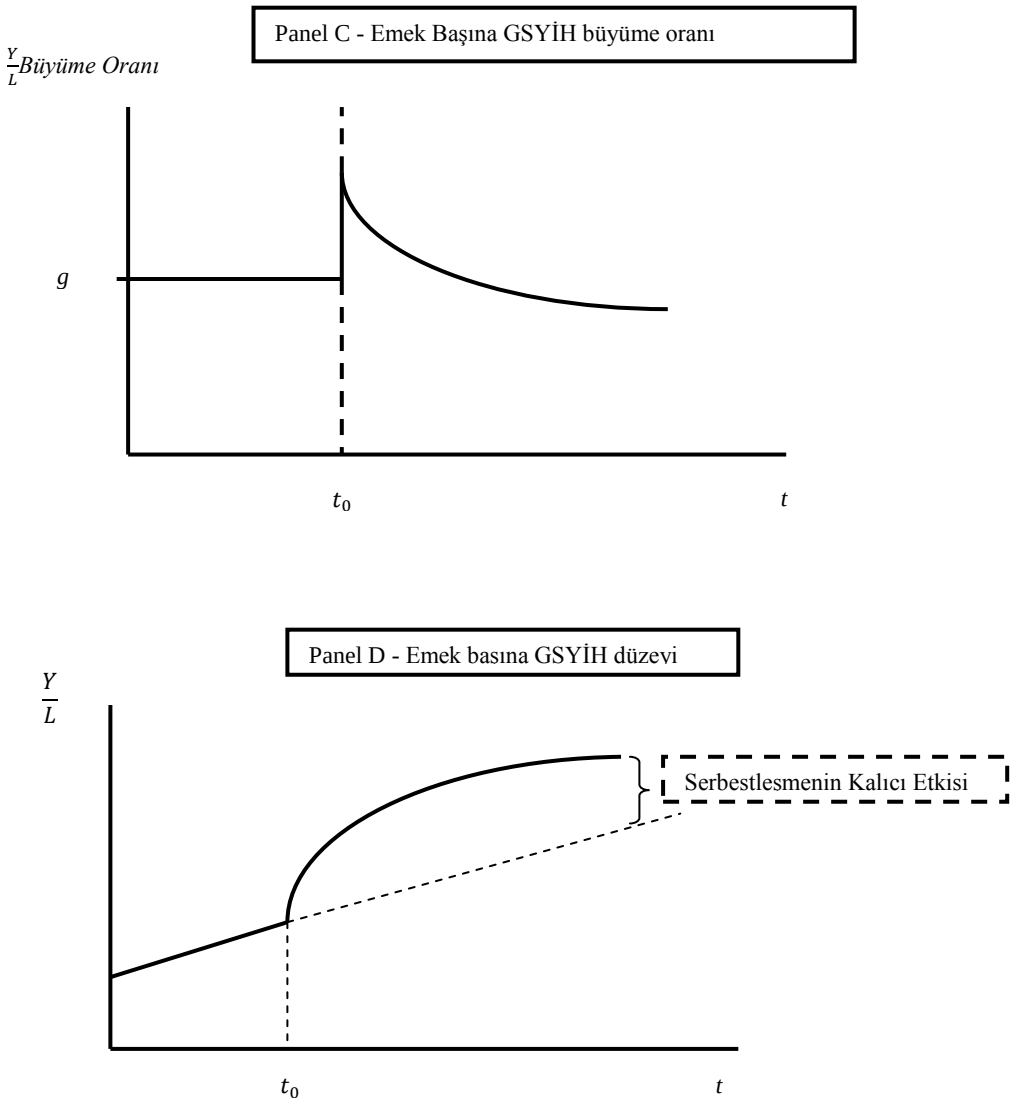


Şekil 1.4. Sermaye Hesabındaki Serbestleşmenin Yatırım Üzerindeki Etkisi
Kaynak: Henry (2007, s.892)

Modelde dışsal olarak veri kabul edilen yurt dışı faiz oranı r^* ile gösterilmektedir. Literatürdeki temel varsayım, etkin emek başına sermayenin dünyanın geri kalanında gelişmekte olan ülkeden daha fazla olması nedeniyle r^*'ın r'den düşük olduğudur. Ayrıca gelişmekte olan ülke dünya fiyatlarını etkileyememektedir. Bu varsayımlar altında gelişmekte olan ülkenin sermaye hesabında serbestleşme sağlaması, sermayenin yurt dışı faiz oranı ve ülkedeki sermaye getirisi arasındaki farkı kapatacak şekilde gelişmekte olan ülkeye yönelmesine ve sermaye düzeyinin artmasına neden olmaktadır. Modelde herhangi bir pürüzün olmaması, sermaye hesabındaki serbestleşme sonrası ülkenin etkin emek başına sermaye seviyesinin yeni durağan denge düzeyine artmasına neden olmaktadır. Şekil 1.3'te bu durum sermaye seviyesinin k'dan k*'a doğru sağa kayması şeklinde gösterilmektedir.

Serbestleşme sonrası durağan dengede, sermayenin marjinal ürünü yurt dışı faiz ve yıpranma oranının toplamına eşit olmaktadır;

$$f'(k^*_{d.denge}) = r^* + \delta \tag{1.5}$$



Şekil 1.5. Sermaye Hesabındaki Serbestleşmenin Büyüme Üzerindeki Etkisi
Kaynak: Henry (2007, s.892)

Henry (2007), sermaye hesabındaki serbestleşmenin çıktı üzerinde büyüme etkisine nispeten seviye etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Sermaye hesabındaki serbestleşme geçiş döneminde büyüme oranını arttırırken, uzun dönemde büyümeyi etkilememektedir. Şekil 1.4'te yatırımlar kısa dönemde artarken, uzun dönemde normale dönmektedir. Sermaye hesabındaki serbestleşmenin kişi başına çıktı seviyesi üzerinde ise kalıcı etkisi bulunmaktadır.

Şekil 1.5'te büyüme oranı kısa dönemde artarken, uzun dönemde değişmemektedir. Ancak kişi başına gelir seviyesi üzerindeki kalıcı etki şekil 1.5'de görülmektedir. Henry (2007)'e göre yeni durağan denge düzeyine anlık sıçrama yatay kesit regresyonlarla ilgili probleme işaret etmektedir. Serbestleşme dönemindeki anlık yakınsama emek başına çıktıdaki büyüme oranını bir dönemlik doruk noktasına ulaştırmaktadır. Serbestleşme dönemi sonrasında ise normal durumuna geri dönmektedir. Henry (2007)'ye göre ülkeler arasında büyüme oranlarındaki uzun dönem farklılıkları ölçmek için tasarlanan yatay kesit regresyonlar, anlık yakınsama olarak tanımlanan kısa dönemli değişimleri tespit etmede uygun bir yöntem değildir (Henry, 2007, s.889-891).

Neo-klasik büyüme modelinde sermaye akımları, ekonomik büyümeyi yatırım hacmini arttırarak desteklemektedir. İçsel büyüme modellerindeyse sermaye akımları, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere teknolojik yayılma gibi yatırımların verimliliğini etkileyen ilave faydalar sağlayarak ekonomik büyümeyi hem yatırım hacmindeki hem de yatırımların verimliliğindeki artış kanalıyla arttırmaktadır (Li ve Lui, 2005, s.393; Borenztein vd.1998).

Borensztein vd. (1998), içsel büyüme literatürünün önemli çalışmalarını (Romer, 1990; Grossman ve Helpman, 1991; Barro ve Sala-i-Martin, 1995) takip ederek, mevcut sermaye mallarının çeşit sayısındaki artış şeklindeki sermayenin derinleşmesinin bir sonucu olan teknolojik gelişmenin olduğu bir ekonomide doğrudan yabancı yatırımlar temelinde sermaye akımlarının ekonomik büyüme sürecindeki etkisini açıklamaya çalışmaktadır. Ekonomi aşağıdaki teknolojiye göre tek tip tüketim malı üretmektedir;

$$Y_t = AH_t^{\alpha} K_t^{1-\alpha} \tag{1.6}$$

Eşitlikte (1.6) A ekonomideki verimliliğin seviyesini etkileyen çeşitli kontrol ve politika değişkenlerini, H beşeri sermayeyi ve K fiziki sermayeyi göstermektedir. Ekonomide beşeri sermayenin veri bir donanım olduğu varsayılmaktadır. Fiziki sermaye, farklı çeşitteki sermaye mallarının toplamından oluşmakta, bu nedenle sermaye birikimi çeşit sayısındaki artışın sonucu olmaktadır. Zamanın her bir anındaki sermaye birikimi;

$$K = \left\{ \int_0^N x(j)^{1-\alpha} d_j \right\}^{\frac{1}{1-\alpha}} \tag{1.7}$$

Toplam sermaye, farklı çeşitteki sermaye mallarında sürekliliğin bileşimidir (her bir sermaye malı x(j) ile gösterilmektedir). Sermaye malları çeşit sayısı toplamı N'dir.

Ekonomide sermaye malları üreten iki tip firma bulunmaktadır. Yerli ve yabancı firmalar ekonomideki yatırımları üstlenmektedir. N sayıdaki sermaye malının n tanesini yerli firma, n* tanesini yabancı firma üretmektedir.

$$N = n + n^* \tag{1.8}$$

Uzmanlaşmış firmaların her bir çeşit sermaye malını ürettikleri ve bunu nihai mal üreticilerine m(j) oranından kiraladıkları varsayılmaktadır. Kira oranını nihai mal üretiminde kullanılan sermaye malının marjinal verimliliğine eşitleyen optimalite koşulunun sonucu olarak her bir sermaye malına olan talep x(j)'dir. Optimalite koşulu;

$$m(j) = A(1-\alpha)H^{\alpha}x(j)^{-\alpha} \tag{1.9}$$

Sermaye mallarının çeşit sayısındaki artış, yeni tipteki sermaye mallarının girişine olanak tanıyan gelişmiş ülkelerdeki teknolojinin benimsenmesini gerektirmektedir. Teknoloji benimseme sürecinin sabit uyum maliyeti (F) gerektirdiği varsayılmaktadır. Sabit uyum maliyetlerinin, ekonomide faaliyet gösteren yabancı firmaların toplam firmalar içindeki payı (n*/N) ile negatif ilişkili olduğu varsayılmaktadır. Yabancı firmaların toplam firmalar içindeki payı arttıkça sabit uyum maliyetleri azalmaktadır. Bu varsayım, yabancı firmaların yeni sermaye malları üretimi için gelişmiş ülkelerdeki bilgi birikimini gelişmekte olan ülkelere aktarması düşüncesini yansıtmaktadır. Bu nedenle, yeni sermaye çeşitleri üretimi için gerekli teknolojide temel kanal doğrudan yabancı yatırımlardır. Ayrıca teknolojide yakalama etkisi varsayımı, yenilikler sonucu ürün yaratmaya nispeten mevcut ürünlerin taklit edilmesinin daha ucuz olduğu gerçeğini yansıtmaktadır. Bu durumda uyum maliyetleri, yerli firmalar tarafından üretilen sermaye çeşiti sayısının gelişmiş ülkelerdeki sermaye çeşiti sayısına (N*) oranı ile pozitif ilişkilidir. N/N* oranının düşük olduğu ülkelerde taklit olasılığı artmakta, bu nedenle yeni teknolojileri benimseme maliyeti azalmaktadır. Uyum maliyetleri için varsayım;

$$F = F(n^*/N, N/N^*),\ \frac{\partial F}{\partial (n^*/N)} \prec 0 \text{ ve } \frac{\partial F}{\partial (N/N^*)} \succ 0 \tag{1.10}$$

Alternatif bir ifadeyle (1.10) numaralı eşitlik, Grossman ve Helpman (1991)'ı takiben kalite basamakları olarak ifade edilebilmektedir. Çeşit sayısındaki bir artış, mevcut malların kalitesindeki bir artış olarak yorumlanabilmektedir. Yabancı firmaların mevcut sermaye mallarının kalitesindeki artış maliyetini düşürmesi durumunda, doğrudan yabancı yatırımlar ile uyum maliyetleri arasındaki ilişki negatif olmaktadır. Sermaye malı piyasaya arz edildiğinde üretici dönem başına sabit uyum maliyeti ödemek zorundadır. Ayrıca üretimin

sabit marjinal maliyetinin 1 olduğu ve sermaye mallarının tamamen yıprandığı varsayımı yapılabilmektedir. Faiz oranının (r) sabit olduğu varsayımı altında durağan denge durumunda yeni çeşit j sermaye malı üreticisinin kârı;

$$\Pi(j)_t = -F(n_t^* / N_t, N_t / N_t^*) + \int_t^{\infty} [m(j)x(j) - x(j)]e^{-r(s-t)}ds \tag{1.11}$$

(1.9) numaralı talep kısıtı altında, üreticin kâr maksimizasyonu (1.11), her bir x(j) sermaye malı üretimi için denge seviyesini vermektedir:

$$x(j) = HA^{1-\alpha}(1-\alpha)^{2/\alpha} \tag{1.12}$$

x(j) zamandan bağımsızdır ve her bir yeni malın üretim seviyesi aynıdır. Ayrıca her bir malın üretim seviyesinin aynı olması, üreticiler arasındaki simetriden kaynaklanmaktadır. (1.12) numaralı eşitlik, (1.9) numaralı talep fonksiyonunda yerine koyulduğunda, kira oranı uyum maliyetlerinin üzerindeki kâra eşittir.

$$m(j) = 1/(1-\alpha) \tag{1.13}$$

Modelde piyasaya giriş engellerinin bulunmadığı varsayılmaktadır. Bu durumda sıfır kâr koşulu çözümünden getiri oranı (r);

$$r = A^{1/\alpha}\phi F(n*/N, N/N*)^{-1}H \tag{1.14}$$

$$\phi = \alpha(1-\alpha)^{(2-\alpha)/\alpha}$$

Sermaye birikimi, tasarruf davranışı tarafından belirlenmektedir. Bireylerin maksimize etmeye çalıştığı zamanlar arası fayda fonksiyonu;

$$U_t = \int_t^{\infty} \frac{C_s^{1-\sigma}}{1-\sigma} e^{-\rho(s-t)}ds \tag{1.15}$$

C, nihai malın tüketim miktarını göstermektedir. Veri getiri oranının r'ye eşit olduğu durumda optimal tüketim patikası:

$$\frac{\dot{C}_t}{C_t} = \frac{1}{\sigma}(r-\rho) \tag{1.16}$$

Durağan denge düzeyinde tüketimdeki büyüme oranı, çıktıdaki büyüme oranına (g) eşit olmak zorundadır. Eşitlik (1.14)'ü (1.16) numaralı eşitlikte yerine koyduğumuzda ekonominin büyüme oranı;

$$g = \frac{1}{\sigma}\left[A^{1/\alpha}\phi F(n^*/N, N/N^*)^{-1} - H - \rho\right] \tag{1.17}$$

Eşitlik 1.17'ye göre üretilen toplam ürünün yabancı firmalar tarafından üretilen payı (n*/N) ile nitelendirilen doğrudan yabancı sermaye yatırımları, sermaye mallarının yeni çeşitlerinin giriş maliyetlerini düşürmekte, yeni sermaye malları çeşit sayısını arttırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde (N/N* oranının düşük, gelişmiş ülkelere nispeten sermaye malı çeşit sayısının az olduğu ülke) yeni sermaye mallarının giriş maliyetleri düşüktür. Ayrıca bu ülkelerde teknoloji benimseme maliyetinin düşük olması ülkelerin daha hızlı büyümesine neden olmaktadır. Doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki artışlar ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisi, beşeri sermaye düzeyi ile pozitif ilişkilidir. Sermaye girişlerinin olduğu ülkede beşeri sermaye düzeyinin yüksek olması, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde daha yüksek etki göstermesine neden olmaktadır (Borensztein vd., 1998, s.118-121).

Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen ilk çalışmalar büyümenin temel belirleyicisi olarak faktör birikimi kanalını vurgularken, yakın geçmişteki çalışmalar finansal bütünleşme sürecinde toplam faktör verimliliği kanalının faktör birikimi (sermaye birikimi) kanalından daha etkin olduğunu ileri sürmektedir (Bonfiglioli, 2008; Alfaro vd., 2009; Bekaert vd., 2011)[17].

Levine (2001), uluslararası finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği önemli bir kanalın finansal bütünleşmenin toplam faktör verimliliği üzerindeki etkisi olduğunu iddia etmektedir. Gourinchas ve Jeanne (2006) ise genel denge modelini kullanarak sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin düşük olduğunu göstermiş, bu durumun uzun dönemli ekonomik büyümenin temel belirleyicisinin verimlilikteki büyüme olmasından kaynaklandığını ileri sürmüştür. Kose vd. (2009b), finansal bütünleşmenin faktör verimliliğini etkilediği birçok kanal olduğunu öne sürmektedir. Finansal bütünleşme, yurt içi finansal sektörün gelişmesi, kurumsal kalitenin arttırılması, güçlü makroekonomik politika uygulamaları kanallarıyla kaynakların tahsis etkinliğini arttırarak verimlilikteki büyümeye pozitif etki etmektedir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım akımları

[17] Bils ve Klenow (1996), Klenow ve Rodriguez-Clare (1997), Hall ve Jones (1999), Easterly ve Levine (2001) toplam faktör verimliliği kanalının ekonomik büyüme sürecinde daha önemli olduğuna vurgu yapan çalışmalar yapmıştır.

şeklindeki sermaye akımları, teknoloji ve yönetimsel deneyim transferi yoluyla verimlilik kazancı sağlamaktadır.

Bonfiglioli (2008)'ye göre sermaye akımları ekonominin kredi kısıtını azaltarak verimli yatırımların üstlenilmesine olanak tanımakta ve toplam faktör verimliliğini arttırmaktadır (Acemoğlu ve Zilibotti, 1997). Ayrıca sermaye hareketlerindeki artış, yenilikçi faaliyetlerde daha fazla risk alınmasını sağlayarak (Saint-Paul, 1992; Obstfeld, 1994) ve uluslararası risk çeşitlendirme fırsatlarını arttırarak yatırımlardan bağımsız olarak verimliliğe katkıda bulunmaktadır. Wurgler (2000) ve Lundblad (2013), finansal bütünleşmenin yatırımları arttırmasa dahi tahsis etkinliğine katkıda bulunması yoluyla verimliliği arttırabileceğini ileri sürmektedir (Saint-Paul, 1992; Obstfeld, 1994; Acemoglu ve Zilibotti, 1997; Wurgler, 2000; Bonfiglioli, 2008; Lundblad, 2013, s.47). Ancak Eichengreen (2000), sermayenin marjinal ürününün farklı alanlarda değişmesi durumunda finansal bütünleşmenin kaynakları düşük getirili projelerden yüksek getirili projelere aktaramayacağını, bu durumda finansal piyasaların bilgi asimetrileri nedeniyle işlemeyeceğini ileri sürmektedir (Eichengreen, 2000, s.1105).

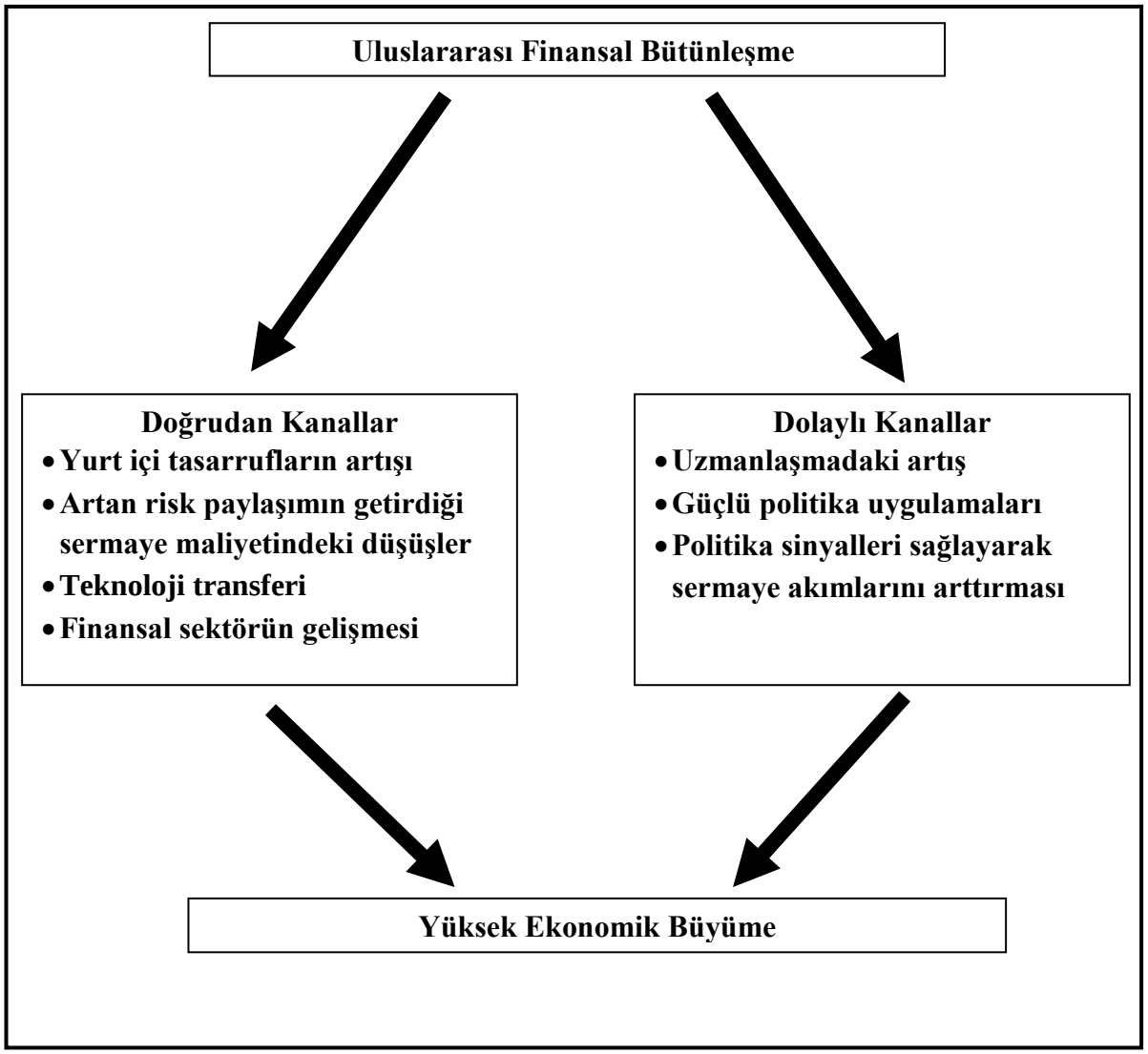
1.7.1.1. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etki Kanalları

Bu bölümde finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan ve dolaylı etki kanalları incelenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği doğrudan ve dolaylı kanallar bulunmaktadır. Doğrudan kanallar, yerel yatırımların finansmanı için gereken yurt içi tasarruflardaki artışı, artan uluslararası risk paylaşımının getirdiği sermaye maliyetindeki düşüşü, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere teknoloji transferini ve finansal sektörün gelişimini içermektedir (Şekil 1.6). Dolaylı kanallar ise, uzmanlaşmadaki artışı, politika yapıcıları makroekonomik ve diğer alanlarda güçlü politika uygulamaları için disipline etmeyi ve güçlü politika uygulamaları sonucu sermaye akımlarındaki artışı içermektedir (Prasad vd., 2003, s.13-14; Wei, 2006, s.459).

Sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etki kanallarını göstermeye çalışan Bailliu (2000), Pagano (1993)'nun modelini uluslararası sermaye akımlarını da içerecek şekilde geliştirmektedir. Pagano (1993), finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini açıklamak için AK tipi içsel büyüme modeli kullanmaktadır. Modelde, toplam çıktı toplam sermaye stokunun doğrusal bir fonksiyonudur:

$$Y_t = AK_t \tag{1.18}$$



Şekil 1.6. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etki Kanalları
Kaynak: Prasad vd., 2003, s.13

Üretim fonksiyonu iki temel yapının sonucu indirgenmiş halde görülmektedir. İlk yapı Romer (1990)'in çalışmasında yer alan yapıdır. Romer (1990), ekonomide dışsallıkların olduğu rekabetçi piyasada her bir firmanın ölçeğe göre sabit getirili teknolojiyle karşı karşıya olduğu durumda, verimliliğin toplam sermaye stoku K_t'nin artan bir fonksiyonu olduğunu ileri sürmektedir. N tane benzer firmanın olduğu ekonomide her bir firma, k_t sermaye stokuyla $y_t = Bk_t^{1-\propto}$ kadar çıktı üretmektedir. B bireysel firmalar tarafından parametre olarak varsayılmakta ve ortalama sermaye stokuna karşılık gelmektedir ($B = Ak_t^{1-\propto}$). Bu durumda toplam çıktı $Y_t = Ny_t$, (1.18) numaralı denklemle gösterilebilmektedir. İkinci yapı ise Lucas (1988)'ın çalışmasında yer alan yapıdır. Lucas (1988), K_t'yi fiziki ve beşeri sermaye stokunun bileşimi varsayarak AK modeli elde etmektedir. Bu durumda, aynı teknolojiyle sermayenin her iki türü de yeniden üretilebilmektedir.

Modelde nüfusun durağan olduğu varsayılmaktadır. Ekonomide tek bir mal üretilmekte, bu mal yatırım veya tüketim için kullanılmaktadır. Ekonomide üretilen mal yatırım için kullanılıyorsa her dönemde δ oranında yıpranmaktadır. Bu durumda yurt içi yatırım;

$$I_t = K_{t+1} - (1-\delta)K_t \tag{1.19}$$

Kamu sektörünün olmadığı kapalı bir ekonomi için sermaye piyasalarında denge, yurt içi tasarrufların S_t, yurt içi yatırımlara I_t eşit olmasını gerektirmektedir. Bu nedenle açık bir ekonomide tasarrufların $1-\phi$ kadarlık kısmının finansal aracılık sürecinde kaybolacağı uygun bir varsayımdır.

$$\phi S_t = I_t \tag{1.20}$$

Modelde t+1 anında büyüme oranı;

$$g_{t+1} = Y_{t+1} / Y_{t-1} = K_{t+1} / K_{t-1} \tag{1.21}$$

Eşitlik (1.19) kullanılarak durağan denge büyüme oranınına ulaşılabilmektedir;

$$g = A\frac{1}{Y} - \delta = A\phi s - \delta \tag{1.22}$$

İkinci adımda yatırım, sermaye piyasası denge koşulu (1.20) için kullanılmakta ve yurt içi tasarruf oranı S/Y, s ile ifade edilmektedir.

Eşitlik (1.22) finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği kanalları göstermektedir. Finansal gelişme, tasarrufların yatırımlara aktarılma oranını (ϕ'yı), sermayenin sosyal marjinal verimliliğini (A'yı) ve özel tasarruf oranlarını (s'i) etkileyerek ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir (Pagano, 1993, s.614-615; Bailliu, 2000).

Bailliu (2000), Pagano (1993)'nun modelini uluslararası sermaye akımlarını da içerecek şekilde geliştirmektedir. Model, yabancı yatırımcıların yalnızca finansal aracılar kanalıyla yatırım yaptıklarını varsaymaktadır. Sermaye akımları yatırımların finansmanı için gereken tasarrufları arttırmaktadır. Sermaye akımlarının varlığında sermaye piyasalarındaki denge;

$$\phi^*(S_t + NCF_t) = I_t^* \tag{1.23}$$

NCF net uluslararası sermaye akımlarını göstermektedir. Bu durumda durağan denge büyüme oranı;

$$g^* = A^* \frac{I^*}{Y} - \delta = A^* \phi^* \frac{(S + NCF)}{Y} - \delta = A^* \phi^* s^* - \delta \qquad (1.24)$$

Eşitlik (1.24), finansal aracılığı ve uluslararası sermaye akımlarını içeren AK tipi büyüme modelinde durağan denge büyüme oranını göstermektedir. İçsel büyüme modeline göre, sermaye akımları üç yolla durağan denge büyüme oranı etkileyebilmektedir;

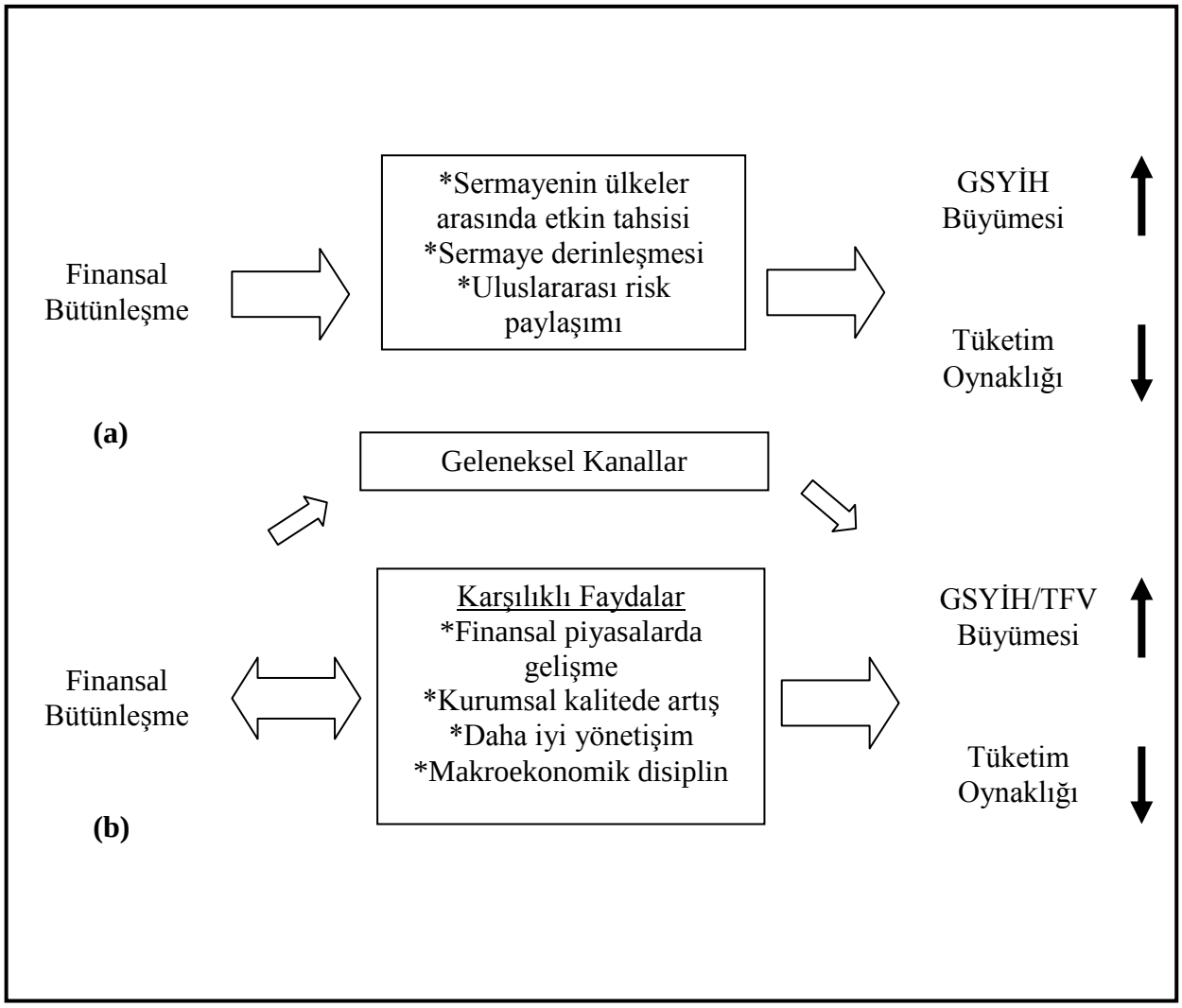
(i) Sermaye akımları yatırımları etkileyerek büyümeyi arttırmaktadır. s*'ın (sermaye akımlarının bulunduğu modeldeki tasarruf oranı) s'den daha büyük olması durumunda g* da g'den daha büyük olmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin varlığında tasarruf oranlarındaki artış, yatırımların finansmanını için kullanılmalıdır. Bu durumda yabancı yatırımlar yurt içi yatırımları tamamlamakta ve büyüme artmaktadır.

(ii) Sermaye akımları dışsallık ve pozitif yayılma etkileri yaratarak yatırımları arttırabilmektedir. Modelde sermaye hareketlerinin pozitif yayılma etkileri sağlayan yatırımlarda artışa neden olması, sermayenin sosyal marjinal verimliliğini etkileyerek büyümeyi arttırmaktadır (A*, A'dan daha büyük olmaktadır).

(iii) Sermaye akımları yurt içi finansal aracılığın gelişmesine katkıda bulunarak büyümeyi etkilemektedir. Yurt içi finansal kurumlar, tasarrufların yatırımlara aktarılma oranını ($\phi^* \succ \phi$) ve sermayenin sosyal marjinal verimliliğini (A*>A) arttırarak dolaylı olarak ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde sermayenin sosyal marjinal verimliliği ve tasarrufların yatırımlara aktarılan oranı daha büyüktür. Modele göre iki ülkenin aynı büyüklükte sermaye akımlarına maruz kaldığı durumda, finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkede yabancı fonların verimli yatırımlara tahsisi daha etkin yapılmakta ve böylece büyüme artmaktadır (Bailliu, 2000).

Finansal bütünleşmenin doğrudan ve dolaylı etkilerine rağmen, finansal bütünleşme gelişmekte olan birçok ülkede makroekonomik oynaklıkta artış ve krizler şeklinde olumsuz makroekonomik etkiler gösterebilmektedir. Bu nedenle finansal bütünleşme sürecindeki en önemli sorun, finansal bütünleşmenin neden bazı durumlarda pozitif bazı durumlarda ise negatif etki göstermesidir. Kose vd. (2009a), finansal bütünleşmenin doğrudan etkilerinin yanında dolaylı etkilerinin önemini vurgulamakta ve "karşılıklı faydaların" (collateral benefits) finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme etkilerini yönlendirdiğini ileri sürmektedirler. Finansal bütünleşme temel olarak uzun dönemli ekonomik büyümeyi ve refahı destekleyen karşılıklı faydalar sağlamada hızlandırıcı rol oynamaktadır. Bu karşılıklı faydalar;

yurt içi finansal sektördeki gelişmeyi, kurumsal kalitedeki ilerlemeyi ve güçlü makroekonomik politika uygulamalarını içermektedir (Şekil 1.7). Bu karşılıklı faydalar genellikle tahsis etkinliğindeki artış kanalıyla ekonomik büyümeye ve toplam faktör verimliliğine katkı sağlamaktadır (Kose vd., 2009a, s.10-40).



Şekil 1.7. Finansal Bütünleşmenin Karşılıklı Faydaları
Kaynak: Kose vd., 2009, s.42

Yakın dönemde yapılan çalışmaların temel konusu bu karşılıklı faydalardır. Mishkin (2006; 2009a; 2009b), finansal bütünleşmenin finansal sektördeki gelişme için ilave teşvikler sağlayarak ekonomik büyümeyi desteklediğini ileri sürmektedir. Stulz (2005) ise finansal bütünleşmenin kurumsal kalite üzerindeki etkisine odaklanarak finansal bütünleşmenin finansal gelişmeyi ve ekonomik büyümeyi engelleyen ikiz asil-vekil problemini (problemlerden biri şirket içindekilerin diğeri ise kural koyucuların asil-vekil problemidir) hafiflettiğini göstermektedir. Finansal bütünleşme, şirket içindekilerin ve küçük yatırımcıların haklarını korumak için teşvikler sağlayarak ve dış finansman maliyetini azaltarak şirket

yönetişimini iyileştirmektedir (Stulz, 2005). Obstfeld (1998), uluslararası finansal piyasaların temel pozitif etkisinin politika yapıcılara disiplin yüklemesi olduğunu belirtmektedir. Finansal bütünleşme, güçlü politika uygulamalarının faydalarını arttırarak ve reformlar için siyasi destek sağlayarak makroekonomik politikalara disiplin yüklemektedir. Sermaye kontrolleri ise politika yapıcılar üzerindeki disiplini zayıflatmaktadır. Bartolini ve Drazen (1997) sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin ardından ülkeye yönelen sermaye akımlarının, kamu otoritesinin sermaye kontrollerine ilişkin gelecekteki davranışları için potansiyel bir sinyal olabileceğini öngörmektedir. Sermaye hareketlerindeki serbestleşme, kamu otoritesinin gelecekte sermaye kontrolleri uygulama olasılığının düşük olduğunu ve uygulanacak politikaların muhtemelen yatırımcı dostu politikalar olacağını göstermektedir[18]. Gourinchas ve Jeanne (2005), finansal bütünleşmenin başarısının yurt içi politikalar üzerindeki disiplin etkisi olarak görülebileceğini ileri sürmektedir. Gourinchas ve Jeanne (2005), kısmi denge modelini kullanarak sermaye akımlarının yurt içi politika tercihleri üzerinde disiplin etkisi meydana getirdiğini göstermektedir. Modelde krizin olmadığı durumda sermaye hareketleri reformlar için yurt içi destek sağlarken, sermaye akımlarının reformlar için olumsuz etki yaptığı durumda desteği azaltarak kriz riskini arttırmaktadır. Sermaye hareketleri yurt içi politika tercihlerini iki yolla etkileyebilmektedir; sermaye akımları güçlü politika uygulamaları sonucu elde edilen faydaların arttırılmasında ve reformlar için politik destek sağlanmasında kilit rol oynamaktadır (Obstfeld, 1998; Gourinchas ve Jeanne, 2005) [19] [20].

1.7.2. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisinde Yeni Yaklaşımlar

Bu bölümde finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde yeni bir yaklaşım olan eşik hipotezi yaklaşımı ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

1.7.2.1. Eşik Hipotezi Yaklaşımı

Gelişmekte olan ülkelerde finansal bütünleşmenin uzun dönemli ekonomik büyümeyi arttıracağı ve tüketimdeki oynaklık riskini azaltacağı yönündeki güçlü teorik öngörüleri sınamak için yapılan uygulamalı çalışmalar son derece zayıf bulgular ortaya koymaktadır. Finansal bütünleşmenin etkilerini inceleyen literatür, ülkelerin belirli yapısal ve

[18] Yatırımcıların kamunun faaliyetleri ve sınırları hakkında eksik bilgiye sahip olması nedeniyle kamunun cari dönemde yatırımlara yönelik uyguladığı politikalar gelecekteki politika tercihlerine ilişkin çıkarımlar sağlamaktadır. Bu durumda, kamunun sermaye hareketlerinde serbestleşme sağlama isteği gelecekteki yatırım politikalarına ilişkin uygun sinyaller sağlamaktadır. Sinyallerin başarılı olması durumunda ülkeye yönelen sermaye akımları artmaktadır (Bartolini ve Drazen, 1997, s.139).

[19] Kim (2003), sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin ülkelerdeki bütçe açığını düşürdüğünü göstermiştir. Sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin disiplin etkisi, sabit kur rejiminin uygulandığı ya da merkez bankası bağımsızlığının zayıf olduğu ülkelerde daha güçlüdür. Ayrıca disiplin etkisi, sermaye piyasalarındaki bütünleşmenin arttığı 1990'larda daha güçlüdür. Bulgular, bütçe açığındaki artışın sermaye hesabındaki serbestleşmeyi negatif etkilediğini göstermektedir (Kim, 2003, s.831-840).

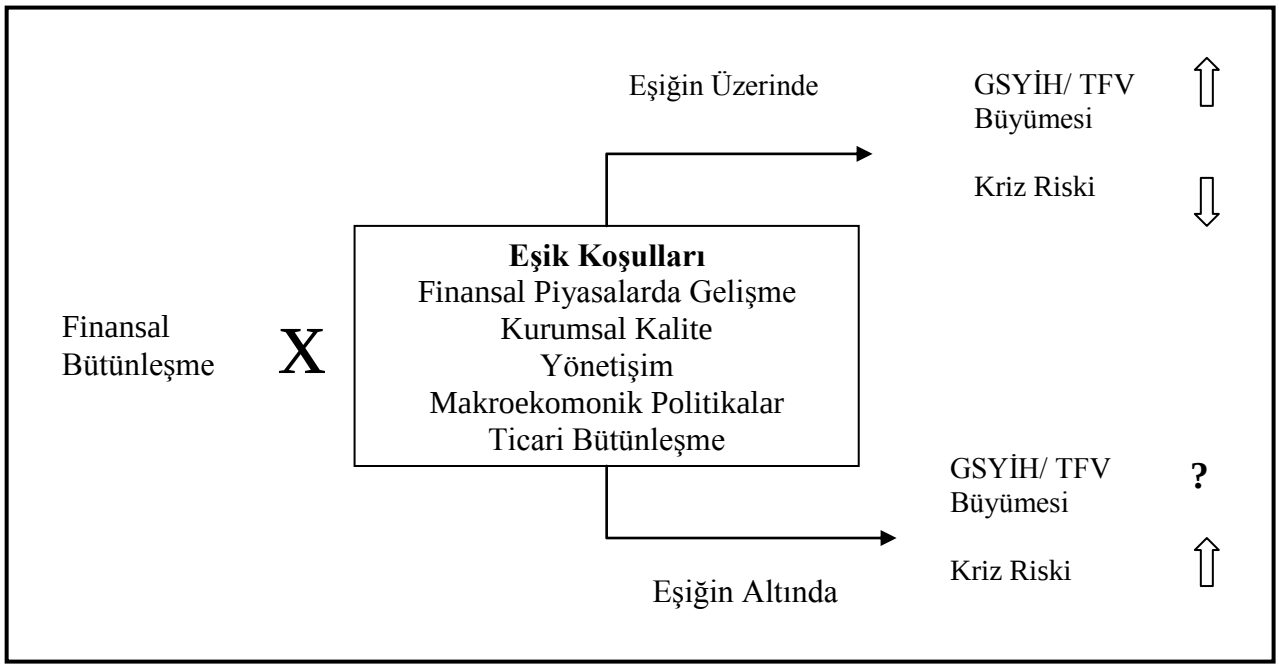
[20] Grilli ve Milesi-Ferretti (1995) ve Tytell ve Wei (2004), finansal bütünleşme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde enflasyon düzeyinin daha düşük olduğunu göstermişlerdir.

makroekonomik faktörlerle ilişkilendirilen uygun başlangıç koşullarına sahip olmaması nedeniyle finansal bütünleşmeye bağlı ekonomik büyümede dalgalanmalara ve krizlere maruz kaldığını ileri sürmektedir. Bu nedenle uygun başlangıç koşullarından yoksun gelişmekte olan ülkelerin krizlerden korunsa bile, finansal bütünleşmenin faydalarından yararlanamayacağı ileri sürülmektedir. Finansal bütünleşmenin büyüme etkilerinin arttırılması ve risklerinin azaltılması için ülkelerin uygun başlangıç koşullarını hazırlamaları gerekmektedir. Kose vd. (2009a; 2010), finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi etkileyen koşullu değişkenleri "*EŞİK KOŞULLARI"* olarak adlandırmaktadır. Çalışmalar, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrar üzerindeki etkisinin eşik koşullarına bağlı olarak arttığını ileri sürmektedir. *Eşik koşulları; finansal sektördeki gelişmeyi, kurumsal kaliteyi, ticaretteki bütünleşmeyi ve ayrıca makroekonomik politika yapısını kapsamaktadır* (Dell'Ariccia, 2008; Kose vd., 2009a, s.41-43, s.26; Kose vd., 2010, 4306-4307).

IMF (2012) tarafından ortaya konan sermaye akımlarının yönetimine ve sermaye hesabının serbestleştirilmesine yönelik kurumsalcı görüş, Kose vd. (2009a; 2010) tarafından ortaya konan eşik hipotezi yaklaşımını desteklemektedir. IMF (2012), sermaye hesabındaki serbestleşmenin yalnızca belirli bir finansal, kurumsal ve ekonomik gelişme seviyesine ulaşılması durumunda optimal olacağını ileri sürmektedir. IMF (2012), eşik finansal ve kurumsal gelişme seviyesine sahip ülkelerin sermaye akımlarının risklerine daha az maruz kaldığını, bu ülkelerde sermaye akımlarının önemli büyüme etkileri sağladığını ileri sürmektedir. Ayrıca, sermaye akımları ülkenin finansal ve kurumsal gelişimini teşvik etmektedir. Ancak yükselen piyasa ekonomilerinin ve diğer gelişmekte olan ülkelerin birçoğunun henüz bu eşiği sağlayamaması nedeniyle sermaye akımlarının büyüme etkilerinin bu ülkelerde görülemediği, sermaye akımlarının risklerinin faydalarını aştığı belirtilmektedir.

Sermaye hesabındaki serbestleşme, ülkelerde etkin finansal piyasaların, kaliteli kurumların ve güçlü makroekonomik politikaların bulunmaması halinde ülkeyi uygun olmayan sermaye akımlarına maruz bırakmakta, akımların ani durması ve tersine dönmesi ile birlikte kırılganlığı arttırmaktadır. Bu nedenle finansal bütünleşme ve başlangıç koşulları arasındaki etkileşim ekonomik büyüme ve makroekonomik oynaklık sonuçlarını belirlemektedir. Eşik etkileri, finansal bütünleşmenin saf etkilerini göstermeye çalışan çalışmaların neden farklı sonuçlara ulaştığına ışık tutmaktadır. Şekil 1.8'e göre eşik seviyesinin üzerindeki ülkelerdeki finansal bütünleşmenin büyüme etkileri anlamlı olarak farklılaşmaktadır. Eşik faktörler, finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde önemli rol oynamakta, eşik etkilerinin çalışmalara dahil edilmesi durumunda finansal bütünleşmenin pozitif büyüme ve

makroekonomik istikrar etkisine yönelik sonuçlara ilişkin kanıtlar artmaktadır (Dell'Ariccia, 2008; Prasad ve Rajan, 2008; Kose vd., 2009a, s.41-43; Kose vd., 2010, s.4306-4307; IMF, 2012).



Şekil 1.8. Eşik Hipotezi Yaklaşımı
Kaynak: Kose vd. (2009, s.44)

Finansal bütünleşme, uygun başlangıç koşullarına sahip olunmaması durumunda risklerin faydaya oranını arttırmaktadır. Eşik koşullarının sağlanması, finansal bütünleşmeyle ilişkili tüm risklerin ortadan kaldırıldığı anlamına gelmemektedir. Riskler tamamen ortadan kaldırılamamakta, ancak finansal bütünleşmenin fayda-risk hesabı ilerletilebilmektedir. Eşik koşullarının sağlanamaması durumunda, finansal bütünleşme süreci daha dikkatli yönetilmelidir. Finansal bütünleşmenin doğru işlemesi için tüm ülkelere yönelik tek bir yaklaşım bulunmamaktadır. Aslında karşılıklı fayda ve eşik etkileri yaklaşımları finansal bütünleşme teorisinde bireysel ülke koşullarının önemini vurgulamakta ve elde edilen faydaların ülkeye bağlı olarak değişebileceğini göstermektedir (Dell'Ariccia, 2008; Prasad ve Rajan, 2008; Kose vd., 2009a, s.42-43; IMF, 2012)[21].

1.7.2.1.1. Finansal Gelişme Kanalı

Bu bölümde finansal sektördeki gelişmelerin, finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye dolaylı etkisi incelenemektedir.

[21] Ülkelerdeki kurumsal kalitenin oluşumu, piyasa disiplininin artışı ve finansal sektörün gelişmesi zamana ihtiyaç duymaktadır. Bu nedenle kısa ve hatta uzun zaman aralığında bile finansal bütünleşmenin faydalarını tespit etmek zorlaşmaktadır (Prasad ve Rajan, 2008, s.153-154).

Finansal sistem; bilgi ve işlem maliyetlerini düşürerek, tasarrufların hareketini sağlayarak, sermayenin tahsisini geliştirerek, şirket ve risk yönetimini (risk ticaretini, riskten korunmayı ve risk çeşitlendirmesini kolaylaştırır) iyileştirerek, yöneticilerin izlenmesini sağlayarak ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Bankacılık ve hisse senedi piyasalarındaki gelişmeler, artan uzun dönemli ekonomik büyüme ve toplam faktör verimliliği ile ilişkilendirilmektedir (McKinnon, 1973; Shaw, 1973; King ve Levine, 1993a; 1993b; 1993c,; Levine, 1997; 2003; 2004; Levine vd., 2000; Beck vd., 2000).

Finansal bütünleşme, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümenin arttırılmasında ve yoksulluğun azaltılmasında önemli bir faktördür. Mishkin (2006; 2009a, s.139-49) finansal bütünleşmenin potansiyel getirilerinin çok fazla olduğunu, ancak ülkelerin tamamlayıcı reformlarla süreci desteklemedikçe bu faydalardan yararlanamayacağını belirtmektedir. Finansal bütünleşmenin faydalarından yararlanabilmek için etkin bir finansal sistem gereklidir. Mishkin (2009a)'e göre güçlü bir finansal sistem ekonomik büyümenin olmazsa olmazıdır. Uygun finansal aracılığın bulunmaması durumunda tasarruf sahipleri kaynaklarını yatırımcılara aktaramamakta ve sermaye etkin tahsis edilememektedir. Finansal gelişme, finansal sistemin tasarrufları düşük getirili yatırımlardan yüksek getirili yatırımlara aktarmasını sağlamakta, risk paylaşımında artışa ve sermayenin küresel çapta en verimli kullanım alanına tahsis edilmesine olanak tanımakta ve ekonomik büyümeye destek olmaktadır. Uluslararası finansal bütünleşme, finansal sistemdeki gelişmeyi destekledikçe kurumsal reformlar için destek sağlayarak finansal sistemin etkin çalışmasını sağlamaktadır. Finansal bütünleşme, finansal gelişme kanalıyla ekonomik etkinlikte anlamlı artışlara neden olabilmektedir (Summers, 2000; Mishkin, 2006; 2009a; 2009b) [22]. Mishkin (2006) üç kritik tespite dikkati çekmektedir;

(i) Finansal gelişmenin gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik büyüme için önemli olduğu,

(ii) Uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmenin finansı etkin ve güçlü kıldığı,

(iii) Finansal bütünleşmenin faydalarından yararlanabilmek için gerekli tamamlayıcı reformların gelişmekte olan ülkelerde başarılabilir olduğudur (Mishkin, 2006; Rodrik ve Subramarian, 2009, s.123).

[22] Mathieson ve Rojas-Suarez (1992) sermaye hesabındaki serbestleşmenin faydalarından yararlanabilmek ve yarattığı risklerin azaltılması için yurt içi ve yurt dışı finansal piyasaların koşulları arasındaki farkları azaltan makroekonomik ve finansal politikaların uygulanması gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Fonların yurt dışına çıkışını hızlandıran vergi politikalarından kaçınılmalı, yurt içi finansal sistemlerin etkinliği arttırılmalı, fiyat ve ücret esnekliğini arttıran ölçüler kullanılmalı, yurt içi yerleşiklere uluslararası çeşitlendirilmiş portföy tutma olanağı sağlanmalı ve modern riskten kaçınma ve risk yönetimi politikaları uygulanmalıdır (Mathieson ve Rojas-Suarez, 1992).

Finansal piyasaların yabancı yatırımcıların rekabetine açılması, banka ve risk yönetim tekniklerinde ilerlemeye, yeni finansal araç ve hizmetlerin piyasa girişine neden olmaktadır. Finansal sektördeki doğrudan yabancı yatırımlar, ihtiyatlı düzenlemeleri arttırmaktadır. Uluslararası bankalar daha yüksek kapitalizasyona sahiptir ve aşırı risk almayı gerektirecek işlemlere girmeleri muhtemel değildir. Finansal bütünleşme, yabancı bankaların yurt içi finansal düzenlemeleri geliştirmesini sağlamaktadır. Bu durum, ülkedeki finansal aracılık sisteminin gelişmesine katkıda bulunarak yatırımları ve büyümeyi desteklemektedir. Bu nedenle finansal bütünleşmenin önemli bir ön koşulu yurt içi finansal sistemin güçlendirilmesidir. Finansal bütünleşme yalnızca yatırımları arttırarak değil, kaynakların yatırım projeleri arasında etkin tahsisini sağlayarak verimlilikteki artış kanalıyla ekonomik büyümeye katkıda bulunabilmektedir. Yabancı sermaye ve yabancı bankalar üzerindeki kısıtların kaldırılması, yurt içi finansal piyasaların işleyişini geliştirmektedir. Bu nedenle finansal bütünleşme, yurt içi finansal piyasaların etkinliğini arttırarak kaynakların tahsisinde ilerlemeye ve ekonomik büyümede artışa neden olmaktadır. Ayrıca yabancı bankaların piyasaya girişi, portföy akımlarının kısıtlanmasının yarattığı etkinsizliği ortadan kaldırabilmektedir (Eichengreen, 2000, s.1109; Levine, 2001, s.689; Bumann vd., 2013, s.257).

Finansal bütünleşme, etkin işleve ve düzenlemelere sahip yurt içi ve uluslararası finansal piyasaların varlığında pozitif büyüme etkisi yaratırken, finansal bütünleşme sürecinin doğru olarak yönetilemediği, finansal sektörü problemli olan ülkelerde kırılganlığı arttırarak krizlere neden olmaktadır. Finansal bütünleşme, zayıf finansal sistemlerin savunmasızlığını gözler önüne sermektedir. Goldstein (1998), Asya krizinde gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki finansal problemlerin etkilerine dikkat çekerek, sorunun az gelişmiş yurt içi finansal piyasalar ve sermaye hesabındaki serbestleşme arasındaki uyumsuzluk olduğunu belirtmektedir. Mishkin (2009a), uluslararası finansal bütünleşmenin eksik olduğunu, uluslararası finansal piyasaların mükemmel çalışmadığını ileri sürmektedir. Finansal sistemdeki serbestleşme, zayıf yurt içi bankaların varlığında ve etkin denetimin bulunmadığı durumda bireysel rasyonaliteyi desteklemekte, ancak aşırı risk almaya neden olarak bankacılık krizlerini tetiklemektedir. Ayrıca aşırı risk alınmasını kolaylaştıran sınırsız güvence ya da diğer başka etkilerin olması durumunda finansal bütünleşme, birimlerin aldıkları risklerin artmasına neden olarak finansal kriz riskini arttırabilmektedir. Bu durumda finansal bütünleşme, finansal istikrarsızlıkları arttırmaktadır. Finansal bütünleşmenin faydaları, denetim ve düzenleme uygulamaları zayıf finansal sektörlere sahip ekonomilerde kırılganlık artışının yarattığı

maliyet nedeniyle azalmaktadır (Goldstein, 1998; Kraay, 1998; Eichengreen ve Leblang, 2003, s.206; Mishkin, 2006, 2009a; Obstfeld, 2008).

Eichengreen (2000)'e göre sermaye piyasalarındaki serbestleşme kaçınılmazdır. Yurt içi finansal piyasalardaki serbestleşme, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler sermaye kontrollerinin etkin olarak uygulanmasını engellemektedir. Bu nedenle ülkelerin finansal piyasalarını ve ihtiyatlı düzenlemelerini kuvvetlendirmeden sermaye akımlarına açılmaması gerekmektedir. Eichengreen (2000, s.1108) yurt içi piyasaların güçlendirilmesinin, garantilerin kaldırılmasının ve yurt içi finansal kurumlar üzerine sıkı bütçe kısıtlamaları konulmasının 1990'larda sermaye hesabındaki serbestleşmenin ön koşulu olduğunu belirtmektedir. Eichengreen (2000)'e göre banka sermayesinin yetersiz, aşırı risk almanın olanaklı olduğu, banka yükümlülüklerinin kamu tarafından garanti altına alındığı durumlarda kriz riski artmaktadır. 1990'ların ilk dönemlerinde yaşanan bankacılık krizleri, önceki dönemlerden farklı olarak olgunlaşmamış sermaye hesabındaki serbestleşmenin ve yurt içi finansal zayıflıkların negatif etkilerini göstermektedir.

Gu ve Huang (2011)'a göre güçlü bir finansal sistemin büyümeden çok makroekonomik istikrar üzerinde etkisi bulunmaktadır. Güçlü bir finansal sistem, sermaye piyasalarındaki serbestleşmenin makroekonomik istikrar ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini desteklerken, zayıf finansal sistemlerin varlığında sermaye piyasalarındaki serbestleşme büyümeye ve makroekonomik istikrara zarar vermektedir. Sermaye piyasaları yeterli finansal gelişme seviyesine ulaşılmadıkça yabancı yatırımcılara açılmamalıdır. Gelişmiş finansal sistemin bulunmadığı ve sermaye piyasalarındaki oynaklığın yüksek olduğu ülkelerde serbestleşmenin büyüme etkisi negatif olabilmektedir (Gu ve Huang, 2011)[23].

Sermaye hesabındaki serbestleşmenin meydana getirdiği makroekonomik istikrarsızlığın yeteri kadar düşük olması durumunda optimal finansal bütünleşme, finansal etkinlikle pozitif ilişkili olmaktadır. Ekonomik büyüme oranında artış sağlamak için sermaye piyasalarındaki serbestleşme derecesinin artması, gelişmiş finansal piyasaların yokluğunda yüksek makroekonomik istikrarsızlığa neden olmaktadır. Gu ve Huang (2011)'a göre makroekonomik istikrarsızlıktaki artış, yüksek ekonomik büyüme oranı için ödenmesi gereken kaçınılmaz bir maliyettir (Gu ve Huang, 2011).

[23] Finansal serbestleşme, finansal gelişmeyi güçlendirerek uzun dönem büyümeye destek olmaktadır. Ancak, serbestleşme aşırı risk almaya neden olarak makroekonomik oynaklığı ve kriz riskini arttırmaktadır (Ranciere vd., 2006). Ranciere vd. (2006), 1980-2002 dönemindeki 60 ülkede finansal serbestleşmenin etkilerini doğrudan büyüme etkisi ve dolaylı kriz etkisi şeklinde ikiye ayırarak incelemişlerdir. Bulgular, finansal serbestleşmenin büyüme etkisinin kriz etkisini baskıladığını, net etkisinin pozitif olduğunu göstermektedir. Finansal serbestleşme, ekonomik büyümeyi yıllık net % 1 oranında arttırmaktadır.

Alfaro vd. (2010), doğrudan yabancı yatırımların geriye dönük bağlantılar yoluyla ekonomik büyüme oranında artışa neden olduğu bir model oluşturmuşlardır. Teorik modelde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi, yurt içi finansal sektörün gelişmesine bağlıdır. Bulgular aynı büyüklükteki sermaye akımı (doğrudan yabancı yatırım) altında finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkenin, düşük olduğu ülkeye nispeten iki kat fazla büyüme etkisi elde ettiğini göstermektedir. Toplam sermaye akımları içinde doğrudan yabancı yatırım akımlarının payında ya da yabancı firmaların nispi verimliliğindeki artış, finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde daha yüksek büyüme etkisi yaratmaktadır. Büyüme etkisi, yabancı ve yerli firma tarafından üretilen malın ikame mal olması durumunda daha yüksek olmaktadır (Alfaro vd., 2010).

Balmaceda vd. (2014), finansal serbestleşme deneyimi yaşayan ülkelerde artan rekabetin ve çok uluslu bankaların daha gelişmiş bankacılık teknikleri vasıtasıyla krediye erişimi arttıracağının beklendiğini, ancak gözlemlerin bazı ülkelerde krediye erişimin artmaktan çok azalma gösterdiğini ileri sürmektedir. Balmaceda vd. (2014)'nin teorik modelinde finansal serbestleşme, serbestleşmenin başlangıcında ülkenin rekabetçi bankacılık yapısına sahip olması durumunda kredi maliyetini azaltarak sermayeye ve uluslararası finansmana erişim artışı sağlamakta ve bu yolla ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Uluslararası etkinliğe sahip bankaların sisteme girişi faizleri düşürmekte ve krediye erişimi arttırmaktadır. Ancak serbestleşmenin başlangıcında bankacılık piyasasında eksik rekabetin olması durumunda yabancı bankaların sisteme girişi rekabeti arttırmaktadır. Bankacılık piyasasında artan rekabet, yurt içi bankaların fon maliyetlerini arttırmakta ve zayıf firmalar arasında krediye erişimi azaltmaktadır (Balmaceda vd., 2014).

1.7.2.1.2. Kurumsal Kalite Kanalı

Bu bölümde ekonomik büyümenin belirleyicilerinden biri olarak ilgi gören kurumsal kalitenin, finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisine etkisi ele alınmaktadır.

Neo-klasik büyüme modelini büyümenin asıl belirleyicilerini ortaya koyamamakla eleştiren kurumsal iktisatçılar, ülkeler arasındaki ekonomik büyüme performansı farklılıklarını ülkelerdeki çeşitli kurumların farklılığı temelinde açıklamaktadırlar (North, 1991; 1994; Acemoğlu vd., 2001; Acemoğlu ve Robinson, 2008; Hall ve Jones, 1999; Knack ve Keefer, 1995).

North (1991) ekonomik kalkınmanın temel belirleyicisi olarak gördüğü kurumları, sosyal, politik ve ekonomik ilişkileri şekillendiren kısıtlar olarak görmektedir. Ayrıca North (1994), sosyal ilişkileri şekillendiren kısıtlar biçimindeki kurumların ekonomideki belirsizliği

azalttığını ve ekonomik performansa önemli katkılar sağladığını belirtmektedir. Acemoğlu vd. (2001) ise, ülkeler arasındaki ekonomik performans farklılıklarının özel mülkiyet haklarının korunması temelindeki kurumsal faktörlerle açıklanabileceğini ileri sürmektedir. Kurumlar arasındaki farklılıkların ekonomik performansa etkisini aynı coğrafyada yer alan liberal politikaları benimseyen ve liberal kurumlara sahip Güney Kore ile merkezi planlamacı politika ve kurumlara sahip Kuzey Kore'yi karşılaştırarak cevap arayan Acemoğlu ve Robinson (2008), Güney Kore'nin Kuzey Kore'ye nispeten daha hızlı büyüme sağlamasını ülkeler arasındaki özel mülkiyet hakkı temelindeki kurumsal farklılıklar ile açıklamaktadır. Acemoğlu ve Robinson (2008)'a göre Güney Kore'deki güçlü özel mülkiyet hakları, kredi kısıtlamalarını ortadan kaldırarak yatırımları ve ekonomik büyümeyi desteklemektedir (Acemoğlu ve Robinson, 2008).

Rodrik (2000), ekonomik performans farklılıklarını 4 farklı kurum çeşidine bağlamaktadır; mülkiyet hakları kurumları, düzenleyici kurumlar, makroekonomik istikrar kurumları ve çatışma çözümü kurumlarıdır. Mülkiyet hakları kurumları, kanun ve düzen, sözleşme uygulamaları, demokratik hesap verebilirlik, seçme ve seçilme hakkı gibi faktörlerden oluşmaktadır. Mülkiyet hakları, tüm ekonomik karar alma süreçlerini etkilemektedir. Yatırım ve tasarruf kararları, mülkiyet haklarından etkilenmektedir. Kurumlar, sözleşmelerin uygulanabilirliğini arttırarak ve yatırımların getirileri üzerindeki belirsizlikleri azaltarak ekonomik performansı ilerletmektedir. Düzenleyici kurumlar, piyasa başarısızlıklarını (asil-vekil problemi gibi) azaltarak ekonomik performansı arttırmaktadır. Yolsuzluk seviyesi, bürokrasinin kalitesi gibi faktörler, düzenleyici kurumları oluşturmaktadır (Rodrik, 2000). Acemoğlu vd. (2003) tarafında da ortaya konan makroekonomik istikrar kurumları, ekonomideki para politikası otoritesinin (merkez bankası) bağımsızlığını, şeffaf yönetim ilkelerini içermektedir. Makroekonomik istikrar kurumları ekonomideki oynaklığı azaltmakta, ekonomiyi negatif şoklardan korumakta ve ekonomideki belirsizliği azaltarak ekonomik performansı arttırmaktadır. Acemoğlu vd. (2003) ekonomide oynaklığa neden olan makroekonomik istikrarsızlığın, ülkelerin kurumsal kalite seviyesinin düşük olması ile açıklanabileceğini ileri sürmüşlerdir (Acemoğlu vd., 2003, Rodrik, 2000). Çatışma çözümü kurumları ise, ekonomik, politik ve etnik çatışmaları çözen kurumlardır. Bu kurumlar, tahsiste etkinlik artışı sağlayarak ve toplumda güven düzeyini etkileyerek ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır (Rodrik, 2000; Uğur, 2011).

Hall ve Jones (1999), ülkeler arasındaki işgücü verimliliği farklılığının sosyal altyapıyı meydana getiren kurumlar tarafından açıklanabileceğini ileri sürmektedir. Acemoğlu vd. (2001) ise yerleşiklerin ölüm oranını kurumsal faktör olarak kullanarak kurumların ekonomik

performansı şekillendirdiğini öne sürmüşlerdir. Easterly ve Levine (2002), ülkelerin sahip olduğu coğrafi farklılıklar (iklim, doğal kaynak vb.) şeklindeki kurumların ekonomik büyümeyi arttırdığını iddia etmektedir. Rodrik vd. (2002)'ne göre mülkiyet hakları, kanun ve düzen, coğrafya gibi kurumsal değişkenler ekonomik farklılıkların en önemli açıklayıcısıdır. Barro (1991) ise, makroekonomik ve politik istikrarsızlık kurumlarının ekonomik büyüme ve yatırım üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Barro (1996) bir diğer çalışmasında kanun ve düzen ile demokrasi göstergelerini kullanarak kurumsal faktörlerin ekonomik büyümeye etkisini incelemiş, kanun ve düzen göstergesinin ekonomik büyümeye etkisinin pozitif olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak demokrasi göstergesi durumunda etki doğrusal olmayan bir ilişki izlemektedir. Demokrasi düzeyinde artış, politik özgürlük seviyesinin düşük olduğu ülkelerde ekonomik büyüme oranını arttırırken, orta seviyedeki ülkelerde ekonomik büyümeyi azaltmaktadır. Knack ve Keefer (1995) ise kurumsal kalite seviyesinin ekonomik performansa etkisinin gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere nispeten daha önemli olduğunu ortaya koymuşlardır. Knack ve Keefer (1995)'a göre kurumlar, ekonomik büyümenin önemli bir belirleyicisidir.

Kurumsal kalite, finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkide önemli yapısal bir faktör olarak ilgi görmektedir. Şirket ve devlet yönetiminin kalitesi, yasal yapı, yolsuzluk seviyesi ve devletin şeffaflık seviyesi ekonomideki kaynakların tahsisini etkilemektedir. Sermaye akımları kaynak artışına neden olmakta, bu nedenle finansal olarak bütünleşmiş ekonomilerde kurumların kalitesi daha önemli olmaktadır. Güçlü kurumlara sahip ve tamamlayıcı politika reformları uygulayan ülkeler, serbestleşmenin pozitif büyüme etkilerinden yararlanabilmektedir. Obstfeld (2004) güçlü kurumsal altyapının finansal bütünleşmenin ekonomik başarısı için önemli olduğunu ileri sürerken, Mishkin (2009a; 2009b) finansal bütünleşme sürecinin doğru olarak yönetilebilmesinin güçlü mülkiyet haklarının geliştirilmesini, yasal sistemin kuvvetlendirilmesini, yolsuzlukların azaltılmasını, finansal bilgi kalitesinin geliştirilmesini, şirket yönetiminin iyileştirilmesini ve kredilerin tahsisi sürecinde kamunun devre dışı bırakılmasını gerektirdiğini ifade etmektedir (Obstfeld, 2004, s.41; Mishkin, 2009a, s.157-58; 2009b, s.164-165; Kose vd., 2010, s.4316-4317).

Arteta vd. (2001)'ne göre Asya krizi, ülkelerin sermaye kontrollerini kaldırarak fayda sağlanmasının ancak yurt içi piyasaların ve kurumların güçlü olması durumunda geçerli olduğunu göstermektedir. Bu yaklaşıma göre sermaye hesabındaki serbestleşmenin pozitif büyüme etkisi için ihtiyatlı denetim ilkeleri geliştirilmeli, ahlaki risk problemi yaratan mevduata garanti limitleri sınırlandırılmalı, şirket yönetişimi ve kredi sahiplerinin hakları güçlendirilmeli, muhasebe standartları şeffaflaştırılmalı ve etkin icra-iflas hukuku

benimsenmelidir (Arteta vd, 2001, s.6). Arteta vd. (2001)'ne benzer olarak Acemoğlu vd. (2003) zayıf makroekonomik politika uygulamaları gibi faktörlerin krizlerin öncüsü olarak görüldüğünü, ancak bu zayıf makroekonomik ve yapısal politika uygulamalarının temel belirleyicilerinin zayıf kurumlar olduğunu ileri sürmektedirler.

Acemoğlu vd. (2003), zayıf makroekonomik politika uygulamaları sonucu yüksek enflasyon, geniş bütçe açıkları, aşırı değerli döviz kuru gibi ekonomik sorunlar yaşayan ülkelerin makroekonomik oynaklık ve krizlere daha fazla maruz kaldığını belirtmektedirler. Ancak Acemoğlu vd. (2003)'ne göre zayıf makroekonomik politika uygulamaların altında zayıf kurumlar yatmaktadır. Bu zayıf kurumlar, politik kurumları, etkinsiz özel mülkiyet hakkı korumalarını, yaygın yolsuzluğu ve yüksek derecede politik istikrarsızlığı içermektedir. Acemoğlu vd. (2003) kurumların etkisini kontrol ederek oynaklık ve krizler üzerinde makroekonomik politika uygulamalarının etkilerinin önemsiz olduğunu, zayıf makroekonomik politika uygulamalarının temelinde kurumsal problemlerin yattığını ileri sürmüşlerdir. Aslında makroekonomik performans ve istikrarı engelleyen zayıf makroekonomik politika uygulamaları oynaklık ve krizlerin nedeni değil belirtileridir (Acemoğlu vd., 2003).

Faria ve Mauro (2004), ülkedeki kurumsal kalite seviyesindeki artışın ülkenin sermaye akımları bileşimini etkilediğini ileri sürmektedir. Faria ve Mauro (2004)'ya göre kurumsal kalite seviyesindeki artış, ülkenin sermaye akımlarını bileşimini riskli borç akımlarından, şirket yönetimini iyileştiren, teknoloji transferi sağlayan doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yatırımlarına doğru kaydırmaktadır.

Daude ve Stein (2007), zayıf kurumların doğrudan yabancı yatırımlara iki yolla zarar verdiğini iddia etmektedir. Zayıf kurumlar vergi gibi hareket ederek doğrudan yabancı yatırım akımlarının yatırım maliyetlerini arttırmaktadır. Eksik sözleşme uygulamaları, yatırımların gelecekteki getirisine ilişkin belirsizliği arttırarak doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilemektedir. Ayrıca zayıf kurumlar, doğrudan yabancı yatırımlar dahil tüm yatırım çeşitleriyle ilgili belirsizliği arttırmaktadır. Buchanan vd. (2012) ise zayıf kurumların doğrudan yabancı yatırımların oynaklığını arttırarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini belirtmektedir (Daude ve Stein, 2007, s.318; Buchanan vd., 2012, s.82).

1.7.2.1.3. Ticari Bütünleşme ve Makroekonomik Politika Kanalları

Bu bölümde ticari bütünleşmedeki artışın ve makroekonomik istikrardaki ilerlemenin, finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye etkileri incelenemektedir.

Ticari bütünleşme, çeşitli kanallarla finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrar üzerindeki etkisini arttırmaktadır. İlk olarak, ticari bütünleşme sermaye akımlarının ani durması ve cari işlemler dengesinin tersine dönmesi ile ilişkilendirilen kriz riskini azaltmaktadır. Ticarete daha az açık ekonomiler, cari işlemler dengesi düzeltmeleri karşısında daha yüksek reel döviz kuru kayıplarıyla karşı karşıya kalmaktadır. Ticarete daha az açık ülkeler kur kaybından kaynaklı ödemeler bilançosu etkisine maruz kalmakta ve sonuç olarak borçlarını ödeyememe riski ile karşılaşmaktadır. Bu yaklaşıma göre ticarete daha açık ekonomilerin krizlere eğilimi düşüktür. Ayrıca ticari bütünleşme, finansal krizlerin olumsuz etkilerini hafifletmeye ve kriz sonrası toparlanmaya katkı sağlamaktadır. Döviz kurundaki değer kaybının ihracat gelirleri üzerindeki etkisi, ticarete daha az açık ekonomilerdeki duruma nispeten daha büyüktür. Ticari bütünleşme, ekonominin borçları çevirmesine ve ihracatı sürdürmesine yardımcı olmaktadır. Ayrıca ticari bütünleşme, genel olarak finansal bütünleşmeden daha az riskli görülmektedir (Kose vd., 2009a, s.48-49; Kose vd., 2010, s.4300-4301).

Ticari bütünleşme süreci, finansal bütünleşmenin yokluğunda başarılı olarak sürdürülebilirken, finansal bütünleşme süreci ticari bütünleşmenin yokluğunda kaynakların hatalı tahsisine neden olmaktadır. Eichengreen (2001)'e göre ticari bütünleşmenin bulunmadığı durumda finansal bütünleşme, sermaye akımlarını ülkenin mukayeseli üstünlüğü olmayan sektörlerine yönlendirmektedir. Rey ve Martin (2005), ticari serbestleşmenin gelişmekte olan ülkelerde her zaman pozitif büyüme etkisi yarattığını, ancak finansal bütünleşmenin bu ülkelerdeki kriz riskini arttırdığını ileri sürmektedir. Rey ve Martin (2005)'e göre gelişmekte olan ülkeler mal ticaretindeki serbestleşmeyi, varlık ticaretindeki serbestleşmeden önce yapmalıdır (Eichengreen, 2001; Rey ve Martin, 2005).

Farklı dış ticaret rejimleri altında sermaye akımlarının etkileri farklılaşabilmektedir. Sermaye hesabındaki serbestleşme, ithal ikameci sanayilerin korunduğu durumda sermaye akımlarını ülkenin mukayeseli üstünlüğü olmayan sektörlerine tahsis etmekte ve böylece ekonomik büyümeye negatif etki ederek yoksullaştırıcı etki yapmaktadır. İthal ikameci dış ticaret rejimi altında sermaye akımlarının ülkenin mukayeseli üstünlüğü olmayan sektörlerine yönlendirilmesi, ekonomik büyümeye ve dış ticarete negatif etki etmektedir (Reisen ve Soto, 2001, s.3; Eichengreen, 2001, s.341-342; Kohpaiboon, 2003, s.58).

Finansal bütünleşmenin makroekonomik politikalar üzerinde disiplin etkisi bulunmaktadır. Finansal bütünleşme seviyesinin yüksek olduğu ülkeler, düşük enflasyon seviyesi ve bütçe açıkları ile gösterilen güçlü para ve maliye politikası sonuçları sağlama eğilimindedir (Grilli

ve Milesi-Ferretti, 1995; Kim, 2003; Tytell ve Wei, 2004)[24]. Stiglitz (2004), sermaye piyasalarındaki serbestleşmeyi tüm yönleriyle eleştirmesine rağmen serbestleşmenin makroekonomik disiplin sağlama fonksiyonu nedeniyle ekonomik büyüme için faydalı olduğunu belirtmektedir. Ancak Stiglitz, makroekonomik disiplinden yoksun bir finansal bütünleşmenin olumsuz etkilerinin de olduğuna dikkat çekmektedir (Stiglitz, 2004, s.62).

Farklı eşik değişkenlerin yanı sıra finansal bütünleşme seviyesi de önemli bir eşiktir. Çünkü ekonomiler yalnızca belli bir finansal bütünleşme seviyesine ulaştığında finansal bütünleşmenin faydalarından yararlanmaya başlamaktadır. Özellikle küresel finansal piyasalarla bütünleşme derecesinin yüksek olduğu gelişmiş ekonomiler, uluslararası sermaye akımlarını toplam faktör verimliliği kazançları ve gelir riski paylaşımı için kullanmaktadır (Kose vd., 2009a, s.49).

1.7.2.2. Karşılıklı Faydalar ve Eşik Hipotezi Yaklaşımına Eleştiriler

Rodrik ve Subramanian (2009), finansal bütünleşmenin lehine sağlanmaya çalışılan yeni kanıtları (karşılıklı faydalar, eşik yaklaşımı vb.) inandırıcı bulmamaktadır. İlgili literatürün altında yatan temel varsayım, gelişmekte olan ülkelerin tasarruf kısıtı ile karşı karşıya olduğudur. Literatüre göre dış finansmana erişimin, bu tasarruf kısıtını azaltarak yatırımları ve uzun dönem ekonomik büyümeyi kurumsal reformlar yoluyla arttıracağı öngörülmektedir. Rodrik ve Subramanian (2009)'a göre ülkeler, tasarruf kısıtından çok yatırım kısıtı ile karşı karşıyadır. Dış finansman, reel döviz kurunun değerlenmesine ve dış ticarete konu olan mal sektörlerindeki kâr ve yatırım fırsatlarının azalmasına neden olarak yatırım kısıtını şiddetlendirmekte, uzun dönem ekonomik büyümeye negatif etki etmektedir[25].

Rodrik ve Subramarian (2009, s.124-125), Mishkin (2006, 2009a) ve Kose vd. (2009a)'nin finansal bütünleşmenin faydalı etkilerinden yararlanabilmek için ön koşul ya da eşik etkisinin varlığının gerekliliğine ilişkin önerisine karşı çıkmaktadır. Rodrik ve Subramanian (2009), finansal bütünleşmenin makroekonomik ve mali disiplini zayıflattığını ve kurumsal gelişmeye zarar verdiğini iddia etmektedir. Rodrik ve Subramanian (2009)'a göre uluslararası finans kaynaklarına erişim, savurgan hükümetlerin uzun dönemler boyunca gevşek bütçe kısıtı uygulamasına olanak tanıyabilmektedir. Türkiye 1990'larda bu duruma iyi bir örnektir. Finansal bütünleşmeye 1980'lerin sonunda başlayan Türkiye'de hükümet, artan mali dengesizliği sürdüren ucuz finansmanın hazır kaynağı olarak yabancı sermayeyi bulmuştur

[24] Rajan ve Zingales (2003) sermaye akımlarına açılmanın ülkedeki yerleşikleri rekabete açarak politik güçlerini zayıflattığını ve yerleşikler üzerindeki disiplin etkisi kanalıyla finansal sektördeki gelişmeye destek olduğunu ileri sürmektedir.

[25] Rodrik ve Subramarian (2009)'a göre, yabancı sermaye akımları yatırımlardan çok tüketimin finansmanını sağlamakta, böylece kurun aşırı değerlenmesine neden olarak yatırımların kârlılığını düşürmektedir.

(yurt içi ticari bankalar yoluyla dış borçlanma) (Rodrik ve Subramarian, 2009, s.121-122).

Rodrik ve Subramarian (2009)'a göre finansal bütünleşmenin başarılı olabilmesi, karşılıklı faydaların görülebilmesi için öncelikle destekleyici reformların başarılı olması şarttır. Serbest olarak düzenlenen finansal aracılar tarafından alınan aşırı riskleri yönetmek için uygulamaya koyulan ihtiyatlı düzenlemeleri uygulamak gelişmiş ekonomilerde dahi güçtür (bu durum sub-prime mortgage krizinde de görülebilmektedir). Destekleyici reformların, yönetim kapasitesinin ve beşeri sermaye düzeyinin düşük olduğu ülkelerde uygulanması çok daha zordur. Gelişmekte olan ülkeler, mülkiyet haklarını geliştirmeleri, yasal sistemini kuvvetlendirmeleri, yolsuzlukları azaltmaları, finansal bilgi kalitesini geliştirmeleri, şirket yönetimini iyileştirmeleri ve kredilerin tahsisi sürecinde kamuyu sürecin dışında bırakmaları durumunda zaten yoksul olmayacaklardır. Bu nedenle de finansal bütünleşme vazgeçilemez bir durum olmayacak, etkinsiz ya da ilişkisiz olacaktır (Rodrik ve Subramanian, 2009, s.124-125).

Rodrik (1998, s.59) sermaye akımlarındaki serbestleşmenin faydalarından yararlanmak ve risklerinin ortadan kaldırılması için her dönem değişen durumların ortaya çıkacağını, bunun bu dönemde yurt içi finansal piyasaların güçlendirilmesi ve ihtiyatlı makroekonomik politikaların iyileştirilmesi, gelecekte ise belirsiz olduğunu vurgulamaktadır. Rodrik (1998, s.64)'e göre birçok aksaklığa sahip finansal piyasalardaki finansal standartların arttırılması ve güçlü makroekonomik politika uygulamaları sermaye hareketlerinin risklerini azaltmakta ancak ortadan kaldıramamaktadır.

Stiglitz (2004, s.60), Prasad vd. (2003)'nin ortaya koyduğu finansal bütünleşmenin faydalarını birçok yönden eleştirmektedir. Stiglitz (2004), Prasad vd. (2003)'nin çalışmalarında finansal bütünleşmeyi brüt sermaye akımları ile temsil ettiğini, ancak bu durumun akımlar arasındaki ayrımı yeterince vurgulayamadığını belirtmektedir. Stiglitz (2004)'in finansal bütünleşmeye yönelik temel eleştirileri, doğrudan yabancı yatırım ve kısa dönemli akımlarla ilgilidir. Stiglitz (2004), kısa dönemli finansal akımların makroekonomik istikrarsızlıklar meydana getirdiğini, ekonomik büyümeye destek olmadığını ileri sürmektedir. Stiglitz (2004) çalışmanın kısa ve uzun dönemli akımları toplam akımlar şeklinde kullanması nedeniyle ekonomik büyümeye arzu edilen katkıyı ortaya koymakta başarısız olduğunu, toplam akımlar içinde doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye pozitif, kısa dönemli akımların ise negatif etki ettiğini belirtmektedir.

Prasad vd. (2003), finansal bütünleşmenin güçlü yönetim uygulamaları altında arzu edilen etkileri meydana getireceğini ileri sürmektedir. Ancak Stiglitz (2004), çalışmanın güçlü

yönetim uygulamalarını yeterince açıklamadığını iddia etmektedir. Stiglitz (2004)'e göre çalışmada çoklu doğrusal bağlantı ve ters nedensellik için önemli konular olan güçlü yönetim uygulamalarına sahip ülkelerde hem yatırımcıları daha fazla çeken hem de şokları ve kısa dönemli akımlarla ilgili istikrarsızlıkları absorbe eden niteliklerin bulunabileceği dikkate alınmamaktadır (Stiglitz, 2004, s.60). Stiglitz (2004, s.60-61) Neo-klasik teorinin bu durumu yansıtamadığını, daha gerçekçi teorilerin sadece güçlü yönetim uygulamaları temelinde bu problemlerin üstesinden gelemeyeceğini ifade etmektedir. Güçlü yönetim uygulamaları, rasyonel olmayan tutumları ya da kötümserliği ortadan kaldırsa bile bilgi eksiklerini ortadan kaldıramamaktadır. Güçlü yönetim uygulamalarına sahip İskandinav ülkeleri on yıl önce meydana gelen krizden kendilerini koruyamamışlardır. Ayrıca kısa dönemli akımlar, gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarındaki serbestleşmeyi takiben ekonomik dalgalanmaları tetiklemede daha önemli rol oynamaktadır. Serbestleşme, hükümetlerin farklı kaynaklardan meydana gelebilecek dalgalanmaları dengeleme kabiliyetlerini engellemektedir (Stiglitz, 2004, s.60-61).

Stiglitz (2004), Prasad vd. (2003)'nin çalışmasını IMF'nin ideolojisini, ilgilerini yansıttığı ve basit modelleri kullanarak sıklıkla küreselleşme tartışmalarında baskın olmaya çalıştıkları için eleştirmektedir. Stiglitz (2004) bu çalışmalarda serbestleşmenin refah arttırıcı olduğunun varsayıldığını, ancak ikinci en iyi teoremine göre aksaklıkların giderilmesinin (sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi), diğer piyasa eksikliklerinin varlığında (piyasaların aksak, bilginin sınırlı olduğu ve rekabetçi piyasaların bulunmadığı durumda) refah arttırıcı olamayacağını ileri sürmektedir (Stiglitz, 2004, s.61).

1.7.2.3. Kompozisyon Hipotezi Yaklaşımı

Bu bölümde finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde önemli bir yaklaşım olan kompozisyon hipotezi ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

Literatür sadece finansal bütünleşme derecesinin değil, aynı zamanda sermaye akımlarının kompozisyonunun ülkenin finansal bütünleşmeden elde edeceği getirileri etkileyeceğini ileri sürmektedir. Kompozisyon hipotezi, tüm sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde aynı etkiye sahip olmadığını önermektedir. Kompozisyon hipotezine göre, borç yaratmayan doğrudan yabancı yatırım ve uluslararası portföy hisse senedi akımları ekonomik büyüme ile pozitif ilişkilendirilirken, aksine dış borçları içeren uluslararası borç akımları ekonomik büyüme ile çoğu zaman negatif olarak ilişkilendirilmektedir. Ancak birçok çalışma doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinin yanı sıra dolaylı etkilerine odaklanırken, portföy ve

özellikle kısa vadeli borç akımlarıyla ilgili risklere de dikkat çekmektedir (Reisen ve Soto, 2001; Bekaert vd. 2005; Wei, 2006; Prasad ve Wei, 2007).

Doğrudan yabancı yatırım akımları diğer sermaye akımlarına nispeten daha az oynaktır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım akımları, banka borçları gibi diğer akım türlerine göre keskin geri dönüşlere daha az maruz kalmaktadır. Dış borç, finansal bütünleşmenin risklerini ve özellikle dış borcun kısa vadeli olduğu ülkelerde borç krizleri riskini arttırmaktadır (Prasad ve Wei, 2007, s.451).

Doğrudan yabancı yatırımlar, yurt dışı tasarruf sağlamasının yanında bilgi birikimini arttırmakta ve teknolojik gelişmeye katkıda bulunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, yerel ve yabancı firmalar arasında bağlantılar sağlamakta ve yabancı firmalardan yerli firmalara bilgi birikimi yayılmaları yoluyla fayda yaratmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların potansiyel pozitif etkileri; verimlilik kazançları, teknoloji transferi, yerli firmaların yeni süreçler, yönetimsel tecrübe ve bilgi birikimi sürecinde öğrenme kazançları elde etmesi, çalışanların eğitimini iyileştirmesi, uluslararası üretim ağları kurmaya yardımcı olması ve uluslararası piyasalara erişim artışı sağlamasıdır. Yerel piyasalara yabancı firmalar tarafından yeni ürün ve/veya süreçler sağlandıkça, yerel firmalar hızlanan teknoloji yayılımının faydalarından yararlanabilmektedir. Teknoloji yayılması, yabancı firmaları izleyen yerel firmalar ya da yabacı firmalar tarafından çalıştırılıp daha sonra yerel firmalara dönen çalışanların olduğu durumda gerçekleşebilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, yurt içi tasarruflara doğrudan katkıda bulunmasının yanında dolaylı faydalar sağlayarak ülke ekonomilerinin modernleşmesinde ve ekonomik büyümenin arttırılmasında önemli rol oynamaktadır (Wang vd., 2004, s.567; Alfaro ve Johnson, 2013, s.300) [26, 27].

Çin, doğrudan yabancı yatırım akımlarının en fazla fayda sağladığı örnek bir gelişmekte olan ülkedir. Çin'in sermaye akımları içerisinde doğrudan yabancı yatırım akımları payının baskınlığı, diğer gelişmekte olan ülkelere nispeten finansal bütünleşmenin faydalarından daha fazla yararlanmasına ve risklerini daha iyi kontrol etmesine olanak tanımaktadır. Aynı

[26] Grossman ve Helpman (1991), serbestleşmenin üç kanalı olduğunu ifade etmişlerdir; fikirlerin uluslararası yayılımı, mal ve hizmetlerin uluslararası akımı ve sermayenin uluslararası hareketliliğidir. Hem Neo-klasik hem de içsel büyüme modellerinde teknoloji, uzun dönem büyümenin temelini oluşturmaktadır. Uluslararası ticaret ve doğrudan yabancı yatırımlar şeklindeki sermaye akımları, fikirlerin uluslararası alanda yayılmasını sağlayabilmektedir. Uluslararası ticaret, yeni ve yüksek kaliteli mal ve hizmet sağlayarak mevcut bilgi birikimini arttırabilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar ise emeğin eğitimi ve yetenek kazanımı gibi kanallar yoluyla ve alternatif yönetim uygulamaları ve organizasyon düzenlemeleriyle bilgi birikimini arttırabilmektedir (Wang vd., 2004, s.567).

[27] Doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı yatırımcılar tarafından yeni kurulan firmaları ya da yerel firmalarda en az % 10'luk hisse sahibi olmayı kapsamaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların %10'luk eşik seviyesi hakim paya sahip olmamasına rağmen, firmanın kararlarında söz sahibi olması, yönetime katılımı ve etki etmesi nedeniyle doğrudan yabancı yatırımlar içinde yer almaktadır. (Alfaro ve Johnson, 2013, s.301).

zamanda doğrudan yabancı yatırımlar, düşük beşeri sermaye ve teknik bilgi seviyesine sahip ülkedeki teknik ve yönetimsel bilgi seviyesinin artması için imkân sağlamaktadır. Ayrıca bankacılık sektörünün yoğun olarak kamu sahipliğine dayandığı finansal sistemde zaman içinde kredi tahsisinin etkinliğinde ilerlemeler sağlanmaktadır (Prasad ve Wei, 2007, s.452) [28].

Gourinchas ve Jeanne (2006), uluslararası finansal bütünleşmenin yabancı firmaların verimlilik avantajına sahip olduğu sektörlerde doğrudan yabancı yatırım akımlarına açılmaya olanak sağlayarak gelişmekte olan ülkelerde verimliliği arttırdığını ileri sürmektedir. Gourinchas ve Jeanne (2006)'e göre finansal olarak bütünleşmiş ülkeler, verimliliğe katkıda bulunan yabancı sermaye ithal etmelidir. Sermaye akımları içerisinde doğrudan yabancı yatırım akımları payının arttırılması, kredi akımlarının sürdürülmesinden daha önemli bir politika tercihidir (Gourinchas ve Jeanne, 2006, s.737). Eichengreen (2000, s.1108) ise yönetimsel tecrübe ve teknolojik yayılma etkileri yaratan doğrudan yabancı yatırım akımlarının yurt içi bankacılık sistemindeki zayıflıkları arttırmadığı için en uygun sermaye akımı olduğunu belirtmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, diğer sermaye akımlarına nispeten daha düşük oynaklığa sahiptir. Piyasadaki negatif makroekonomik şoklar karşısında sermaye çıkışlarına eğilimi düşüktür. Bu nedenle Eichengreen (2000), sermaye hesabındaki serbestleşmenin ilk dönemlerinde doğrudan yabancı yatırım girişlerinde serbestleşmenin olması gerektiğini ileri sürmektedir.

Kompozisyon ve eşik hipotezleri rekabetçi iki hipotez olarak değil, aralarında somut bağlantı olan iki hipotez olarak görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye etkisini inceleyen yakın geçmişteki çalışmalar, doğrudan yabancı yatırımların faydalarından yararlanabilmek için yerel politika ve koşulların önemini belirterek tamamlayıcılık yaklaşımını ön plana çıkarmaktadırlar. Tamamlayıcı yerel koşullar (eşik koşulları), yerel kurumların güçlendirilmesini, beşeri sermaye seviyesinin arttırılmasını, yurt içi finansal piyasaların geliştirilmesini ve diğer ülkeye özgü koşulları içermektedir[29]. Bu alanlardaki zayıflıklar, yabancı firmalar tarafından sağlanan yeni teknolojilerin yerel firmalar tarafından benimsenme kapasitesini azaltmaktadır (Borensztein vd., 1998, s.118-121; Wei,

[28] Çin'de doğrudan yabancı yatırım akımları üzerindeki kısıtlamalar dereceli olarak adım adım gevşetilmiştir. Sonrasında, şirketlerin yurt dışından fon sağlamasının önündeki engellemeler kaldırılmıştır. 1990'ların ortalarında duyurulan sermaye hesabının konvertibilitesi 2000'de uygulanmaya başlanmıştır. Asya kriziyle birlikte Çin'in kredi kullanma stratejisi için rol model olarak gördüğü özellikle Kore gibi ülkeler kısa zaman döneminde derin krize girmiştir. Çin'deki politika yapıcılar, krizin temel sebebi olarak doğrudan yabancı yatırım akımları dışındaki uluslararası sermaye akımlarındaki ani yükselişleri görmüşlerdir. Asya krizi Çin'in sermaye akımlarına yaklaşımının yeniden ele alınmasına neden olmuştur. 2000'li yıllarla beraber sermaye hesabındaki serbestleşme düşüncesi ortadan kalkmış, bunun yerine krizlerden kaçınmanın yüksek döviz rezervi seviyesiyle olabileceği düşüncesi yerleşmiştir (Prasad ve Wei, 2007, s.453).

[29] Alfaro ve Johnson (2013)'a göre doğrudan yabancı yatırımların faydaları dışsal değildir. Doğrudan yabancı yatırımların faydaları, tamamlayıcı politikaların varlığına ve bu faydaları kolaylaştıran uygulamalara bağlı olarak değişmektedir (Alfaro ve Johnson, 2013, s.300).

2006; Alfaro ve Johnson, 2013, s.303).

Doğrudan yabancı yatırım akımlarının olumsuz etkileri de bulunmaktadır. Tamamlayıcı politikaların yokluğunda doğrudan yabancı yatırımların etkileri negatif olabilmektedir. Özellikle yurt içi finansal piyasaların zayıf olduğu durumda, doğrudan yabancı yatırım akımları piyasadaki rekabet düzeyini arttırarak kredi kısıtı ile karşı karşıya olan yerel firmaların gelişmesini engellemekte ve böylece yerli üretime zarar verebilmektedir (Alfaro ve Johnson, 2013, s.307). Alfaro vd. (2008), ülkelerin doğrudan yabancı yatırım akımlarını çekmek için bazı politikalar (yerel firmaların uluslararası bağlantılar kurması için engellerin kaldırılması, yerel firmaların uygun girdi, teknoloji ve finansmana erişimini arttırmaktadır) uyguladığını, ancak ülkelerin doğrudan yabancı yatırım akımlarına açılırken finansal sistemini geliştirmesi, yasal düzenlemelerde iyileşme sağlaması gibi yerel koşullarını güçlendirmesi durumunda doğrudan yabancı yatırımların pozitif etkilerinden yararlanabileceğini belirtmektedir (Alfaro vd., 2008; Alfaro ve Johnson, 2013)[30].

Doğrudan yabancı yatırımların yanı sıra portföy hisse senedi yatırımlarının da ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkileri bulunmaktadır. Portföy hisse senedi yatırımları, firmalar üzerindeki finansman kısıtlarını azaltmakta, yurt içi hisse senedi piyasasının likiditesini arttırmakta, büyüme potansiyeli düşük endüstrilerden potansiyeli yüksek endüstrilere kaynakların tahsisini sağlamakta ve firmalar için sermaye maliyetini düşürmektedir. Bu nedenle portföy hisse senedi yatırımları ekonomik büyümeye destek olabilmektedir (Reisen ve Soto, 2001).

Singh (1997) ise portföy akımlarına ilişkin risklere dikkat çekmektedir. Portföy sermaye akımlarının, borç akımlarına nispeten dış faiz şoklarından daha az etkilenmesi nedeniyle gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarına sermaye piyasalarını açmalarının önerildiğini belirten Singh (1997), hisse senedi piyasalarının yabancı yatırımcılara açılmasının makroekonomik istikrarsızlığa etkisi bulunduğunu ifade etmektedir. Döviz ve hisse senedi piyasaları arasındaki yakın bağlantı, negatif makroekonomik şokların sonucunda makroekonomik istikrarsızlığı şiddetlendirmekte ve uzun dönem büyümeyi düşürmektedir (Singh, 1997, s.779-780). Eichengreen ve Fishlow (1995) da toplam sermaye akımları içinde artan portföy hisse senedi akımlarını potansiyel olarak yüksek oynaklığa sahip olması sebebiyle zararlı bulmaktadır (Gruben ve McLeod, 1998, s.287).

[30] Rand ve Tarp (2002), önemli krizler yaşayan Latin Amerika ve Asya ülkelerinde doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki oynaklığın hayli yüksek olduğunu, ayrıca yurt içi yatırımlar ile arasında yakın ilişkinin olmadığını göstermişlerdir. Doğrudan yabancı yatırımların yüksek oynaklığının ekonomik büyüme için zararlı olduğunu, konjonktürel dalgalanmaların azaltılması için doğrudan yabancı yatırımların istikrara kavuşturulması gerektiğini belirtmektedir.

Eichengreen (2000), Tayland'ın 1970'lerde ithal ikameci ve 1980'lerde ihracata yönelik endüstrilerde doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmış olmasına rağmen ciddi krizlerden korunamadığını, krizlerdeki asıl problemin Tayland'ın finansal sistemini ve ihtiyatlı yönetim uygulamalarını güçlendirmeden portföy akımlarına da açılmasının olduğunu ileri sürmüştür (Eichengreen 2000 s.1108) [31].

Doğrudan yabancı yatırımlar diğer sermaye akımlarına nispeten hem düşük oynaklığa sahip olmakta, hem de beşeri sermayeyi ve teknolojiyi beraberinde getirmektedir. Doğrudan yabancı yatırım akımları uzun dönemlidir ve faiz oranı değişikliklerine çok az tepki vermektedir. Kısa dönemli banka ödünçleri ve portföy yatırımlarının sahip olduğu spekülatif özellik ise, bu tip akımları oynak, sürü psikolojisine uygun ve sermaye çıkışlarına eğilimli yapmaktadır. Kısa dönemli sermaye akımlarının taşıdığı risklere vurgu yapan Stiglitz (2006), Çin ve Hindistan gibi iki dev Asya ülkesinin uzun dönemli yatırımlara kapılarını açarken, kısa dönemli sermaye akımları üzerinde kısıtlamalara sahip olduğunu belirtmektedir. Ülkeye bir gecede giren ve ülkeyi bir gecede terk edebilecek bu akımlar fabrika kuramamakta ve istihdam yaratamamaktadır. Stiglitz (2006)'e göre ülkeler bu akımların taşıdığı riskleri görerek kısa dönemli akımları önlemeye çalışmaktadır (Stiglitz, 2006, s.34; Stiglitz, 2003, s.512; Agosin, 2003, s.18)[32].

Sermaye akımlarının bileşiminin yanında ülkelerin makroekonomik temellerindeki zayıflıklar, sermaye akımları içerisinde dış borç payının artmasına ve borcun vadesinin kısalmasına neden olmaktadır. Finansal bütünleşme, makroekonomik politika uygulamalarıyla ilgili zayıflıkları arttırmaktadır. Bu durumda uluslararası sermaye piyasalarına erişim, verimsiz kamu harcamalarına aktarılan aşırı borçlanmaya neden olmakta, ülkenin dış şoklara maruz kalmasını ya da yatırımcı algısındaki değişiklikleri arttırmaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde şeffaflığın bulunmaması sürü davranışını tetiklemekte ve

[31] Sermaye akımlarının eşlik ettiği yüksek toplam talep ve ardından gelen varlık fiyatlarındaki artış, yalnızca yatırımları değil aynı zamanda tüketimi de arttırarak ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Sermaye akımlarının doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde olması durumunda yatırımlar artmaktadır. Ancak sermaye akımlarının hisse senedi piyasası ya da banka borçları kanalıyla emlak sektörüne yönelmesi durumunda refah etkisi yatırımlardan çok tüketimi arttırmaktadır (Agosin, 2003, s.17).

[32] Çin, doğrudan yabancı yatırım akımlarını vergi avantajlarıyla teşvik ederken, yabancı borç ve portföy akımlarını kısıtlamalar kanalıyla engellemeye çalışmaktadır. Çin, yabancı yatırımları yönetmek için yasalar çıkarmış ve yabancı firmalar için vergi avantajları sağlamıştır. İlk iki yıl firmalar kurumlar vergisinden muaf tutulurken, bundan sonra Çin'deki firmalar için %33 olan oran yabancı firmalar için %15 olarak uygulanmıştır (Prasad ve Wei, 2007, s.453-455). Çin, ihracata dayalı büyüme stratejisinin bir parçası olarak yerel parayı değerinin altında tutarak doğrudan yabancı yatırım akımlarını desteklemektedir. Çin, emek arzının fazla olduğu ve bankacılık sisteminin etkinsiz olduğu bir ortamda, en uygun büyüme stratejisinin ihracat sektöründeki verimli yatırımları desteklemek için doğrudan yabancı yatırım akımlarının kullanılması olduğunu göstermiştir. İhracatta rekabet edilebilirliğin sürdürülebilmesi için de kurun değerinin altında sürdürülmesinin önemine vurgu yapmaktadır (Prasad ve Wei, 2007, s.455-456).

finansal istikrarsızlığa katkıda bulunmaktadır. Yolsuzluk seviyesi, ülkeye giren sermaye akımlarının kompozisyonu üzerinde olumsuz etkilere sahiptir. Yolsuzluklar, spekülatif ataklar ve yayılma etkisi ile ilgili riskleri de arttırmaktadır (Prasad ve Wei, 2007, s.451).

Sermaye akımlarının kompozisyonunun ekonomik büyümeye etkisine odaklanan çalışmalar, doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye etkisini ortaya koymakta, portföy ve borç şeklindeki sermaye akımlarına nispeten daha güvenilir sonuçlara ulaşmaktadır (Reisen ve Soto, 2001). Ağırlıklı kanıtlar, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyle pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Teknoloji, bilgi ve tecrübe transferi gibi ilave faydalara sahip doğrudan yabancı yatırım akımları, toplam faktör verimliliğini ve ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Bu nedenle sermaye hesabındaki serbestleşme sıralı olarak yapılmalıdır. Ülke, ilk olarak doğrudan yabancı yatırımlara açılmalı, sonrasında hisse senedi ve tahvil piyasalarına erişim sağlamalı ve en son olarak borç akımlarını serbestleştirmelidir. Sermaye hesabını istikrarsızlaştırmayan kur, para ve maliye politikaları uygulamaya konulmalıdır. Ayrıca gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerin sermaye hesabı serbestleştirme uygulamalarından farklı uygulamalar izlemelidirler (Eichengreen, 2000; Arteta vd., 2001).

1.7.3. Finansal Bütünleşmenin Makroekonomik Oynaklık ve Krizlere Etkisi

Bu bölümde finansal bütünleşmenin makroekonomik oynaklık ve krizler üzerindeki etkisi karşıt görüşler ışığında tartışılmaktadır.

Sermaye kontrollerinin kaldırılmasının amacı, tasarrufların küresel ölçekte etkin tahsisini sağlayarak finansal kaynakları en verimli kullanılacakları alanlara yönlendirip dünya çapında büyümeyi ve refahı arttırmaktır. Birçok gelişmekte olan ülke, risk çeşitlendirme olanaklarını arttırmak, yurt içi yatırımların finansmanını sağlamak ve yabancı yatırımcıları teşvik etmek için sermaye hesabını serbestleştirmiştir. Ancak sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin arzulanmayan olumsuz makroekonomik etkileri de bulunmakta, serbestleşme riskleri de beraberinde getirmektedir. Güneydoğu Asya ülkeleri, Rusya, Brezilya ve Arjantin'de meydana gelen krizler serbestleşmenin maliyetlerinin tekrar sorgulanmasını sağlamıştır (Calvo vd., 1996, s.123-124; Abdelal ve Alfaro, 2003, s.36-37).

Teoride finansal bütünleşmenin çıktıdaki oynaklığa etkisi muğlâktır. Finansal bütünleşme, sermaye açığının bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde tarım ya da doğal kaynaklara bağlı üretim şeklini değiştirme olanağı tanıyarak üretimdeki dalgalanmaları azaltabilmektedir. Ayrıca finansal bütünleşme, hanehalklarının risklerini çeşitlendirerek tüketim düzleştirmesi ve refah artışı sağlamasına destek olmaktadır. Bununla birlikte kalkınmanın daha gelişmiş

düzeylerinde ticari ve finansal bütünleşme artan uzmanlaşmaya olanak tanımaktadır (Calvo vd., 1996, s.123-124; Kose vd., 2010, 4303).

Geleneksel yaklaşımın öne sürdüğü risk çeşitlendirmesi ve güçlü makroekonomik politika uygulamalarını destekleyen piyasa disiplini kanalıyla finansal bütünleşmenin makroekonomik oynaklıkları azaltacağı görüşünü eleştiren Stiglitz (2000, s.1079-1080), sermaye akımlarının konjonktürle aynı yönde hareket ettiğini, ekonomik dalgalanmalara sebep olmasa dahi dalgalanmaların etkilerini şiddetlendireceğini ileri sürmektedir. Finansal bütünleşme, ülke içindeki politika değişiklikleri ile müdahale edilemeyen ülke dışındaki ekonomik gelişmelerle ilişkili olarak ülkeyi makroekonomik istikrarsızlığa maruz bırakmaktadır. Kredi sahiplerinin gelişmekte olan ülkelere ilişkin piyasa riski algısındaki anlık değişimler, büyük çaplı sermaye çıkışlarına neden olarak ülkedeki finansal sistemin etkinliğine zarar vermektedir.

Kose vd. (2003), 1960-1999 yılları arasındaki gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal bütünleşmenin makroekonomik oynaklığa katkısını inceleyerek, 1980'lerin ortalarından itibaren gelişmiş ekonomilerin birçoğunda makroekonomik oynaklığın azalma eğilimine girdiğini göstermişlerdir. Ancak, çıktıdaki oynaklık gelişmekte olan ülkelere nispeten gelişmiş ülkelerde daha fazla düşmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde çıktıdaki oynaklık finansal bütünleşme sonucunda artmaktadır. Ayrıca bu süreçte, tüketimdeki oynaklığın çıktıdaki oynaklığa oranı gelişmekte olan ülke ekonomileri için artmaktadır. Özellikle 1990'larda bu durum belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Kose vd. (2003) ve Prasad vd. (2003), finansal bütünleşmenin belli bir eşik bütünleşme seviyesinin üstünde makroekonomik oynaklığı azaltacağını iddia etmektedirler. Ancak gelişmekte olan ülkelerin birçoğunun bu eşik seviyesinin altında olması nedeniyle finansal bütünleşmenin risk paylaşımı ve/veya makroekonomik oynaklıkta azalma etkisinden yararlanamadığını belirtmektedirler (Prasad vd., 2003; Kose vd., 2003).

Prasad vd. (2003) ve Kose vd. (2003)'nin çalışmalarını eleştiren Stiglitz (2004), kısa dönemli sermaye akımlarının tüketimdeki oynaklığı azaltması için sermaye akımlarının ekonomi zayıfken ülkeye girmesinin, ekonomi güçlüyken ülkeden çıkmasının gerektiğini belirtmektedir. Ancak, sermaye akımları (özellikle de kısa dönemli sermaye akımları) konjonktür ile ters yönlü değil aynı yönlü hareket etmektedir. Stiglitz (2004), Latin Amerika'da 1980'lerdeki kayıp on yılın başlangıcında ülkelerin borçları geri ödemek için mücadele ettiğini ve kısa dönemli akımların konjonktür ile aynı yönlü hareket ederken tüketim düzleştirmesini nasıl gerçekleştirdiklerini görmenin güç olduğunu ifade etmektedir (Stiglitz, 2004, s.61).

Ayrıca Stiglitz (2004)'e göre, negatif makroekonomik şoklar karşısında yatırımcıların ani olarak ülkeden çıkması tüketimin hızlı bir şekilde azalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle negatif şoklar güçlenmekte ve tüketimdeki oynaklık artmaktadır. Aslında finansal bütünleşme ülkelerdeki küçük olumsuzlukların düzleştirilmesine yardımcı olmakta, ancak büyük şokların varlığında artan makroekonomik oynaklığa öncü olmaktadır (Stiglitz, 2004, s.62). Stiglitz (2004)'e göre finansal bütünleşme sürecinde konjonktüre karşı para politikası kullanımının zorlaşması, piyasalardaki yüksek makroekonomik oynaklığın önemli bir nedenidir.

Finans teorisinde hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin makroekonomik oynaklığa etkisine ilişkin açık bir sonuç bulunmamaktadır. Diğer yandan, piyasaların bilgi yoğun hale gelmesi oynaklığın artmasına neden olabilmektedir. Piyasalar bilgiye daha çabuk tepki verdiği sürece spekülatif sermaye aşırı oynaklığa neden olmaktadır. Uzun dönemdeyse, piyasaların kademeli olarak gelişmesi ve risk çeşitlendirme olanakları sağlaması oynaklık seviyesinin azalmasına neden olabilmektedir (Lundblad, 2013, s.42). Levine ve Zervos (1998b), serbestleşmenin hisse getirisindeki oynaklığı arttırdığını gösterirken, Levine ve Zervos (1998a) artışın kısa süreli olduğunu ve uzun dönemli ekonomik büyüme ile negatif ilişkili olmadığını, Demirgüç-Kunt ve Levine (1996) ise uzun dönemdeki getirideki oynaklığın çok düşük olduğunu ileri sürmektedirler (Levine, 2001, s.695-699).

Hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin tüketimdeki oynaklığa etkisini inceleyen Bekaert vd. (2006) ise, hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin, tüketimdeki oynaklığı azalttığını ileri sürmektedirler. Oynaklıktaki azalma gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere nispeten daha düşüktür. Hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin ardından oynaklık anlamlı olarak azalmaktadır. Ayrıca, risk paylaşımında artışı gösteren tüketimdeki oynaklığın gelirdeki oynaklığa oranı da serbestleşmenin ardından anlamlı olarak düşmektedir. Ülkelerde kamu sektörünün büyüklüğündeki ve bankacılık piyasasının gelişme seviyesindeki artışlar hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin oynaklık etkisini azaltırken, yatırımcı haklarının korunmasındaki zayıflıklar şeklindeki düşük kurumsal kalite düzeyi oynaklığı arttırmaktadır (Bekaert vd., 2006).

Arestis ve Singh (2010), IMF'nin bakış açısını yansıtan ekonometrik bir çalışma olmasına rağmen Prasad vd. (2003)'nin finansal bütünleşmenin açık ve şüphesiz şekilde tüketim oynaklığını arttırarak refah üzerinde negatif etkili olduğunu gösterdiğini ileri sürmektedirler. Arestis ve Singh (2010) bu sonucun IMF politikaları ile tamamen çelişkili olduğuna vurgu yapmaktadırlar. Yazarlar daha sonraki çalışmalarında, 2003 yılındaki çalışmada kullanılan yöntemin finansal bütünleşmenin refah üzerindeki tüm pozitif etkilerini göstermek için uygun

olmadığını ileri sürerek, şirket yönetişimi ve dolaylı olarak makroekonomik disiplin etkisini içeren yararlarını ön plana çıkarmaktadırlar (Arestis ve Singh, 2010, s.234-235).

Calvo vd. (1996), Latin Amerika ülkelerini değerlendirdiği çalışmasında sermaye akımlarının yurt içi tasarrufları, yatırımları ve tüketimi arttırdığını, rezerv birikimine katkıda bulunduğunu ileri sürmektedirler. Ancak Calvo vd. (1996)'ne göre sermaye akımlarının arzu edilmeyen olumsuz makroekonomik etkileri de bulunmaktadır. Büyük çaplı sermaye akımları, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde hızlı parasal genişlemeye, enflasyonist baskıya, ulusal tasarrufların düşmesine, yerli parada değerlenmeye ve cari işlemler açığının artmasına neden olmaktadır. Latin Amerika ve Asya krizleri öncesinde artan sermaye akımları, ülkelerde hızlı parasal genişlemeye neden olarak enflasyonist baskılar yaratmıştır. Yerel paradaki hızlı değer kazançları, ihracat sektöründeki rekabet yapısını bozmuş, ihracatı ve büyümeyi düşürerek ülkelerin krize karşı kırılganlığını arttırmıştır (Calvo vd., 1993; Calvo vd., 1996, s.124; Stiglitz, 2003)[33]. Ayrıca sermaye piyasalarındaki serbestleşme, sermaye çıkışlarını kolaylaştırarak ekonomik büyüme zarar verebilmektedir. Bu nedenle sermaye akımları ile ilişkili en önemli sorunlar negatif makroekonomik şoklar karşısında büyük çaplı sermaye akımlarındaki daralma, ani durma ve tersine dönme sorunlarıdır. Sermaye akımlarındaki tersine dönüş, döviz kuru üzerinde baskı yaratarak yatırım kararlarının teşviğini kırmakta ve makroekonomik istikrarsızlığa katkıda bulunarak kriz riskini arttırmaktadır (Calvo vd., 1996, s.124; Calvo, 1998; Stiglitz, 2003)[34, 35].

Glick vd. (2006) ise, sermaye hesabında serbestleşme yaşanan ülkelerde, döviz krizi riskinin düşük olduğunu göstermişlerdir. Glick vd. (2006), sermaye kontrollerinin kriz riskini azaltamamasının nedenini ülkeye özgü faktörlere bağlamaktadırlar. Makroekonomik dengesizliklere, finansal zayıflıklara, politik istikrarsızlıklara ve kurumsal problemlere sahip ülkeler, zorlu ekonomik reformlardan ve/veya krizleri tetikleyen sermaye çıkışlarından kaçınmak için sermaye kontrollerini sürdürmeyi tercih edebilmektedirler. Aksine güçlü makroekonomik ve politik ortama, finansal sisteme ve kurumlara sahip ülkelerde ise kriz riski

[33] Cardarelli vd. (2010), sermaye akımlarının toplam talepte artışa ve yerli parada değerlenmeye neden olarak cari işlemler açığını arttırdığı ülkelerde, sermaye akımlarının ani durma ve tersine dönme riskini arttırarak krizlere maruz kalma olasılığını arttırdığını ileri sürmüşlerdir.

[34] Büyük çaplı sermaye akımları genellikle enflasyonist baskılar, reel kurda değerlenme ve cari işlemler açığında artış ile ilişkilendirilmektedir. Ayrıca Latin Amerika deneyimi, büyük çaplı sermaye akımlarının hisse senedi piyasasında balon oluşumuna katkı sağladığını ve yurt içi kredilerdeki aşırı genişlemeye neden olarak finansal istikrarsızlığa öncü olduğunu göstermiştir. Ayrıca sermaye akımlarının kısa dönemli oluşu, ani durma ve tersine dönme riskini arttırmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları 1970'lerde ve 1980'lerin başında nispeten daha yüksekken, 1982 borç kriziyle durum tersine dönmüştür. 1980'lerde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları ya olmamış ya da negatif olmuştur (Calvo vd., 1996).

[35] Calvo vd. (1996)'ne göre sermaye akımlarının yönetimi için güçlü parasal ve mali temeller gerekli olsa da, sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu dünyada ülkelerin sermaye akımlarının tersine dönme riskini ne ölçüde anlamlı olarak düşürdüğü açık değildir (Calvo vd., 1996, s.136).

azalmakta ve bu ülkeler sermaye kontrollerine daha az başvurarak sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin faydalarından yararlanmaktadır. Bu nedenle sermaye hesabındaki serbestleşme kriz riskini azaltmaktadır (Glick vd., 2006, s.698).

Eichengreen ve Leblang (2003)'a göre sermaye hesabındaki serbestleşmenin en güçlü etkisi krizler kanalıyla olmaktadır. Sermaye kontrollerinin kaldırılması ülkeleri sermaye akımlarının ani durması ve istikrarsızlaştırıcı tersine dönüşlerine karşı savunmasız bırakmaktadır. Sermaye hesabındaki serbestleşme, kredi "patlaması" ve/veya yabancı sermaye çıkışları (ani durma ve tersine dönme) riskini arttırdığı sürece bankacılık, para ve ödemeler dengesi krizleri olasılığını arttırmaktadır. Stiglitz (2004)'e göre sermaye hareketlerindeki serbestleşme spekülasyonu teşvik etmekte ve sermaye akımlarının ani durması gibi olumsuz etkileri içererek dış kaynaklı kriz riskini arttırmaktadır. Serbestleşmenin yarattığı temel problem, sermaye akımlarındaki artışın geçici olmasıdır. Başlangıçta sermaye akımları artarken, serbestleşmeyi takip eden yıllarda bu akımlar düzleşmektedir. Sermaye akımlarındaki ani durma ve tersine dönüşler, krizler sürecinde yıkıcı etkilerde bulunmaktadır. Ani durmalar iflaslarla sonuçlanmakta, beşeri sermaye oluşumunu ve yerel kredi kanallarını tahrip etmektedir. Güneydoğu Asya krizinde beş ülkenin toplam GSYİH'nin %10'nundan fazlasına karşılık gelen özel sermaye akımları tersine dönmüştür. Sermaye akımlarının ani durması ve tersine dönmesi, sermaye akımlarındaki oynaklığın finansal olarak bütünleşmiş ekonomilerde kısıtlamalara sahip ekonomilere nispeten arttığını göstermektedir. Oynaklıktaki artış, yatırımları ve ekonomik büyümeyi baskılamaktadır (Calvo, 1998; Kraay, 1998; Montiel ve Reinhart, 1999, s.620; Kaminsky ve Reinhart, 1999; Rossi, 1999; Stiglitz, 2007; Eichengreen ve Leblang, 2003; Edwards, 2009, s.132; Lundblad, 2013, s.43-44) [36, 37].

Sermaye akımlarının kısa dönemli akımlar şeklinde olması ülkelerin krizlere karşı kırılganlığını arttırmaktadır. Singh ve Weisse (1998)'e göre sermaye akımlarındaki temel motivasyon, makroekonomik temellerden çok yatırımcıların spekülatif davranışlarıdır. Portföy akımları şeklindeki sermaye akımları her zaman kısa dönemli ve spekülatiftir. Bu nedenle portföy akımlarındaki ani durma ve tersine dönme Latin Amerika'da (1994-1995) olduğu gibi krizlere öncü olmakta ve ekonominin çökmesine neden olmaktadır (Singh ve Weisse, 1998). Chang ve Velasco (2000) ve Rodrik ve Velasco (1999), ülkelerin kısa dönemli borçlarının rezervlerine oranındaki artışın, sermaye akımlarının ani durma ve tersine dönme

[36] Asya krizinde Malezya, sermaye çıkışları üzerine sermaye kontrolleri uygulayarak sermaye çıkışlarının muhtemel yıkıcı etkilerini ortadan kaldırmayı hedeflemiştir (Lundblad, 2013).

[37] Kaminsky ve Reinhart (1999), finansal serbestleşmenin ve sermaye hesabındaki serbestleşmenin yol açtığı ucuz finansmana erişimin yarattığı bankacılık yükümlülüklerindeki artışın ve kredi patlamalarının bankacılık ve para krizlerine yol açtığını ileri sürmektedirler.

riskini arttırarak krizlere neden olduğunu ileri sürmüşlerdir. Radelet ve Sachs (1999), Güneydoğu Asya krizinde kısa vadeli borç yapısına ve rezervlere nispeten büyüklüğüne dikkat çekmişlerdir. Kısa dönemli akımlara ilave olarak portföy yatırımları, Latin Amerika ve Güneydoğu Asya krizlerinde ani durma ve tersine dönme özelliği nedeniyle krizlere neden olmuş, krizlerin derinleşmesine de katkıda bulunmuştur (Calvo vd., 1996; Calvo, 1998; Singh ve Weisse, 1998, s.613-619; Radelet ve Sachs, 1999) [38].

Rodrik ve Velasco (1999)'ya göre, 1990'lardaki finansal krizlerden etkilenen ülkelerdeki ortak noktalardan biri, kamu ya da özel sektörün kısa dönemli borçlarının rezervlere oranının yüksekliğidir. Meksika 1995, Rusya 1998, Brezilya 1999 krizlerinde kısa dönemli borçlar kamuya aitken, 1997'de Endonezya, Kore ve Tayland'da kısa dönemli borçlar ağırlıklı olarak özel bankalar ve firmalara aittir. Ancak her bir durumda kısa dönemli yükümlülüklerdeki artışın ve uluslararası likit varlıkların seviyesindeki azalmanın bileşimi, sermaye akımlarının tersine dönmesine neden olarak krizle sonuçlanmaktadır. Rodrik ve Velasco (1999), kısa dönemli borç yükümlülüklerinin finansal krizlerin güçlü bir tahmincisi olduğunu iddia etmektedir. Kısa dönemli borç yükümlülüklerinin rezervlerin üç katını aştığı durumdaki ülkelerde, sermaye akımlarının ani durma ve tersine dönme riski artmaktadır. Ayrıca, kısa dönemli borç yükümlülüklerindeki artış sermaye akımlarının tersine dönmesine neden olarak kriz riskini arttırmaktadır[39].

Singh ve Weisse (1998)'e göre gelişmekte olan ülkeler sermaye akımlarının hacmini ve kompozisyonunu etkileyen politikalar uygulamalıdırlar. Özellikle kısa dönemli ve spekülatif nitelikteki portföy akımları, rezerv gereksinimleri ve vergi politikaları yoluyla engellenmelidir (Singh ve Weisse, 1998, s.613-619). Rodrik ve Velasco (1999), Şili, Malezya, Kolombiya

[38] Bordo vd. (2009) döviz borçlarının para ve borç krizlerine etkisini 1880-1913 ve 1973-2003 dönemindeki 45 ülke için incelemiştir. Bordo vd. (2009), toplam borçlar içinde döviz borçlarının oranının artmasının döviz ve borç krizi riskini arttırdığını, ancak bu durumun ülkenin rezerv tabanının büyüklüğüne ve ülkenin kredibilitesine bağlı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Yüksek döviz borçlarının neden olduğu finansal krizler, çıktıda anlamlı kalıcı azalışlara neden olmaktadır. Ülkelerin döviz borçlarının yüksek, bankacılık sektörünün krize eğilimli ve rezervlerinin düşük olması, kriz riskini en üst düzeye çıkarmaktadır. Uluslararası finansal piyasalarda kredibilitesi yüksek ve güçlü bankacılık sistemine sahip ülkelerde kriz riski azalmaktadır. Toplam borçlar içinde döviz borçlarının azaltılması kriz riskini ortadan kaldıramamaktadır (Bordo vd., 2009).

[39] Asya krizine kısa dönemli borç yükümlülüklerindeki aşırı artışın neden olduğuna dair bir görüş birliği bulunmaktadır. Ayrıca, ülkeye özgü bazı faktörler de farklı ağırlıkta krizde yer tutmaktadır. Ülkelerdeki yolsuzluklar ve eş-dost kapitalizmi, şeffaflığın bulunmaması, yanlış yönetilen yatırım sübvansiyonları ve kredi garantileri, zayıf finansal düzenlemeler, denge değerinden uzak reel döviz kuru, dış açıktaki artış, sabit döviz kuru uygulamaları gibi birçok faktör sıralanabilmektedir. Ancak yalnızca az sayıdaki çalışma kısa dönemli borçların büyüklüğüne dikkat çekmektedir (Rodrik, 1998; Radelet ve Sachs, 1999; Rodrik ve Velasco, 1999, s.1). Rodrikve Velasco (1999), 32 gelişmekte olan ülkede 1988-1998 döneminde kısa dönemli borç yükümlülüklerinin finansal krizlerin güçlü bir tahmincisi olduğunu göstermektedir. Kısa dönemli borç yükümlülüklerinin, rezervlerin üç katını aştığı durumdaki ülkelerde sermaye akımlarında ani durma ve tersine dönme riski artmaktadır. Ayrıca, kısa dönemli borç yükümlülüklerindeki artış sermaye akımlarının tersine dönmesine neden olarak kriz riskini arttırmaktadır. Dış borçların kısa vadeli yapısı, yüksek M2/GSYİH ve kişi başına gelir seviyesi ile ilişkilendirilmektedir (Rodrik ve Velasco, 1999).

gibi sermaye kontrolleri uygulayan ülkelerde, kontrollerin sermaye akımlarının hacmini azaltmadan kompozisyonunu değiştirdiğini ileri sürmektedirler. Bulgular, dış borçların ortalama vade yapısındaki artışın, kriz riskini azalttığını göstermektedir (Rodrik ve Velasco, 1999)[40].

Obstfeld (2008, s.7-8), gelişmekte olan ülkelerde hem 1980'lerdeki borç krizinin hem de Asya Krizinin öncesinde toplam dış borçlar içinde kısa dönemli borçların payının arttığını ifade etmektedir. Ayrıca 2000'li yılların başlarından itibaren özellikle alt orta gelir grubundaki ülkeler için kısa dönemli borçların payı artmaktadır. Kısa dönemli borçlardaki bu artış yalnız başına değerlendirildiğinde, sermaye akımlarının tersine dönme riskini arttırarak finansal istikrarı düşürmektedir. Berkmen vd. (2012), 2008 küresel finansal krizinin ülkelerdeki büyüme deneyimlerine farklı etkisinin altında, ülkelerdeki finansal kırılganlıkların yattığını göstermektedir. Berkmen vd. (2012)'ne göre yurt içi finansal sisteminde yüksek kaldıraç oranına ve kısa dönemli borçlara sahip ülkelerde çıktıda büyük daralmalar yaşanmıştır[41].

Finansal bütünleşmeye ilişkin bir diğer sorun, bütünleşmenin sıralamasıdır. Finansal ve ticari bütünleşmenin sıralamasındaki yanlışlıklar ülkelerin kriz deneyimleri yaşamalarına neden olmaktadır (Rey ve Martin, 2005; Edwards, 2009).

Rey ve Martin (2005), finansal ve ticari bütünleşmenin varlık fiyatları, yatırımlar ve finansal krizlere etkisini ele alan bir model geliştirmişlerdir. Modelde ticari ve finansal bütünleşmenin etkileri farklılaşmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ticari bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisi her zaman pozitiftir. Ancak finansal bütünleşme durumunda bu etki tersine dönmektedir. Finansal bütünleşme gelişmekte olan ülkelerde kriz riskini arttırmaktadır. Bulgular finansal kriz riskini azaltmak isteyen gelişmekte olan ülkelerin varlık ticaretinden önce mal ticaretini serbestleştirmesi gerektiğini belirtmektedir (Rey ve Martin,

[40] 1990-1996 dönemindeki 15 gelişmekte olan ülkede sermaye akımlarına yönelik politika uygulamalarının sermaye akımlarının kompozisyonu üzerindeki etkilerini inceleyen Montiel ve Reinhart (1999), merkez bankalarının sermaye akımlarına yönelik sterilizasyon müdahalesinin, kısa dönemli sermaye akımları aracılığıyla toplam sermaye girişlerinin hacmini arttırdığını, ancak doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yatırımlarına etkisi bulunmadığını ileri sürmektedir. Sterilizasyon politikası, doğrudan yabancı yatırımların toplam akımlar içindeki payını azaltırken, kısa dönemli borçların ve portföy hisse senedi yatırımlarının payını arttırmaktadır. Ayrıca sermaye kontrolleri, sermaye akımlarının kompozisyonunu kısa dönemli ve portföy hisse senedi akımlarından doğrudan yabancı yatırım akımlarına kaydırmaktadır. Montiel ve Reinhart (1999), Asya ülkelerindeki sınırlı döviz kuru esnekliği, yoğun sterilizasyon müdahalesi ve kısa dönemli sermaye akımlarına yönelik düşük engellerin bileşiminin ülkeleri kısa dönemli sermaye akımları için çekici kıldığını belirtmişlerdir. Bu politikalar, sermaye akımlarının hacmini arttırarak akımlarının kompozisyonunu kısa dönemli yükümlülüklere kaydırmaktadır.

[41] Ayrıca yüksek ticari açıklık seviyesi bazı gelişmekte olan ülkelerin krizden daha fazla etkilenmesine neden olmaktadır. Kur rejiminin esnek olması şokların negatif etkisini hafifletmede yardımcı olmaktadır. Kriz öncesi güçlü mali yapıda olan ülkeler, krizden daha az etkilenmiştir. Güçlü mali yapıları sebebiyle, konjonktür karşıtı mali politikaları daha etkin şekilde oluşturabilmişlerdir (Berkmen vd., 2012).

2005). Rey ve Martin (2005)'in modelinde gelişmekte olan ülkenin ticarete kapalı olduğu durumda finansal bütünleşme, finansal kriz riskini arttırmaktadır. Rey ve Martin (2005), finansal krizleri açıklamaya çalışan çalışmaların şeffaflık, kurumsal kalite, bankacılık düzenlemeleri gibi faktörlere vurgu yaptığını, ancak politika ve kurum değişimlerinin finansal krizlerden korunmayı açıklamada yeterli olmadığını ileri sürmektedir.

Edwards (2009), ticari ve finansal bütünleşmenin dış kaynaklı kriz riskine etkisini incelemiştir. Edwards (2009)'a göre sermaye kontrollerinin kaldırılması, ülkenin sermaye akımlarında ani durma deneyimi yaşama olasılığını arttırmaktadır. Özellikle, ticari ve finansal bütünleşmenin sıralamasında finansal bütünleşmenin ticari bütünleşmeden önce yapılması durumunda ülkenin krize maruz kalma riski artmaktadır. Ayrıca finansal bütünleşmenin sabit kur rejimi ile birlikte sürdürülmeye çalışılması ve büyük cari açık dengesizlikleriyle sonuçlanması durumunda, finansal bütünleşmenin ticari bütünleşmeden önce yapılması kriz riskini önemli ölçüde arttırmaktadır. Reformların sıralamasının önemine değinen Edwards (2009), sermaye kısıtlamalarının vaktinden önce kaldırılmasının maliyetli olduğunu belirtmektedir. Edwards (2009)'a göre sermaye hesabındaki olgunlaşmamış serbestleşmenin, döviz kuru ve uluslararası rekabet edilebilirlik üzerinde olumsuz etkileri olabilmektedir. Ancak sermaye hareketlerindeki kısıtlamaların çok geç kaldırılması durumundaysa, ülke kısa dönemli sermaye akımlarına maruz kalmaktadır. Bu durum, kurda değerlenmeye ve ihracat sektöründe kârlılığın düşmesine neden olmaktadır. Ayrıca bazı ülkelerde kısa dönemli emlak balonlarına yol açabilmektedir (Edwards, 2009).

IMF 2012 yılında sermaye akımlarının yönetimine ve sermaye hesabının serbestleştirilmesine yönelik IMF politikalarında kaymaya işaret eden kurumsalcı görüşü ortaya koymuştur. Kurumsalcı görüşle birlikte IMF (2012), sermaye akımlarındaki serbestleşmenin ülkeler için taşıdığı risklere vurgu yapmaktadır[42]. IMF (2012)'nin kurumsalcı yaklaşımı, belirli (uygun) koşullar altında ülkelerin sermaye akımlarını düzenleyebilmesini öngörmektedir. Sermaye girişlerindeki sert dalgalanmalar ya da yıkıcı sermaye çıkışları, ülkelerde ekonomi politikalarında zorluklar yaratmaktadır. Sermaye akımları finansal istikrarsızlıklara neden olan sermaye girişlerindeki dalgalanmalara ve bunu takiben ani durmalara eğilimlidir. Sermaye girişlerindeki aşırı artışlar, makroekonomik ve finansal

[42] IMF (2012), sermaye akımlarının potansiyel faydalarının (sermaye akımları ülkelerdeki etkinliği arttırmakta, finansal sektördeki rekabeti desteklemekte, verimli yatırımları kolaylaştırmakta ve tüketim düzleştirmesi sağlamaktadır) yanı sıra taşıdığı riskleri (sermaye akımlarındaki oynaklık, ani durma ve tersine dönme riski) kabul ederek, ülkelerin finansal ve kurumsal gelişme eşiğine ulaşmadan sermaye akımlarına açılmasının bu riskleri arttırdığını ifade etmektedir. Uygun finansal düzenleme ve denetlemelerin bulunmaması durumunda finansal bütünleşme, finansal kurumların aşırı risk almasını teşvik etmekte ve ani geri dönüşlere eğilimli daha oynak sermaye akımlarına öncü olmaktadır.

istikrar sağlamaya çalışan ülkelerde istikrara zarar vermektedir. Sermaye akımlarındaki dalgalanmalar, yurt içi finansal piyasaları baskılayarak ve ihtiyati makroekonomik politikaların kapasitesini gevşeterek finansal ve makroekonomik oynaklığa öncü olmaktadır. Sermaye girişleri, varlık fiyatlarında oynaklığa ve balonlara, döviz kurunda hızlı değerlenmeye, kredi patlamalarına (ekonomide aşırı ısınmaya), sürdürülemez risk primi düşüşlerine, para politikalarında ve para politikaları aktarımında bozulmalara neden olabilmektedir[43]. Sermaye akımlarındaki dalgalanmaların, ani durmaların ve oynaklığın yarattığı finansal ve makroekonomik risklerin azaltılabilmesi için ülkeler sermaye akımlarına yönelik yönetim ölçülerini (kontrolleri) uygulayabilmektedir. IMF (2012)'ye göre, ülkeler son çare (last resort) olarak sermaye kontrollerine başvurmalıdır. IMF (2012) sermaye girişleri kontrolünü gerektiren koşulların; ülkenin uygun rezerv düzeyine sahip olmaması, yerli paranın aşırı değerlenmesi, ekonominin aşırı ısınması olduğunu ileri sürmektedir. Ayrıca politika kaymasının veya politika etkisinin görülebilmesi için zamana ihtiyaç duyulduğu durumda kontroller geçici olarak kullanılabilmektedir. Örneğin parasal aktarım kanallarının zayıf ya da enflasyon beklentilerinde ataletin olduğu durumda para politikalarının etkinliği gecikmelidir. Bu durumda kontroller etkinin görülebilmesi için geçici olarak kullanılabilmektedir. Ancak IMF, kontrollerin makroekonomik politikalar ile desteklenmemesi durumunda etkilerin sınırlı olabileceğini ileri sürmektedir[44].

IMF (2012), sermaye çıkışlarına yönelik kontrollere yalnızca kriz veya kriz koşullarına yakın durumlarda başvurulmasını önermektedir (IMF, 2012; Ostry vd., 2011; 2012). IMF (2012), kontrollerin sınırlı ve geçici olması gerektiğini ifade etmektedir. Ayrıca kontroller, ahlaki risk problemine neden olmamalı, uygun risk yönetimi geliştirmeye çalışan finansal kurumları zayıflatarak piyasa disiplinini bozmamalıdır. IMF (2012) uygulanacak kontrol uygulamalarının, şeffaf, hedefli ve geçici olması ve ayrımcı (yerleşik-yerleşik olmayan ayrımı) olmaması gerektiğini belirtmektedir. IMF (2012), sermaye hesabındaki tam serbestleşme yaklaşımını terk etmemekte, ülkelerin uzun dönem büyüme amaçları arasında

[43] Tarihsel kanıtlar, sermaye akımlarındaki serbestleşmeyi sıklıkla krizlerin takip ettiğini göstermektedir. Son yaşanan küresel finans kriz de sermaye hesabında serbestliğe sahip ülkelerin çıktıda büyük çaplı daralmalar yaşadığını göstermektedir. Aslında son yaşanan kriz, büyük çaplı ve oynak sermaye akımlarının uzun süredir sermaye hesabında serbestliğe sahip ve sermaye akımlarının faydalarından yararlanan, gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde de riskleri arttırdığını göstermektedir. Örnek olarak birçok gelişmiş ülkede finansal düzenleme ve denetlemeler sürdürülemez varlık balonundan ülkeleri koruyamamıştır (IMF, 2012).

[44] Ariyoshi (2013) ve Gallagher (2013), IMF'nin yaklaşımının olumlu ancak pratikte uygulanmasının zor olduğunu ileri sürmektedirler. Kontrollerin uygulanması için gerekli koşulların (aşırı değerli kur, aşırı ısınma, varlık fiyatlarındaki balonlar, aşırı rezerv) pratikte tespitinin zor olduğunu belirtmektedirler. Aşırı ısınma kredilerdeki aşırı büyüme olarak yorumlanabilmekte, ancak finansal derinleşme durumunda da hızlı kredi büyümesi meydana gelebilmektedir. Bu nedenle aşırı ısınma göstergesi inandırıcı bulunmamaktadır. Ayrıca, Asya ülkelerindeki aşırı rezervler kriz sürecinde ülkelerin krizi yönetebilmesine olanak tanımıştır. Kontrollerin ayrımcı olmaması gerektiği belirtilmekte ancak kontrollerin doğası nedeniyle yerleşik-yerleşik olmayan ayrımı yaptığını belirtmektedir.

önemli olduğunu savunmaktadır. Ancak IMF (2012) sermaye hesabındaki serbestleşmenin faydalarının risklerini aşması için, serbestleşmenin iyi planlanmasının ve zamanlamasının önemine vurgu yapmaktadır. IMF'nin bütünleşme yaklaşımına uygun olarak sıralı ve tedrici olarak yapılması gerektiğini ve sürecin tüm zamanlarda tüm ülkeler için aynı olmaması gerektiğini belirtmektedir. IMF, öncelikle büyümeyle yakın ilişkili ve diğer akımlara nispeten daha kararlı olan doğrudan yabancı yatırımların serbestleştirilmesini önermektedir. Daha sonra doğrudan yabancı yatırım çıkışları ve uzun dönemli portföy yatırımları ve son olarak kısa dönemli portföy akımları serbestleştirilmelidir. Her bir serbestleşme dönemi, yasal, finansal ve kurumsal derin ve tamamlayıcı reformlarla desteklenmelidir[45].

Günümüzde gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğu küresel finansal sistemle bütünleşmişler ve finansal kriz deneyimi yaşamışlardır. Aslında ülkeler, finansal krizlerden dersler çıkarmakta ancak her gün gelişen ve değişen finansal sistemde yeni araçlar ortaya çıkmakta, bu gelişmeler yeni krizleri ve yeni koşulları ortaya çıkarmaktadır. Politika yapıcılar ve düzenleyiciler krizlere karşı önlem almakta, ancak modern finansal sistemin dinamik evrimi karşısında yavaş kalmaktadırlar. Geçmiş krizlerle ilgili sorunlarla uğraşırlarken, hızlı değişen finansal teknolojiler, araçlar ve piyasaya yeni oyuncuların katılımı artan yeni kırılganlıkların tespitini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle düzenleyiciler, sıklıkla geçmiş krizlerden korunmak için hazırlık yaparken, gelecekte meydana gelebilecek belirsiz kırılganlıklara sahip krizlerle ilgili hazırlık yapamamaktadırlar. Aizenman ve Noy (2013)'a göre düzenleyiciler, finansal yeniliklerin yayılmasını aksi ispatlanıncaya kadar riskli kabul ederek yavaşlatmalıdırlar. "Bu zaman farklı" anlayışı yerine, düzenleyiciler gelecekteki krizin yeni şekil ve biçimde geleceğini varsaymalıdırlar. Bu nedenle ülkeler yeni finansal araçlara ve sermaye akımlarına daha ihtiyatlı yaklaşmalıdırlar (Aizenman ve Noy, 2013).

[45] Krizle birlikte gelişmiş ülke ekonomilerindeki merkez bankalarının yarattığı büyük çaplı likidite artışları, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının hacmini ve oynaklığını etkilemektedir. Ayrıca küresel likiditeyi arttıran para politikaları gelişmekte olan ülkelerdeki finansal istikrarsızlıklara katkıda bulunmaktadır. IMF (2012)'ye göre sermaye akımlarına yönelik politika uygulamaları, hem sermaye girişleri yaşayan ülkeyi hem de kaynak ülkeyi kapsamaktadır. IMF (2012), büyük çaplı ve oynak sermaye akımlarının kaynağı olan özellikle gelişmiş ülkelerin, uyguladıkları makroekonomik politikalarının sermaye girişleri yaşayan ülkeler üzerindeki potansiyel negatif yayılma etkilerini ve küresel ekonomik ve finansal istikrarı dikkate alması gerektiğini ifade etmektedir. Bu anlamda politika tercihlerinde küresel işbirliği sermaye akımlarının risklerinin azaltılmasına yardımcı olabilmektedir. Bu nedenle IMF, ülkelere sermaye akımlarının yönetimi ve küresel işbirliği konusunda yardım ve tavsiyelerde bulunabileceğini bildirmektedir (IMF, 2012; Ostry vd., 2011; 2012).

İKİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİYLE İLGİLİ UYGULAMALI LİTERATÜR İNCELEMESİ

Bu bölümde finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan uygulamalı çalışmalar ele alınmaktadır. Uygulamalı çalışmalar, kullandıkları finansal bütünleşme göstergesine göre üç başlık altında incelenmektedir; (i) kural-temelli finansal bütünleşme göstergesi kullanarak sermaye hesabındaki serbestleşmenin etkilerini inceleyen çalışmalar, (ii) hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin etkilerini inceleyen çalışmalar ve (iii) miktar-temelli sermaye akımları temelinde finansal bütünleşmenin etkilerini inceleyen çalışmalar. Ayrıca finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde eşik (etkileşim) etkisini inceleyen çalışmalar, farklı makroekonomik değişkenlerin eşik etkileri temelinde ilişkiyi detaylı olarak incelemektedir.

Uygulamalı çalışmalardaki en önemli sorunlardan biri finansal bütünleşmenin ölçümüdür. İlk uygulamalı çalışmalar, sermaye akımlarına ilişkin kural-temelli finansal bütünleşme göstergelerini kullanarak finansal olarak bütünleşmiş ülkelerin anlamlı büyüme etkileri elde edip etmediklerine odaklanmaktadır. Sermaye akımlarının kompozisyonunun etkilerini inceleyen çalışmalarsa, farklı sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde farklı etki gösterip göstermediğini incelemektedir. Genellikle doğrudan yabancı yatırım akımlarına odaklanan çalışmalar, portföy hisse senedi ve borç akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine de yer vermeye çalışmaktadır. Büyüme modelleri çerçevesinde finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisini ele alan çalışmalarda kullanılan genel model;

$Büyüme_{i,t} = \alpha_i + \beta_1(FB_{i,t}) + \varphi z_{it} + \varepsilon_{it}$ şeklindedir.

Modelde, FB finansal bütünleşme göstergesini, α_i sabiti, z_{it} büyümeyi etkileyen kontrol değişkenler setini ve ε_{it} hata terimini göstermektedir. Finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkide eşik hipotezi yaklaşımını inceleyen uygulamalı çalışmalar, farklı ekonometrik teknikler kullanarak ilişkinin eşik koşullarına bağlı olarak faklılaşıp faklılaşmadığını incelemektedir. Finansal bütünleşmenin doğrudan büyüme etkilerini inceleyen ilk çalışmalar regresyona sadece finansal bütünleşme değişkenini koyarken, sonraki çalışmalar eşik koşulları (finansal gelişme, kurumsal kalite, ticari açıklık, makroekonomik istikrar, beşeri sermaye) ile finansal bütünleşme arasındaki etkileşim değişkenini modele koymakta ve daha ayrıntılı sonuçlar elde etmedirler.

Çalışmalarda kullanılan doğrusal etkileşim modeli;

$Büyüme_{i,t} = \alpha_i + \beta_1(FB_{i,t}) + \beta_2(FB_{i,t} * Eşik_{i,t}) + \beta_3(Eşik_{i,t}) + \varphi z_{it} + \varepsilon_{it}$ şeklindedir.

Finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde $\beta_1 ve \beta_2$'nin aldığı değere göre 4 muhtemel durum söz konusudur;

(i) $\beta_1 > 0 ve \beta_2 > 0$ ise; Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitiftir. Ayrıca etkileşim terimi pozitiftir. Eşik değişken, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisini arttırmaktadır.

(ii) $\beta_1 > 0 ve \beta_2 < 0$ ise; Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitiftir. Ancak etkileşim terimi negatiftir. Eşik değişken, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisini azaltmaktadır.

(iii) $\beta_1 < 0 ve \beta_2 > 0$ ise; Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatiftir. Ancak etkileşim terimi pozitiftir. Eşik değişken, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisini azaltmaktadır.

(iv) $\beta_1 < 0 ve \beta_2 < 0$ ise; Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatiftir. Ayrıca etkileşim terimi de negatiftir. Eşik değişken, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisini daha da arttırmaktadır.

2.1. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Bu bölümde sırasıyla sermaye ve hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin ve sermaye akımları temelinde finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran uygulamalı çalışmalar ve bu çalışmaların bulguları incelenmektedir.

2.1.1. Sermaye Hesabındaki Serbestleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisini inceleyen çalışmalar, kural-temelli finansal bütünleşme endekslerini (IMF, Pay, Quinn, Chinn-Ito vb.) kullanarak finansal olarak bütünleşmiş ekonomilerin kısıtlamalara sahip ekonomilere nispeten daha yüksek ekonomik büyüme oranlarına sahip olup olmadığını incelemektedir. Bu bölümde genellikle kural-temelli finansal bütünleşme göstergelerini kullanan çalışmalar incelenmektedir.

Alesina vd. (1993), yüksek gelire sahip 20 OECD ülkesinde 1950-1989 döneminde sermaye hesabındaki kontrollerin (kural-temelli IMF göstergesi) ekonomik büyümeyi düşürdüğüne ilişkin hipotezin geçerli olmadığını göstermişlerdir. Sermaye kontrolleri uygulayan ülkelerde, enflasyon ve senyoraj geliri anlamlı olarak yüksekken, reel faiz oranları düşüktür. Grilli ve Milesi-Ferretti (1995), Alesina vd. (1993) tarafından yapılan ve sadece OECD ülkelerine odaklanan çalışmayı, 61 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi 1960-1989 döneminde inceleyerek geliştirmiştir. Ancak sermaye hesabındaki serbestleşme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişkiye yönelik kanıt ortaya konamamış, sermaye hesabındaki serbestleşmenin bazı durumlarda negatif büyüme etkileri meydana getirebildiğini göstermişlerdir (Grilli ve Milesi-Ferretti, 1995).

Quinn (1997), sermaye hesabındaki serbestleşme ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki ortaya koyan ilk yatay kesit regresyon çalışmasıdır. Quinn (1997), 1960-1989 dönemindeki 66 ülkede kendi geliştirdiği sermaye hesabındaki serbestleşme endeksindeki değişim ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki bulmuştur. Quinn (1997), sermaye hesabındaki serbestleşmeye ilişkin seviye değerini değil, değişim değerini kullanmaktadır. Sermaye hesabındaki serbestleşme, ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Ayrıca artan serbestleşme, gelir dağılımı eşitsizliğini de arttırmaktadır.

Sermaye hesabındaki serbestleşme göstergesi olarak IMF pay göstergesini kullanan Rodrik (1998), sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyüme (kişi başına GSYİH), yurt içi yatırımlar ve enflasyon seviyesine etkilerini incelemiştir. Çalışma, 1975-1989 dönemindeki 100'e yakın ülke verisini ve yatay kesit regresyon yöntemini kullanarak sermaye kontrolleri olmayan ülkelerin daha hızlı büyüdüğüne, daha fazla yatırım ve düşük enflasyon seviyesine sahip olduğuna dair kanıt bulamamıştır.

Eichengreen (2001)'e göre, Rodrik (1998) ve Quinn (1997) çalışmalarının bulguları arasındaki fark, çalışmaların farklı dönemleri ele almasından kaynaklanabilmektedir. Quinn (1997) çalışmaya daha önceki dönemlerden başlarken (1960-1989), Rodrik (1975-1989) kayıp dönem (gelişmekte olan ülkelere yönelik hiçbir sermaye akımının büyüme yaratmadığı dönem) olarak adlandırılan 1980'leri de kapsamaktadır. Analizler arasındaki dönem farkı, sonucu yönlendirebilmektedir. Ayrıca Quinn (1997) çalışmasında daha fazla açıklayıcı değişken kullanırken, sermaye hesabının seviyesinden ziyade değişimini kullanmaktadır (Eichengreen, 2001, s.351).

Quinn (1997) sermaye hesabı serbestleşme göstergesinin genellikle gelişmiş ülkeler için mevcut olması nedeniyle (az sayıda ve dönem sayısı sınırlı gelişmekte olan ülke için

mevcuttur), Quinn (1997) göstergesini kullanan çalışmalarda gelişmiş ülkelerin yoğunluğundan kaynaklı örneklem yanlılığı oluşmaktadır. Bu nedenle diğer sermaye hesabındaki serbestleşme göstergelerini kullanan çalışmalara nispeten pozitif büyüme etkisi ortaya koyduğu ileri sürülmektedir (Arteta vd., 2001, Eichengreen, 2002).

Rossi (1999), sermaye hesabındaki serbestleşme ve bankacılık krizleri arasındaki ilişkiyi incelemiş, anlamlı bir pozitif ilişki ortaya koyamamıştır. Rossi (1999)'ye göre sermaye hesabındaki kısıtlamalar (sermaye girişlerine yönelik kısıtlamalar) ekonomik büyümeye zarar vermektedir. Ancak sermaye çıkışlarına yönelik kısıtlamalar ekonomik büyümeye düşük de olsa katkı sağlamaktadır. Bordo ve Eichengreen (1998) ise II. Dünya Savaşı sonrası dönemde sermaye kontrollerinin yüksek gelire sahip ülkelerde ekonomik büyümeye pozitif, düşük gelire sahip ülkelerde negatif etki yaptığına dair zayıf kanıtlar sunmaktadır.

Edwards (2001), 62 ülkede 1980-1989 döneminde Quinn endeksini (hem seviye hem değişim değeri) kullanarak sermaye hesabındaki serbestleşme ile kişi başına gelir seviyesi arasında anlamlı ilişki olduğunu göstermiştir. Ancak aynı çalışmada IMF pay göstergesinin sermaye hesabı serbestleşme göstergesi olarak kullanıldığı durumda, sermaye hesabındaki serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir.

Ayrıca gelir seviyesinin sermaye hesabındaki serbestleşme-ekonomik büyüme ilişkisine etkisini inceleyen Edwards (2001), gelir seviyesi ile sermaye hesabı serbestleşme göstergesi etkileşimini modele dahil etmiştir. Doğrusal etkileşim modeli sonuçları (üç aşamalı en küçük kareler yöntemi), etkileşim teriminin modele dahil edilmesi durumunda sermaye hesabındaki serbestleşmenin büyüme etkisinin negatif olduğunu, ancak etkileşim teriminin pozitif değer aldığını göstermektedir. Sonuçlar gelirin belli bir seviyesinden sonra sermaye hesabındaki serbestleşmenin büyüme etkisi yaratabileceğini, sermaye hesabındaki serbestleşmenin pozitif büyüme etkisinin yalnızca yüksek gelire sahip ülkelerle sınırlı olduğunu göstermektedir. Etki düşük gelir grubundaki ülkelerde negatif olabilmektedir.

Edwards (2001)'ın çalışmasını eleştiren Arteta vd. (2001), Edwards'ın Quinn endeksine ilişkin olarak yalnızca 1973 ve 1988 yıllarındaki endeks değerlerini kullandığını, bu nedenle sermaye hesabındaki serbestleşme-ekonomik büyüme ilişkisinin 1980'lerde yakalanmasının zor olduğunu, 1973 değerinin 1980'lerdeki etkiyi yakalamak için çok erken, 1988 değerinin ise çok geç olduğunu ifade etmektedir (Arteta vd., 2001, s.9).

Edwards (2001)'ın çalışmasına dair bir başka eleştiri de Edwards (2001)'ın gözlemlerini 1985 yılı temelli reel kişi başına GSYİH değeri ile ağırlıklandırmış olmasının, kurumsal kalite

düzeyinin yüksek olduğu gelişmiş ülkeler ile ilgili yanlılık oluşturduğudur. Edwards (2001)'ın kullandığı ekonomik, finansal ve coğrafi araç değişkenler sermaye hesabındaki serbestleşmeyle ilişkili olabilmektedir. Bu nedenle araç değişkenlerin dışsallığı da inandırıcı bulunmamaktadır (Arteta vd., 2001, s.10). Ayrıca Edwards (2001) hem toplam faktör verimliliği hem de GSYİH büyüme oranını içeren iki eşitlikli eş anlı denklem sistemi kullanmaktadır. Hem toplam faktör verimliliği hem de ekonomik büyüme modellerinde kullanılan açıklayıcı değişkenler aynıdır. Arteta vd., (2001), toplam faktör verimliliğinin ekonomik büyüme eşitliğindeki artıklardan elde edildiği göz önünde bulundurulduğunda, ekonomik büyüme ve toplam faktör verimliliği denklemlerindeki hataların sistem eşitliğinde sahte yüksek korelasyona neden olabileceğini belirtmektedir. Arteta vd. (2001), ne Edwards (2001)'ın ne de diğer araştırmacıların sermaye hesabındaki serbestleşmenin ticari açıklıktaki gelişmeleri kapsadığını (dış ticarette tarifelerin düşürülmesi gibi) dikkate almadığını, bunun sonucu olarak ticari açıklığın etkilerinin de sermaye hesabındaki serbestleşmede görülebileceğini ifade etmektedir (Arteta vd., 2001, s.10-11).

Arteta vd. (2001), sermaye hesabındaki serbestleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında Quinn endeksini kullanarak pozitif, ancak her dönemde tutarlı olmayan sonuçlara ulaşmışlardır. Ancak sermaye hesabı serbestleşme göstergesi olarak IMF göstergesinin kullanılması durumunda ilişki tespit edilememiştir. Gelir seviyesinin Quinn endeksi ile etkileşimini kullanarak gelir seviyesinin sermaye hesabındaki serbestleşme-ekonomik büyüme ilişkisine etkisi bulunmadığını alternatif tahmin yöntemleri (en küçük kareler ve ağırlıklandırılmış en küçük kareler) altında göstermişlerdir.

Edwards (2001) üç aşamalı en küçük kareler yöntemini kullanarak sermaye hesabındaki serbestleşmenin büyüme etkisinin düşük gelir grubunda negatif, yüksek gelir grubunda pozitif olduğunu bulmuştur. Ancak Arteta vd. (2001) bu etkinin tutarlı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca Hall ve Jones (1999) tarafından önerilen araçları (ekvatordan uzaklık, karayla çevrili olup olmama gölge değişkeni, ada ülkesi gölge değişkeni, İngilizce konuşma oranı, temel Avrupa dilleri konuşma oranı) iki aşamalı en küçük kareler yönteminde kullanarak sermaye hesabındaki serbestleşmeye ilişkin anlamlı kanıtlara ulaşamamıştır. Araçlar, sermaye hesabındaki serbestleşme göstergesiyle ilişkili değil, dışsaldır. Ancak yine de etki bulunamamıştır. Edwards (2001)'ın çalışmasında kullandığı modeli tekrar ele alan Arteta vd. (2001), modele gelir seviyesi ile etkileşim terimi eklendiğinde sermaye hesabındaki (Quinn endeksi) serbestleşmenin negatif, etkileşim teriminin pozitif değer aldığını göstermişlerdir.

Arteta vd. (2001) çalışmalarında ortaya koyduğu sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeyle pozitif ilişkili olması sonucunun kırılgan ve yetersiz bir kanıt olduğunu belirtmektedir. Arteta vd. (2001), ilişkinin kullanılan sermaye hesabı serbestleşme değişkenlerine (Quinn endeksi IMF endeksine nispeten daha pozitif sonuçlar vermektedir), ülke seti seçimine, araç değişken setine, döneme (1980'lerde daha olumlu sonuçlar alınmakta), kullanılan yönteme (en küçük kareler, ağırlıklı en küçük kareler ve iki aşamalı en küçük kareler) göre değiştiğini ileri sürmektedir. Bu nedenle bulgular zayıf ve geçerliliği belirli koşullara bağlı olduğundan kırılgandır. Ayrıca yüksek gelirli ülkeler ile düşük gelirli ülkeler arasındaki farka ilişkin çok sınırlı kanıtlar bulunmaktadır (Arteta vd., 2001).

O'Donnell (2001) 1971-1994 dönemindeki 94 ülkede hem kural-temelli hem de miktar-temelli finansal bütünleşme göstergelerini kullanarak, sermaye kontrollerinin ekonomik büyümeye etkisinin olmadığını ancak miktar-temelli sermaye akımlarının büyüme etkisinin olduğunu göstermişlerdir (O'Donnel, 2001; Edison vd., 2004 , s.241).

Edison vd. (2002), Quinn ve IMF endeksleri gibi kural-temelli finansal bütünleşme göstergelerinin yanı sıra doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy akımları toplamından oluşan sermaye akımlarının GSYİH içindeki payları temelinde miktar-temelli finansal bütünleşme değişkenlerini kullanmışlardır. Sermaye akımları hem sermaye girişleri (yükümlülükleri) hem de sermaye giriş ve çıkışları (varlıkları) toplamı olarak ayrı ayrı ele alınmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların ve portföy akımlarının varlıkları ve yükümlülükleri hem birikimli stok olarak hem de akım olarak ele alınmaktadır. Birikimli varlık ve yükümlülük stokunun GSYİH içindeki payları, Lane ve Milesi-Ferretti (2001) tarafından oluşturulan veri seti kullanılarak temsil edilmektedir (Edison vd., 2002, s.753-759).

Yatay kesit ve araç değişken (iki aşamalı en küçük kareler) yöntemlerinde 57 ülkeye ait 1980-2000 dönemi incelenmekteyken, GMM (genelleştirilmiş momentler yöntemi) dinamik panel yöntemi 1976-2000 dönemindeki 40 ülke için uygulanmaktadır. Finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki IMF göstergesi, birikimli toplam sermaye akımları stoku ve birikimli sermaye yükümlülükleri stoku göstergelerinin kullanıldığı durumda anlamlı değildir. Yalnızca yatay kesit regresyon analizinde toplam sermaye akımlarının ve sermaye yükümlülüklerinin (girişlerinin) ekonomik büyümeyle ilişkisi pozitiftir. Ancak finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir pozitif ilişki bulunmamaktadır. Araç değişken regresyonunda hiçbir finansal bütünleşme değişkeni büyümeyi açıklayamamaktadır. Panel GMM regresyonunda ise sadece toplam sermaye akımlarının (sermaye girişlerinin ve çıkışlarının toplamı) GSYİH içindeki payı ekonomik büyümeyle anlamlı ilişki

göstermektedir. Ancak bu pozitif ilişki alternatif finansal bütünleşme göstergeleri ve ekonometrik yöntemler altında geçerliliğini kaybetmektedir (Edison vd., 2002, s.753-759).

Edison vd. (2004), sermaye hesabındaki serbestleşmenin büyümeye etkisini inceleyen geçmişteki 10 çalışmayı yeniden ele alarak, bu çalışmalardan yalnızca 3'ünün güçlü biçimde pozitif ilişki ortaya koyabildiğini göstermektedir. Edison vd. (2004), 73 ülkede 1976-1995 döneminde yatay kesit regresyon yöntemini kullanarak sermaye hesabındaki ve hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin yalnızca orta gelir grubundaki ülkelerde pozitif etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sermaye hesabı serbestleşme göstergesi olarak hem IMF pay hem de Quinn endeksi kullanan çalışma, kurumsal etkileşim teriminin modele dahil edilmesiyle sermaye hesabındaki serbestleşmenin pozitif etkisinin ortadan kaybolduğunu ileri sürmektedir.

Carmignani ve Chowdhury (2007), finansal bütünleşmenin gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik bütünleşmeye katkı sağladığını ileri sürmektedir. Bütünleşme etkisi, kişi başına gelirdeki, mal ve hizmetlerdeki yakınsama şeklinde olmaktadır. Ancak finansal bütünleşme, gelirdeki yakınsamayı açıklayan faktörlerden yalnızca biridir. Teknolojik farklılıkların giderilmesi, faktör ve beşeri sermaye birikimi gelirdeki yakınsamanın en önemli açıklayıcılarıdır.

Bonfiglioli (2008), finansal bütünleşmenin büyüme etkilerini 1975-1999 dönemindeki 70 ülke için büyümenin iki temel belirleyicisi olan toplam faktör verimliliği ve yatırım kanalı ile açıklamaya çalışmaktadır. Bonfiglioli (2008), verimlilik ve yatırımları ayrı ayrı regresyona dahil ederek, toplam faktör verimliliği ve yatırımların gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı etki gösterip göstermediğini incelemektedir. Ayrıca çalışma, finansal bütünleşmeyi toplam faktör verimliliği ve sermaye birikimi ile ilişkilendiren iki dolaylı kanalı da incelemektedir. İlk olarak, Rodrik (1998) ve Stiglitz (2000) tarafından öne sürülen, finansal bütünleşmenin finansal istikrarsızlığı tetikleyebileceği yani hem fiziki sermaye yatırımları hem de verimlilik için zarar verici olduğu hipotezi incelenmektedir. Bankacılık ve para krizleri göstergeleri için tüm regresyonlarda kontrol sağlanarak finansal istikrarsızlığın etkileri dikkate alınmaktadır. Ayrıca finansal bütünleşmenin dolaylı olarak finansal gelişmeyi desteklediğine yönelik hipotez incelenmekte, finansal gelişme-finansal bütünleşme ilişkisinde toplam faktör verimliliği ve yatırım kanalı ayrı ayrı ele alınmaktadır.

Finansal bütünleşmeye ilişkin hem kural-temelli hem de miktar-temelli göstergeleri kullanan Bonfiglioli (2008)'nin bulgularına göre, finansal bütünleşmenin özellikle gelişmiş ülkelerde toplam faktör verimliliği üzerinde doğrudan pozitif etkileri mevcutken, sermaye

birikimine ilişkin doğrudan bir etki tespit edilememiştir. Finansal bütünleşmenin sistematik olarak finansal derinleşmeye katkısı bulunmazken, düşük ölçüde bankacılık krizi riskini arttırmaktadır. Bankacılık ve para krizleri genel olarak hem verimlilik hem de sermaye birikimi için zararlıdır. Ancak finansal bütünleşme yalnızca gelişmiş ülkelerin bankacılık krizi yaşama olasılığını arttırmakta, para krizi olasılığı üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır. Finansal bütünleşmenin, finansal derinleşme kanalıyla yatırımları ve toplam faktör verimliliğini etkilediğine yönelik zayıf kanıtlar bulunmaktadır. Finansal bütünleşmenin toplam etkisi verimlilik kanalı için pozitif kalırken, yatırımlar için önemini kaybetmektedir.

Honig (2008), sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyüme etkilerine odaklanan uygulamalı çalışmaların güçlü pozitif büyüme etkisi ortaya koyamamasını, finansal piyasalarını yabancı sermayeye açan ülkelerin finansal kriz deneyimleri yaşamalarına bağlamaktadır (Honig, 2008, s.1602-1603). Honig (2008), bölgesel ortalama sermaye hesabı serbestleşme seviyesini araç değişken olarak kullanarak yatay kesit regresyon tahminlerine nispeten daha etkin olarak sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeyi arttırdığını göstermektedir. Çalışmada kural-temelli sermaye hesabı serbestleşme göstergesi olarak IMF, Quinn ve Chinn-Ito sermaye hesabı serbestleşme endeksleri kullanılmaktadır. Kural-temelli göstergelerin yanı sıra doğrudan yabancı yatırım ve portföy akımları toplamından oluşan sermaye akımları yükümlülüklerinin ve varlıklar-yükümlülükler toplamlarının GSYİH içindeki payları miktar-temelli finansal bütünleşme göstergeleri olarak kullanılmaktadır. 1970-2005 dönemindeki 122 ülkeye ait panel veri seti, 3 yıllık ve 5 yıllık ortalamalar temelinde kullanılmaktadır. Bulgular sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki bağımsız etkisinin alternatif sermaye hesabı serbestleşme göstergeleri altında devamlı olarak pozitif olduğunu göstermektedir.

Quinn ve Toyoda (2008), sermaye hesabındaki serbestleşmenin hem kural-temelli hem de miktar-temelli göstergelerini kullanarak (1955-2004 dönemindeki 85 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke) ekonomik büyümeye pozitif etki gösterdiğini ortaya koymaktadır. Sabit etkiler modeli ve sistem GMM analizlerini kullanan çalışma, büyüme etkisinin miktar-temelli göstergelerde daha yüksek olduğunu, ayrıca hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin sermaye hesabındaki serbestleşmeden bağımsız olarak büyümeye katkı yaptığını göstermektedir. Literatürdeki birçok çalışmayı yeniden ele alan Quinn ve Toyoda (2008), Rodrik (1998)'in analizini Quinn endeksi kullanarak tekrarlamış ve pozitif ilişki bulunduğunu göstermiştir. Edwards (2001)'ın gelir seviyesi yüksek ülkelerin sermaye hesabındaki serbestleşmeden daha fazla büyüme etkisi elde ettiği sonucunun ise geçerli olmadığını, hatta bazı durumlarda düşük gelir seviyesine sahip ülkelerin sermaye hesabındaki serbestleşmenin

büyüme etkilerinden daha fazla yararlandığını ileri sürmektedir. Quinn ve Toyoda (2008)'ya göre, sermaye hesabındaki serbestleşme ve büyüme arasındaki etki doğrusaldır, diğer etkilerin ya da koşulların varlığına ve ya yokluğuna bağlı değildir (Quinn ve Toyoda, 2008).

Kose vd. (2009b), kural-temelli ve miktar-temelli finansal bütünleşme göstergelerini kullanarak finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi toplam faktör verimliliğindeki artış kanalıyla etkilediğini göstermişlerdir. Çalışmada, 1966-2005 (on yıllık ortalamalar temelinde) dönemindeki 67 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke bulunmakta ve çeşitli ekonometrik yöntemler (yatay kesit regresyon, statik (sabit etkiler modeli) ve dinamik panel (GMM) veri yöntemleri) kullanılmaktadır. Kural-temelli finansal bütünleşme göstergesi ile toplam faktör verimliliğindeki büyüme arasında pozitif ilişki bulunurken, miktar-temelli birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun toplam faktör verimliliğine etkisi bulunmamaktadır.

Ben Gamra (2009), 1980-2002 dönemindeki 6 Doğu Asya ülkesinde (Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland) finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisini en küçük kareler, iki aşamalı en küçük kareler ve GMM yöntemleriyle incelemiştir. Ben Gamra (2009) finansal bütünleşmeyi, yurt içi finansal sektördeki, hisse senedi piyasasındaki ve sermaye hesabındaki serbestleşmenin bileşimi olarak modele gölge değişken yöntemiyle sokmaktadır. Tüm bileşenler serbestse 1, değilse 0 değerini almaktadır. Sermaye hesabındaki serbestleşme bankacılık kriz dönemlerini gösteren gölge değişken ile temsil edilirken, yurt içi finansal sektördeki serbestleşme özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payı ve hisse senedi piyasasındaki serbestleşme hisse senedi devir oranıyla temsil edilmektedir. Bulgular, yurt içi finansal sektördeki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin pozitif, sermaye hesabındaki serbestleşmenin ise negatif olduğunu göstermektedir. Hisse senedi piyasasındaki serbestleşme ise negatif etkilemekle birlikte tüm yöntemlerde tutarlı sonuçlar sağlamamaktadır. Kısmi finansal bütünleşme pozitif büyüme etkisi ile ilişkilendirilirken, tam finansal bütünleşme negatif büyüme etkisine neden olmaktadır (Ben Gamra, 2009).

Saidi ve Aloui (2010), 1984-2003 dönemindeki 60 ülkede sistem GMM analizini kullanarak, OECD üyesi ülkelerde sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin pozitif, OECD üyesi olmayan ülkelerde ise büyümeye etkisinin negatif olduğunu ortaya koymaktadırlar.

Gehringer (2013), finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin doğrudan sermaye birikimi (yatırım) kanalıyla mı yoksa dolaylı olarak verimlilik artışı kanalıyla mı olduğunu 1990-2007 döneminde Avrupa Birliğine üye 26 ülke için incelemektedir. Gehringer

(2013), finansal bütünleşme göstergesi olarak kural-temelli Chinn-Ito endeksini ve miktar-temelli sermaye akımları yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payını kullanmaktadır. Sonuçlar, finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi ve büyümenin kanallarını pozitif etkilediğini göstermektedir. Avrupa Birliği'ne üye temel ülkelerde pozitif ilişkiye rastlanmazken, Doğu Avrupa'daki ülkelerde (Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Litvanya, Letonya, Polonya, Slovakya, Slovenya, Bulgaristan ve Romanya) ve krizin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği 5 ülkede (Portekiz, Yunanistan, İspanya, İtalya, İrlanda) finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin pozitif olduğu ortaya konmaktadır (Gehringer, 2013).

Bumann vd. (2013), finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen 60 uygulamalı çalışma temelinde sistematik bir analiz sunmaktadır. Meta-regresyon analizi kullanan çalışma, 60 çalışmadaki 441 t istatistiğini kullanarak farklı veri seti, farklı örneklem seti, farklı yöntemler kullanan çalışmaların sonuçları arasındaki heterojenliği açıklamaya çalışmaktadır. Bulgular, finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini, ancak etkinin ortalama olarak zayıf olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca ülkeler arasındaki heterojenliği açıklamaya çalışan birçok açıklayıcı değişkene ilişkin sonuçlar anlamsızdır. 1970'lere ilişkin verileri barındıran çalışmalar istatistiksel olarak daha az anlamlı ekonomik büyüme-finansal bütünleşme ilişkisini gösterirken, 1980'lere ilişkin verileri barındıran çalışmalar ilişkiyi göstermede daha anlamlıdır. Finansal sistemin gelişme seviyesini kontrol eden çalışmalar, finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde daha düşük katsayı tahminleri rapor etmektedirler. Bumann vd. (2013), finansal bütünleşmenin yüksek büyüme oranlarına ulaşmak için her derde deva bir ilaç olmadığını belirtmektedir (Bumann vd., 2013, s.256-257).

2.1.2. Hisse Senedi Piyasasındaki Serbestleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Bu bölümde hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin ülkelerin ve firmaların büyümesi üzerindeki etkilerini inceleyen uygulamalı çalışmalar incelenmektedir.

Atje ve Jovanovic (1993), hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisini 1980-1988 dönemindeki 40 ülkede incelemişler, hisse senedi piyasalarındaki gelişmenin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini göstermişlerdir. Harris (1997, s.139-146), Atje ve Jovanovic (1993)'in çalışmasını 1980-1991 dönemindeki 49 ülke için yeniden ele alarak hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin büyümeye etkisinin daha zayıf olduğunu bulmuştur.

Levine ve Zervos (1998b), uluslararası portföy akımlarındaki serbestleşmeyi takiben hisse senedi piyasalarının daha geniş, daha likit ve daha oynak hale geldiğini göstermişlerdir. Sonuçlar hisse senedi piyasalarının gelişmesi için finansal bütünleşmesinin önemli bir araç olduğunu göstermektedir. Bulgular, likit sermaye piyasalarının uzun dönem büyüme için önemli olduğu bulgusuna ulaşan Levine ve Zervos (1998a) ile birleştirildiğinde, sermaye akımlarındaki serbestleşmeyi takiben artan likiditenin ülkelerdeki uzun dönemli ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini göstermektedir (Levine ve Zervos, 1998a; 1998b).

Gelişmekte olan ülke ekonomileri için hisse senedi piyasalarındaki serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik kanıtlar sunan Bekaert vd. (2001), hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin reel ekonomik büyümeyi yıllık ortalama %1 ile %2 arasında arttırdığını iddia etmektedir. 1980-1997 döneminde 30 ülkeye ait genelleştirilmiş momentler yöntemi sonuçlarına göre hisse senedi piyasalarındaki serbestleşme %1'lik daha yüksek ekonomik büyüme oranına neden olmaktadır. Serbestleşmenin etkisi kontrol değişkenlerinin (makroekonomik yapı, bankacılık gelişmesi ve hisse senedi piyasası gelişmesi) içerildiği durumda da anlamlılığını korumaktadır. Ayrıca, hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin büyüme etkilerinden ortalama eğitim seviyesinden daha yüksek eğitim seviyesine sahip ülkeler daha fazla yararlanmaktadır (Bekaert vd., 2001, s.465-497).

Bekaert vd. (2001)'nin çalışmasını 1980-1997 dönemindeki 95 ülkeyi kapsayacak şekilde geliştiren Bekaert vd. (2005), hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin ekonomik büyüme oranını ortalama yıllık % 1 oranında arttırdığını göstermişlerdir. Hisse senedi piyasasındaki serbestleşme, ülkedeki hisse senedi piyasalarının yabancı yatırımcılara resmi açılma tarihleri temelinde gösterilmektedir. Çalışmada analiz yöntemi olarak havuzlanmış en küçük kareler, dinamik panel GMM ve araç değişken yöntemleri kullanılmaktadır. Sonuçlara göre, hisse senedi piyasasında tam serbestleşmeyi gerçekleştiren ülkeler ile serbestleşme deneyimi yaşamamış ülkeler arasında ekonomik büyüme oranlarında yaklaşık olarak % 2.2'lik anlamlı bir fark bulunmaktadır. Çalışmayı alternatif finansal bütünleşme göstergeleri altında tekrarlayan Bekaert vd. (2005), kural-temelli IMF finansal bütünleşme göstergesinin kullanıldığı durumda güçlü büyüme etkileri ortaya koyamamıştır. Ancak kural-temelli Quinn ve Edwards finansal bütünleşme endekslerinin kullanıldığı durumda anlamlı büyüme etkileri bulunmaktadır.

Bekaert vd. (2005, s.38-40) hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin büyüme etkisinin, yüksek finansal gelişme seviyesine ve kaliteli kurumlara sahip, yatırımcıların korunduğu ülkelerde arttığını ortaya koymuşlardır. Bekaert vd. (2005)'ne göre, hisse senedi piyasasındaki

serbestleşmenin anlamlı büyüme etkileri bulunmakta, ancak bu etki ülkelerin yapısal özelliklerine bağlı olarak farklılaşmaktadır. Yüksek finansal gelişme seviyesine, İngiliz yasal kökenine, kaliteli kurumlara, iyi yatırım profiline sahip ve yatırımcının korunduğu ülkelerde hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin büyüme etkisi daha yüksektir[46].

Mitton (2006), 28 ülkedeki 1141 firma verisini kullanarak 1980-2000 döneminde hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin firma satışları, yatırım, kârlılık etkilerini incelemiştir. Mitton (2006), firma hisselerinin yabancı yatırımcılara serbestleştirilmesinin ardından firmanın performansında (satışlardaki büyüme, kârlılık, yatırım, etkinlik, kaldıraç) anlamlı ilerlemeler sağladığını göstermiştir. Serbestleşmenin ardından yıllık olarak yatırımlar % 2.2, büyüme % 2.3, kârlılık % 2.4, etkinlik % 9.9 artarken, kaldıraç oranı %2.9 azalmaktadır. Hammel (2006) ise 1982-1995 dönemindeki 13 ülkede panel sabit etkiler modelini kullanarak, hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin ardından hisse senedi piyasa kapitalizasyonunun daha yüksek olduğu ülkelerde dış finansmana bağımlı endüstrilerin daha hızlı büyüdüğünü ortaya koymuştur.

Hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin endüstrideki büyümeye etkisini inceleyen Gupta ve Yuan (2009), serbestleşme sonrası dönemde endüstrilerdeki katma değerdeki büyümenin, yatırımların ve piyasa kapitalizasyonunun anlamlı olarak arttığını göstermişlerdir. Ancak büyüme etkisi firmalar arasında eşit şekilde dağılmamaktadır. Serbestleşmenin büyüme etkisi, yeni firmaların kurulmasından çok mevcut firmaların genişlemesiyle meydana gelmektedir. Ayrıca giriş bariyerleri, yeni firmaların serbestleşmeden faydalanmasını kısıtlamaktadır. Serbestleşmeyi takiben yalnızca düşük giriş engellerinin olduğu ülkelerde yeni kurulan firmalar büyüme kabiliyeti gösterebilmektedir (Gupta ve Yuan, 2009).

Bulgular, sektördeki kamu sahipliğindeki firmaların varlığındaki azalma ve yeni firmalar için düşük giriş engelleri gibi tamamlayıcı ve rekabet arttırıcı özelleştirme programlarının endüstrilerin büyümelerine katkı sağladığını göstermektedir. Özelleştirme uygulamaları sektöre giriş engellerini azaltarak yeni kurulan firmaların hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin faydalarından daha fazla yararlanmasını sağlamaktadır (Gupta ve Yuan, 2009).

[46] Bekaert vd. (2005) ülkeleri medyan temelinde finansal gelişme seviyelerine göre düşük ve yüksek finansal gelişme seviyesine sahip ülkeler olarak ayırmaktadır. Bulgular, finansal gelişmenin (özel kredilerin GSYİH içindeki payı ve hisse senedi devir oranı) hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin büyüme etkisini arttırdığını göstermektedir. Kurumların etkisini La Porta vd. (1997; 1998) tarafından oluşturulan ülkelerin yasal kökenleri temelinde değerlendiren çalışma, İngiliz yasal kökene sahip ülkelerde hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin büyüme etkisinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca alternatif kurumsal kalite (ICRG yatırım profili) durumunda da hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin büyüme etkisi anlamlı olarak artmaktadır.

Bekaert vd. (2011), finansal bütünleşmenin kişi başına çıktıdaki büyüme etkisini iki kanala (toplam faktör verimliliği ve faktör birikimi kanalı (yatırım kanalı)) ayırarak incelemektedir. Bekaert vd. (2011), sermaye hesabı serbestleşme göstergesi olarak Quinn endeksini, hisse senedi piyasalarında serbestleşme göstergesi olarak hisse senedi piyasası resmi serbestleşme tarihlerini (yabancı yatırımcılara yurt içi hisse senedi piyasalarında yatırım yapma olanağı sağlanan dönem sonrası için 1, diğer durumda 0 değerini almaktadır) ve yabancı yatırımcıların sahip olduğu hisse senedi kapitalizasyonunun toplam hisse senedi piyasası kapitalizasyonu içindeki payını kullanmaktadır. Bekaert vd. (2011)'ne göre finansal bütünleşme-ekonomik büyüme arasındaki etkileşimde finansal bütünleşme, büyümeyi hem yatırımlardaki hem de toplam faktör verimliliğindeki artışla desteklemekte, ancak toplam faktör verimliliğindeki etki daha güçlü olmaktadır. Yatay kesit regresyon analizi sonuçları, hisse senedi piyasalarındaki serbestleşmenin yıllık büyümeyi %0.98 - %4.5 aralığında arttırdığını göstermektedir. Bulgular finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi etkilediği en önemli kanalın toplam faktör verimliliği kanalı olduğunu göstermektedir. Finansal bütünleşmenin verimliliği etkilediği temel mekanizma, yurt içi tahsis etkinliğinin ilerletilmesidir. Ayrıca bulgular, finansal bütünleşmenin sermaye stoku ve toplam faktör verimliliğindeki büyüme üzerindeki etkisinin finansal gelişme ve kurumsal kalite seviyesi ile arttığını göstermektedir (Bekaert vd., 2011)[47].

2.1.3. Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyümeye Etkisini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Bu bölümde yalnızca miktar-temelli gerçekleşen sermaye akımları (doğrudan yabancı yatırımlar, portföy hisse senedi, portföy yatırımları ve borç akımları) temelinde finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisini inceleyen uygulamalı çalışmalara yer verilmiştir.

Blomström vd. (1992), 1960-1985 döneminde yatay kesit regresyon yöntemini kullanarak doğrudan yabancı yatırımların yalnızca yüksek gelir grubundaki gelişmekte olan ülkeler için pozitif büyüme etkisi meydana getirdiğini, düşük gelire sahip gelişmekte olan ülkelerde ise etkinin olmadığını göstermişlerdir.

Gruben ve Mc Leod (1998) ise, 18 gelişmekte olan ülkede 1971-1994 döneminde doğrudan yabancı yatırım akımlarının GSYİH içindeki artan payının gelecekteki büyüme oranlarıyla pozitif ilişkili olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca portföy hisse senedi akımlarının, kısa ve uzun dönemli borçların da büyüme ile pozitif ilişkisi bulunmaktadır. Sermaye

[47] Finansal sektördeki gelişme, özel kredilerin GSYİH içindeki payı, toplam piyasa kapitalizasyonunun GSYİH içindeki payı ve hisse senedi devir oranı ile temsil edilmektedir. Bulgular finansal bütünleşmenin sermaye stoku ve toplam faktör verimliliğindeki büyüme üzerindeki etkisinin finansal gelişme seviyesi ile arttığını göstermektedir. Ayrıca güçlü kurumlara sahip ülkelerde etki daha yüksektir (Bekaert vd., 2011).

akımlarının kompozisyonunun büyümeye etkisi farklılaşmamaktadır. Ancak, doğrudan yabancı yatırım akımları sermaye akımları içinde en yüksek büyüme etkisine sahip sermaye akımıdır. Doğrudan yabancı yatırımların ve portföy hisse senedi akımlarının tasarruflara etkisi pozitifken diğer sermaye akımlarının etkisi anlamsızdır. Bulgular, sermaye akımları-ekonomik büyüme ilişkisinin inceleme döneminde Latin Amerika ülkelerinde Asya ülkelerine nispeten daha güçlü olduğunu göstermektedir (Gruben ve McLeod, 1998).

De Mello (1999), 1970-1990 dönemindeki 31 ülkede doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye pozitif etki ettiğini, ancak etkinin doğrudan yabancı yatırımlar-yurt içi yatırımlar arasındaki tamamlayıcılığa ve ikameye bağlı olduğunu göstermektedir. Çalışmada, hem zaman serisi (eşbütünleşme) hem de panel veri (sabit etkiler, araç değişken) yöntemleri kullanılmaktadır. Eşbütünleşme analizi sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ülkeler arasında farklılaşmaktadır. Panel sonuçları ise OECD üyesi olmayan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin uzun dönemde anlamlı olmadığını, kısa dönemde ise negatif olduğunu göstermektedir. OECD üyesi ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlar yurt içi yatırımları tamamlayarak çıktıdaki büyümeyi desteklemektedir. Örneklemdeki tüm ülkelerin analizde kullanıldığı durumda doğrudan yabancı yatırımlar uzun dönem büyüme oranını arttırmaktadır.

Bosworth ve Collins (1999) 58 ülkede 1978-1995 dönemindeki yıllık veri setini kullanarak sermaye akımlarının tasarruf ve yatırımlara etkisini incelemiştir. Sermaye akımları yatırımları anlamlı olarak arttırmaktadır. Ancak doğrudan yabancı yatırım akımlarının yatırımlara etkisi diğer sermaye akımlarına nispeten daha anlamlıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme arasında hemen hemen birebir bir ilişki bulunmaktadır. Portföy sermaye akımlarının büyümeye önemli bir etkisi bulunmamaktadır. Borç akımlarının etkisi ise, doğrudan yabancı yatırım akımlarından düşük ancak portföy akımlarından yüksektir. Bosworth ve Collins (1999), sermaye akımlarının doğrudan yabancı yatırım akımları şeklinde olması durumunda sermaye akımlarının faydalarının risklerini aştığını ileri sürmektedir (Bosworth ve Collins, 1999).

Reisen ve Soto (2001), 1986-1997 dönemindeki 44 ülkede farklı sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkilerini dinamik panel GMM yöntemini kullanarak incelemektedir. Çalışma, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy hisse senedi yatırımları, portföy tahvil yatırımları, kısa ve uzun dönemli banka borçlarına odaklanmaktadır. Bulgular, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy hisse senedi akımlarının büyüme üzerinde anlamlı etkileri olduğunu göstermektedir. Ancak tahvil ve resmi akımların büyüme üzerinde anlamlı etkisi

bulunmamaktadır. Portföy hisse senedi yatırımları, firmalar üzerindeki kısıtlamaları azaltmakta, yurt içi hisse senedi piyasasının likiditesini arttırmakta, düşük büyüme potansiyeline sahip endüstrilerden yüksek potansiyele sahip endüstrilere kaynakların tahsisini sağlamakta ve firmalar için sermaye maliyetini düşürmektedir. Bu nedenle portföy hisse senedi yatırımlarının büyüme etkisi anlamlıdır. Hem kısa hem de uzun dönemli banka borçlarının ekonomik büyümeye etkisi negatiftir (Reijen ve Soto, 2001). Reisen ve Soto (2001)'ya göre doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy hisse senedi akımları uzun dönemli ekonomik büyümeyi desteklemekte önemlidir. Bu nedenle, ülkeler borç araçları yerine hisse senedi araçlarını tercih etmelidir.

Nair-Reichert ve Weinhold (2001), 1971-1995 dönemindeki 24 ülkede nedensellik analizini kullanarak doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme etkilerinin ülkeler arasında farklılaştığını, uzun dönem katsayının değişmesine izin veren bileşik sabit ve rassal etkiler katsayısı yaklaşımıyla ortaya koymuşlardır. Doğrudan yabancı yatırımlar, büyümenin Granger nedenidir. Ancak ülkeler arasındaki heterojenlik nedeniyle düzgün bir ilişki gösterememektedir. Bu nedenle etki, ülkeler arasında değişmektedir. Choe (2003) ise 1971-1995 dönemindeki 80 ülkede panel VAR analizini kullanarak doğrudan yabancı yatırımlar-yurt içi yatırımlar arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi bulunğunu göstermiştir. Ancak doğrudan yabancı yatırımlardan yurt içi yatırımlara doğru nedensellik ilişkisi zayıftır.

Carkovic ve Levine (2002), doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisini 1960-1995 dönemindeki 72 ülkeye ait veri setini kullanarak hem yatay kesit hem de GMM (5 yıllık ortalama) yöntemleriyle incelemişlerdir. Yatay kesit regresyon sonuçları, doğrudan yabancı yatırımların (doğrudan yabancı yatırım girişlerinin GSYİH içindeki payı) kişi başına ekonomik büyüme oranına pozitif etkisi olmadığını göstermektedir. GMM sonuçlarında ise, 3 regresyonda doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi anlamlıyken diğer dört regresyonda anlamsızdır. Ekonomik büyümenin belirleyicileri modele eklendikçe doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi anlamsızlaşmaktadır. Bulgular, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde bağımsız bir etkisi bulunmadığını ortaya koymaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımların toplam faktör verimliliğindeki büyüme üzerinde de etkisi bulunmamaktadır. Portföy yükümlülüklerinin finansal bütünleşme göstergesi olarak kullanıldığı durumda da etki ekonomik büyüme için anlamsızdır (Carkovic ve Levine, 2002, s.1-13).

Basu vd. (2003), panel eşbütünleşme ve panel nedensellik testlerini kullanarak 1978-1996 dönemindeki 23 gelişmekte olan ülkede doğrudan yabancı yatırım-ekonomik büyüme

arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır. Makki ve Somwaru (2004) ise, 1970-2000 dönemindeki 66 gelişmekte olan ülke için doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisini incelemişlerdir. Görünüşte ilişkisiz panel regresyon ve araç değişken (üç aşamalı en küçük kareler) yöntemlerini kullanan çalışmanın sonuçları, inceleme dönemindeki ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini göstermektedir.

Fratzscher ve Bussiere (2004), 1980-2002 dönemindeki 45 ülkede finansal bütünleşmenin kısa ve uzun dönem etkilerine odaklanarak ekonomilerin finansal bütünleşmeye kısa ve uzun dönemdeki tepkilerini ayırt etmektedir. Finansal bütünleşmeyi izleyen ilk beş yıl içinde ülkeler daha hızlı büyümektedir. Ancak kısa dönemdeki bu getiri, uzun dönemde ülkelerin daha yavaş büyümelerine ve hatta finansal bütünleşme öncesi büyüme oranlarının altına düşmesine neden olmaktadır. Fratzscher ve Bussiere (2004), finansal bütünleşmenin kısa dönemde getiri ve uzun dönemde kayıp şeklinde, zaman içinde ödünçleşme (trade-off) etkisi gösterdiğini ileri sürmektedir. Fratzscher ve Bussiere (2004), doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye pozitif etki ettiğini, ancak kısa dönemli borçların ve birikimli borç stokları toplamının finansal olarak bütünleşmiş ekonomilerde ekonomik büyümeye zarar verdiğini göstermektedir (Fratzscher ve Bussiere, 2004). Finansal bütünleşme döneminin ardından ilk beş yıldaki büyüme oranları, yatırımların hızla artmasından kaynaklanmaktadır. Portföy yatırımlarındaki ve borç akımlarındaki büyük çaplı artışlar, cari işlemler açığını arttırmakta ve yatırım patlamasına neden olmaktadır. Fratzscher ve Bussiere (2004), bulguların McKinnon ve Pill (1997) tarafından ortaya konan finansal bütünleşme sonrası "aşırı borçlanma" sendromunu desteklediğini ifade etmektedir.

Durham (2004), doğrudan yabancı yatırım ve hisse senedi şeklindeki portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisini ve bu etkinin ülkenin kurumsal kalite ve finansal gelişme seviyesi ile değişip değişmediğini incelemiştir. 1979-1998 dönemindeki 80 ülkeye ait veri setini kullanan çalışma, yatay kesit regresyon analizinin yanı sıra uç sınır analiz yöntemini de kullanmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde doğrudan anlamlı bir etkisi bulunmazken, portföy hisse senedi yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde etkisi pozitiftir.

Wang vd. (2004), 1970-1998 dönemindeki 79 ülkede doğrudan yabancı yatırımların ve dış ticaretin farklı kalkınma dönemlerinde farklı roller oynadığını göstermektedir. Wang vd. (2004) doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin yüksek gelire sahip

ülkelerde daha anlamlı olduğunu, düşük gelire sahip ülkelerde ise ticari açıklığın ekonomik büyüme için daha önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Mody ve Murshid (2005) 60 gelişmekte olan ülkede 1979-1999 dönemindeki sermaye akımları-yatırım ilişkisini incelemiştir. Aynı zamanda bu ilişkinin ülkenin finansal bütünleşme derecesi ve yurt içi makroekonomik politikalarının kalitesi ile nasıl değiştiğine de değinmektedir. Hem statik araç değişken hem de Arellano-Bond dinamik panel tahmincisi kullanan çalışma, doğrudan yabancı yatırım, banka borçları ve portföy yatırımı temelinde sermaye akımları verilerini kullanmaktadır. Ayrıca çalışmada IMF-AREAER'e dayalı yazarların kendi geliştirdikleri kural-temelli finansal bütünleşme göstergesi de kullanılmaktadır.

Mody ve Murshid (2005), uzun dönemli sermaye akımlarının yurt içi yatırımlar üzerinde pozitif etkisi bulunduğunu göstermektedir. Yatırımlar üzerinde en güçlü etki doğrudan yabancı yatırım akımlarınındır. Banka borçlarının ve portföy yatırımlarının da büyüme üzerinde etkisi bulunmaktadır. GMM sonuçlarına göre ise, doğrudan yabancı yatırımların etkisi pozitifken, banka borçlarının etkisi azalmış, portföy yatırımlarının etkisi negatif olmuştur. 1980'lerdeki borç krizi öncesinde sermaye akımlarında banka borçları baskınken, 1980'lerden sonra doğrudan yabancı yatırımların önemi artmıştır. 1990'lara gelindiğinde ise, gelişmekte olan ülkeler için temel bileşen portföy yatırımları olmuştur. Sermaye akımlarının kompozisyonundaki değişimin etkisini inceleyen çalışma, 1980'lerde doğrudan yabancı yatırımların ve banka borçlarının yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olduğunu, portföy yatırımlarının ise etkisi bulunmadığını göstermektedir. Sermaye akımları toplamının yatırımlar üzerinde etkisi bulunmaktadır. 1990'larda portföy akımları ve yatırımlar arasında ilişki güçlenirken, doğrudan yabancı yatırımların ve banka borçlarının büyüme üzerindeki etkisi azalmaktadır. Bu durum doğrudan yabancı yatırımların yeni yatırımlardan çok, birleşme ve devralmalara kaydığını göstermektedir. 1990'larda sermaye akımlarının yurt içi yatırımlar üzerindeki etkisi azalmaktadır (Mody ve Murshid, 2005). Mody ve Murshid (2005) finansal bütünleşme seviyesindeki artışın doğrudan yabancı yatırım-yurt içi yatırım ilişkisini zayıflattığını ileri sürmektedir. İlişki finansal bütünleşme seviyesinin düşük olduğu Afrika ülkelerinde kuvvetliyken, finansal bütünleşme seviyesinin yüksek olduğu Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerinde zayıftır.

Mody ve Murshid (2005), ülkelerin sermaye akımları çekmek için finansal bütünleşme seviyesini arttırdıkça yabancı sermayenin yurt içi yatırımlar üzerindeki büyüme etkisinin azaldığını ileri sürmektedir. Sonuçlara göre ülkelerdeki temel problem sermaye açığından çok

yabancı sermayeyi yeni yatırımlara dönüştürebilen massetme kapasitesinin sınırlı olmasından kaynaklanmaktadır. Sermaye akımlarındaki artışlar, massetme kapasitesinin sınırlı olması nedeniyle kamunun uluslararası rezerv artışlarını ve portföylerini çeşitlendiren yurt içi yatırımcıların portföylerini dengelemesini sağlamaktadır. Aynı zamanda, risk çeşitlendirme olanaklarına yönelen yabancı yatırımcılar da gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının portföy yatırımlarına kaymasına neden olmaktadır. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırımların azalan önemi, yurt içi yatırımlar üzerindeki etkisinin de azalmasına neden olmaktadır. Özellikle doğrudan yabancı yatırımlar, yeni yatırımlardan ziyade çok uluslu şirketlerin birleşme veya devralma şeklindeki mevcut yurt içi varlıkları elde etme stratejisine odaklanmaktadır (Mody ve Murshid, 2005).

Agosin ve Machado (2005), 12 ülkede (Latin Amerika, Asya, Afrika) 1971-2000 döneminde doğrudan yabancı yatırımların yurt içi yatırımları dışlayıp dışlamadığını incelemişlerdir. Bulgular, Latin Amerika ülkelerinde doğrudan yabancı yatırımların yurt içi yatırımları dışladığını göstermektedir. Diğer yandan Asya ve Afrika ülkelerinde ise doğrudan yabancı yatırımlar büyümeyi bire-bir etkilemektedir.

Doğu Asya'daki 8 gelişmekte olan ülkede (Çin, Kore, Tayvan, Hong Kong, Singapur, Malezya, Filipinler ve Tayland) doğrudan yabancı yatırım, ihracat ve büyüme arasındaki ilişkiyi hem zaman serisi hem de panel veri nedensellik analizleri yardımıyla inceleyen Hsiao ve Hsiao (2006), 1986-2004 döneminde doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'deki büyüme üzerinde tek yönlü nedensel ilişkiye sahip olduğunu göstermişlerdir. Zaman serisi sonuçları nedenselliğin ülkeden ülkeye değiştiğini gösterirken, panel nedensellik sonuçları doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde tek yönlü doğrudan nedenselliğe sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırımlar ihracat üzerindeki pozitif etkisi kanalıyla ekonomik büyümeyi dolaylı olarak etkilemektedir (Hsiao ve Hsiao, 2006).

Lensink ve Morrissey (2006), 1975-1997 dönemindeki 87 ülkede ekonomik büyüme üzerinde doğrudan yabancı yatırım akımlarının pozitif, doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki oynaklığın ise negatif etkili olduğunu göstermişlerdir. Panel sabit etkiler tahmincisi sonuçları (10 yıllık ortalama) doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki oynaklığın ekonomik büyümeye negatif etkisi olduğunu teyit ederken, doğrudan yabancı yatırımlar için güvenilir sonuçlara ulaşılamamıştır. Beşeri sermaye etkileşimi anlamsız ya da ters işaretli (negatif) olarak anlamlıdır. Araç değişken yöntemi de en küçük kareler yöntemi sonuçlarını teyit etmektedir. Sonuçlar ekonomik büyüme üzerinde doğrudan yabancı yatırım akımlarının pozitif, doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki oynaklığın ise negatif etkili olduğunu

göstermektedir. Ülkedeki beşeri sermaye düzeyi, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisini değiştirmemektedir. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi gelişmekte olan ülkeler için düşüktür. Lensink ve Morrissey (2006), doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki oynaklığın yenilik maliyetlerini arttırarak ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini ileri sürmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar ile ilgili belirsizlikler, yatırımların beklenen getirisini düşürmekte ve böylece ekonomik büyümeye zarar vermektedir (Lensink ve Morrissey, 2006).

Hansen ve Rand (2006), 31 gelişmekte olan ülkede 1970-2000 döneminde doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye hem kısa hem de uzun dönemde güçlü Granger nedensel olduğunu göstermişlerdir. Ekonomik büyüme ise, doğrudan yabancı yatırımlara Granger nedensel olmasına rağmen aralarında uzun dönem ilişkisi bulunmamaktadır. Bulgular, doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye etkisinin ülkelerin gelir seviyelerine, bölgesel farklılıklara, ülke temelli faktörlere bağlı olmadığını, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkisi olduğunu göstermektedir.

Chowdhury ve Mavrotos (2006), 1969-2000 dönemindeki üç ülkede (Şili, Malezya, Tayland) Toda-Yamamato nedensellik testini kullanarak, doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini incelemişlerdir. Bulgular, Şili için yalnızca ekonomik büyümeden doğrudan yabancı yatırımlara doğru tek yönlü nedenselliği öngörürken, diğer iki ülkede iki yönlü ilişkiyi göstermektedir.

Qi (2007), 47 ülkede (1970-2003) ekonomik büyüme, yatırım ve doğrudan yabancı yatırım girişleri arasındaki nedensellik ilişkisini hata düzeltme modeli temelinde incelemiştir. Qi (2007), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında, gelişmiş ülkelerin içinde petrol ihracatçısı ve petrol ihracatçısı olmayan ülkelerde büyüme mekanizmasının farklı olduğunu göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelerde uzun dönem ilişkisine gelişmiş ülkelere nispeten daha sık rastlanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ekonomik büyüme ve yatırımlardan doğrudan yabancı yatırım akımlarına doğru tek yönlü nedensellik bulunurken, gelişmekte olan ülkelerde nedensellik iki yönlüdür.

Basu ve Guariglia (2007), 1970-1999 dönemindeki 119 ülkede doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi ve gelir eşitsizliğini arttırdığını göstermişlerdir. Herzer vd. (2008) ise, 28 ülkeye tek tek eşbütünleşme analizi yaparak, doğrudan yabancı yatırımların ne kısa ne de uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşmışlardır Çalışmada sadece dört ülkede doğrudan yabancı yatırımların uzun dönemde büyüme etkisi

bulunmaktadır (Ekvator'daki ilişki uzun dönemde negatiftir). Ayrıca Granger nedensellik testi sonuçları, doğrudan yabancı yatırım-ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedensel bir ilişkiyi ortaya koyamamıştır.

Adams (2009), Afrika'daki 42 ülkede doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki saf etkilerini elde etmeye çalışmaktadır. Adams (2009), çifte hesaplamadan kaçınmak için doğrudan yabancı yatırım akımlarından brüt sabit sermaye yatırımlarını çıkarmıştır. Panel regresyon sonuçları, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme ile negatif, gecikmeli doğrudan yabancı yatırımların pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Pozitif etkinin bulunmaması, bölgedeki finansal piyasaların az gelişmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Bölgedeki ülkelerin massetme kapasitesi, teknolojinin, bilgi birikiminin ve doğrudan yabancı yatırımlarla ilişkili diğer bilgilerin ve tekniklerin kullanımını gerektiren eşik seviyesine ulaşamamaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, yurt içi yatırımlarla negatif ilişkiliyken, gecikmeli doğrudan yabancı yatırımlar pozitif ilişkilidir. Bulgular, doğrudan yabancı yatırımların yurt içi yatırımları dışladığını göstermektedir. Sonuçlara göre bölgedeki doğrudan yabancı yatırımlardaki artışlar ekonomik büyümeye katkıda bulunamamaktadır. Ayrıca dışlama etkisi, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin yurt içi sermayenin arttırılmasından ziyade toplam faktör verimliliği yoluyla olabileceğini göstermektedir.

Ekonomik büyüme ve cari işlemler dengesi (1970-2004) arasındaki ilişkiye odaklanan Prasad vd. (2007), gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler dengesi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin pozitif (negatif olması beklenmektedir) olduğunu göstermektedirler[48]. Cari işlemler fazlası veren veya nispeten daha az yabancı sermayeye dayalı finansman yapısı olan, yüksek yatırım oranına sahip ülkeler daha hızlı büyümektedirler. Standart teorik modellerin aksine, dış finansmana dayalı ülkeler uzun dönemde daha yavaş büyümektedir (Prasad vd., 2007). Gelişmiş ülkelerde ise cari işlemler açığındaki artış ülkelerin daha yüksek ekonomik büyüme oranlarına sahip olmasına neden olmaktadır. Prasad vd. (2007)'ne göre gelişmekte olan ülkelerin aksine gelişmiş ülkelerdeki cari işlemler açığı ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişki, bu ülkelerdeki finansal ve kurumsal gelişmenin, yatırımlara ve verimlilik artışlarına daha tepki verici olmasından kaynaklanmaktadır. 1980-2000 döneminde endüstri verileriyle çalışmayı tekrarlayan Prasad vd. (2007), finansal sistemlerin az gelişmiş olduğu ülkelerde dış finansa bağımlı endüstrilerin daha yavaş büyüdüklerini, bu endüstrilerde yabancı sermayenin destekleyici değil zarar verici olduğunu ileri sürmektedirler. Ancak finansal

[48] Negatif cari işlemler dengesi, net yabancı sermaye girişini göstermektedir. Pozitif cari işlemler dengesi ise net sermaye çıkışını göstermektedir.

sistemin gelişmiş olduğu ülkelerde ise dış finansmana bağımlı endüstrilerde yabancı sermaye büyümeyi desteklemektedir[49].

Sermaye akımlarının toplam faktör verimliliği üzerindeki etkisinin sermaye akımlarının kompozisyonuna bağlı olarak farklılaştırdığını ileri süren Kose vd. (2009b), doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülüklerinin verimlilikteki büyümeye etkisinin pozitif, dış borçların ise negatif olduğunu göstermişlerdir.

Anwar ve Sun (2011), 1970-2007 döneminde Malezya'daki doğrudan yabancı yatırım stoklarının ekonomik büyüme ve yurt içi sermaye stokundaki büyüme üzerinde pozitif ekili olduğunu eş anlı denklem sistemi yardımıyla göstermiştir. Anwar ve Sun (2011), ticari açıklığın ve reel döviz kurunun doğrudan yabancı yatırım stoklarının önemli bir belirleyicisi olduğuna ilişkin kanıtlar sunmuşlardır. Tekin (2012) ise, reel GSYİH, reel ihracat ve doğrudan yabancı yatırım girişleri arasındaki nedensellik ilişkisini 1970-2009 dönemindeki 18 gelişmekte olan ülkede panel nedensellik testiyle incelemiştir. Sonuçlar, yalnız az sayıdaki ülkede doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye neden olduğunu, doğrudan yabancı yatırımların ise ihracat üzerinde pozitif etkileri olduğunu göstermektedir. Bulgular, doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelerde ihracatı tamamlayıcı olduğunu göstermektedir.

McGrattan (2012), 1980-2005 dönemindeki 104 ülkede doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin, doğrudan yabancı yatırımlara açılma politikasının resmi olarak duyurulması ve gerçekleşmesi arasındaki geçen süreye bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki kısıtlamaların gevşemesinin büyüme ve refah (tüketim düzleştirmesi) etkisi özellikle küçük ülkelerde anlamlıdır. McGrattan (2012), doğrudan yabancı yatırımların etkilerinin yalnızca finansal bütünleşmedeki belli bir eşik seviyenin üstünde gerçekleşebileceğini ileri sürmektedir (McGrattan, 2012).

Aizenman vd. (2013), sermaye akımlarının kompozisyonu (doğrudan yabancı yatırım girişleri ve çıkışları, portföy yatırımları, hisse senedi yatırımları ve kısa dönemli borçlar) ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1990-2010 dönemi ve küresel kriz öncesi (2001-2005)-kriz (2006-2010) alt dönemleri için incelemişlerdir. Bulgular doğrudan yabancı yatırımların (girişler ve çıkışlar) ekonomik büyümeyle özellikle döviz kurunun istikrarlı ve para

[49] Prasad vd. (2007), gelişmekte olan ülkelerin massetme kapasitelerinin kısıtlı olması nedeniyle yalnızca sınırlı ve doğrudan yabancı yatırım akımları şeklindeki sermaye akımlarının massedilebileciğini ileri sürmektedir. Finansal sistemleri az gelişmiş olan bu ülkelerde sermaye akımlarının yarattığı kurdaki aşırı değerlenme eğilimi, hızlı sermaye girişlerine ve hızlı tüketim büyümesine neden olarak bu ülkelerde ekonomik büyümeye zarar verebilmektedir (Prasad vd., 2007).

politikasının bağımsız olduğu ülkelerde pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Portföy akımları ve hisse senedi yatırımları ise ekonomik büyümeyle ilişkisizdir. Kriz öncesi dönemde doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi akımlarının ekonomik büyümeye etkisi pozitiftir. Ayrıca kriz öncesi dönemde kurumsal gelişme seviyesinin düşük olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye etkisi artmaktadır. Kriz döneminde doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi akımlarının ekonomik büyümeye etkisi bulunmamaktadır. Ancak kurumsal gelişme seviyesinin düşük olduğu ülkeler, kriz döneminde de doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye etkisinden faydalanmaktadır. Kısa dönemli borçların ekonomik büyümeye etkisi kriz öncesi dönemde anlamsızken, kriz döneminde negatif ve anlamlıdır.

Gui-Diby (2014), 50 Afrika ülkesinde 1980-2009 döneminde doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye etkisini incelemiştir. Sistem GMM sonuçları, inceleme döneminde Afrika'da doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerinde anlamlı etki gösterdiğini belirtmektedir. Bulgular doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin 1980-1994 döneminde negatif, 1995-2009 dönemindeyse pozitif olduğunu göstermektedir.

Venezüella'daki firma verilerini (1976-1989 dönemindeki 4000'den fazla firma) kullanan Aitken ve Harrison (1999), doğrudan yabancı yatırımların verimlilikteki büyüme üzerindeki net etkisinin düşük olduğunu göstermişlerdir. Yabancı yatırımlardaki artış, aynı sektördeki yerel veya yabancı sahipliğe sahip tüm firmaların verimliliğini azaltmaktadır. Javorcik (2004) ise, 1996-2000 dönemindeki Litvanya'daki firmalara ait panel veri setini kullanarak, doğrudan yabancı yatırımların ileri (ara malı arz eden yabancı yatırımcılar ve yurt içindeki müşterileri arasındaki bağlantı) ve geriye dönük (yabancı iştirakler ve yurt içindeki arz edicileri arasındaki bağlantı) yayılma etkilerini incelemiştir. Sonuçlar, doğrudan yabancı yatırımların yayılma etkilerinin geriye dönük bağlantılar kanalıyla gerçekleştiğini göstermektedir.

2.2. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisinde Eşik Hipotezi Yaklaşımını İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Bu bölümde eşik hipotezi yaklaşımına uygun olarak, finansal bütünleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ülkelerin finansal gelişme, kurumsal kalite, ticari açıklık, makroekonomik istikrar, beşeri sermaye seviyesi vb. gibi eşik faktörlere bağlı olarak değişip değişmediğini inceleyen uygulamalı çalışmalara yer verilmektedir.

2.2.1. Finansal Gelişme Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Bu bölümde finansal bütünleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ülkelerin finansal gelişme seviyesine bağlı olarak değişip değişmediğini inceleyen uygulamalı çalışmalara yer verilmektedir.

Kraay (1998), sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin finansal sistemdeki gelişme seviyesine bağlı olmadığını göstermiştir. Çalışmada finansal gelişme göstergesi olarak M2 para arzının ve özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payı kullanılmıştır. Doğrusal etkileşim modeli kullanılan çalışmada, etkileşim terimi anlamlı sonuçlar sağlayamamıştır. Kraay (1998), ülkelerdeki finansal gelişme seviyesinin sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisini değiştirmediğini ileri sürmüştür. Kraay (1998)'ı destekleyen Arteta vd. (2001), likit yükümlülüklerin GSYİH içindeki payı ile temsil edilen finansal gelişme seviyesinin, sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisini değiştirmediğini iddia etmişlerdir.

Carkovic ve Levine (2002), Kraay (1998)'ın çalışmasını hem yatay kesit hem de dinamik panel regresyon yöntemlerini birlikte kullanarak geliştirmiştir. Finansal gelişme göstergesi olarak özel sektör kredilerinin GSYİH içindeki payı kullanılan çalışmada, yatay kesit regresyon sonuçları doğrudan yabancı yatırımlar ve finansal gelişme etkileşiminin pozitif olduğunu ortaya koyarken, dinamik panel regresyon sonuçları bulguları desteklememektedir. Finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin farklılaştığına dönük kanıtlar bulunmamaktadır.

Edison vd. (2002, s.755) finansal gelişme göstergesi olarak özel sektöre verilen bankacılık ve diğer finansal kurum kredilerinin ve hisse senedi piyasası işlem hacminin GSYİH içindeki paylarını kullanarak finansal gelişme eşiğinin varlığını incelemişlerdir. Bulgular, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme etkisinin, bankacılık ve hisse senedi piyasalarındaki gelişmenin yüksek olması durumunda da değişmediğini ortaya koymaktadır.

Hermes ve Lensink (2003), 1970-1995 dönemindeki 67 gelişmekte olan ülkeye ait verileri kullanarak doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin ülkelerdeki finansal gelişme seviyesine bağlı olduğunu göstermişlerdir. Yatay kesit regresyon sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkisi bulunmamaktadır. Finansal gelişme seviyesinin doğrudan yabancı yatırım ile etkileşiminin modele dahil edildiği durumda, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatifken, finansal gelişme seviyesi ile etkileşiminin pozitiftir. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi yalnızca belli bir finansal gelişme

seviyesinin üstünde pozitif olmaktadır. Örneklemdeki 67 ülkeden 37'sinin finansal piyasalarındaki gelişme seviyesinin, finansal gelişme eşiğinin üzerinde olması nedeniyle bu ülkelerde doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitiftir. Bu ülkeler genellikle Latin Amerika ve Asya ülkeleridir. Afrika ülkelerinde ise finansal piyasaların yeterli gelişmişliğe sahip olmaması nedeniyle doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme etkisi bulunmamaktadır. Ayrıca belli bir beşeri sermaye seviyesinin üstünde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye pozitif etkisinin artması, yalnızca gelişmiş finansal sistemlerin varlığında mümkün olmaktadır (Hermes ve Lensink, 2003). Çalışmaya göre, etkin finansal piyasalar doğrudan yabancı yatırım akımları ile ilgili ülkenin massetme kapasitesini (firmanın yeni teknolojileri değerlendirme, benimseme ve uygulama kabiliyeti) arttırmaktadır.

Alfaro vd. (2004), finansal piyasalardaki gelişmenin doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini arttırdığını göstermişlerdir. Finansal gelişme ve doğrudan yabancı yatırımlar etkileşiminin modellendiği çalışmada, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde doğrudan anlamlı etkisi bulunmazken, modele etkileşim teriminin dahil edilmesinden sonra doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi anlamlı olmaktadır. Sonuçlar, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye pozitif etki edebilmesi için güçlü bir finansal sistemin varlığının gerektiğini ortaya koymaktadır. Finansal gelişme seviyesinin düşük olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatif olurken, sadece finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme etkisi pozitif olmaktadır. Sonuçlar az gelişmiş finansal kurumların doğrudan yabancı yatırımların pozitif büyüme etkilerini baskıladığını göstermektedir. Bulgular, Hermes ve Lensink (2003) ile tutarlıdır. Finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkeler doğrudan yabancı yatırımlardan daha büyük getiriler elde etmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi, doğrudan sermaye birikimi kanalıyla gerçekleşmektedir (Alfaro vd., 2004).

Masten vd. (2008), finansal gelişmenin ve finansal bütünleşmenin Avrupa Birliği'nde ekonomik büyümeye pozitif etki ettiğini göstermişlerdir. Bulgulara göre, finansal gelişmenin ekonomik büyüme etkisi gelişmekte olan ülkelerde daha yüksektir. Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkisi bulunmazken, ülkelerdeki finansal gelişme seviyesine, kurumsal kalite düzeyine ve makroekonomik istikrara bağlı olarak dolaylı etkileri bulunmaktadır. Finansal bütünleşme, finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde ekonomik büyümeyi desteklemektedir (Masten vd., 2008). Masten vd. (2008)'nin aksine Honig (2008), finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde finansal bütünleşmenin

ekonomik büyümeye etkisinin arttığını ortaya koyamamıştır. Honig (2008), finansal piyasalardaki gelişmeyi temsil etmek için, özel sektöre verilen yurt içi kredilerin, bankacılık sektörü tarafından sağlanan bankacılık kredilerinin ve M2 para arzının GSYİH içindeki paylarını kullanmaktadır. Çalışmada finansal bütünleşme göstergelerinin finansal gelişme göstergeleri ile etkileşimleri anlamsız, hatta bazı durumlarda negatif olmaktadır.

Quinn ve Toyoda (2008), sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin doğrudan (doğrusal) olduğunu ileri sürmektedir. Quinn ve Toyoda (2008)'ya göre etkinin dolaylı olarak finansal ve kurumsal gelişme kanalıyla arttığını öngöen etkileşim veya eşik etkilerine ait kanıtlar güvenilir değildir. Quinn ve Toyoda (2008), finansal (finansal sektör likit varlıkları ve kriz göstergesi) ve politik ekonomi (bürokrasinin kalitesi, yolsuzluk seviyesi, etnik bölünme, karaborsa primi) ile ilgili değişkenlerin sermaye hesabı serbestleşme göstergesi ile etkileşiminin güvenilir ve anlamlı olmadığını, etkileşimin bazı alt dönemler için geçerli olduğunu ancak tüm dönem ve tüm ülkeler için geçerli olmadığını belirtmektedir.

Klein ve Olivei (2008) sermaye hesabındaki serbestleşmeden finansal gelişmeye ve bu kanal yoluyla genel ekonomik büyümeye doğru nedensel bir bağlantının varlığını 1975-1995 dönemi ve 1986-1995 alt dönemi için incelemişlerdir. Yatay kesit ülke verilerini kullanan çalışma, sermaye hesabı serbest olan ülkelerin (kural-temelli IMF pay finansal bütünleşme göstergesi), sermaye hesabı kısıtlamalarına sahip ülkelerden anlamlı olarak daha yüksek finansal gelişme seviyesine (finansal gelişme göstergesi olarak finansal sektördeki likit yükümlülükler ve özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payları kullanılmaktadır) sahip olduğunu göstermişlerdir. Bulgular, sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki ekonomik olarak önemli ve istatistiksel olarak anlamlı etkisinin finansal gelişme kanalıyla olduğunu göstermektedir. Ancak sermaye hesabındaki serbestleşme ve finansal gelişme arasındaki anlamlı etki genellikle kurumsal kalite düzeyinin yüksek olduğu gelişmiş ülkelerde (1986 yılında OECD üyesi olan ülkelerde) daha anlamlıdır. Bu nedenle bulgular, sermaye hesabındaki serbestleşmenin finansal gelişmeye neden olabilmesi için ekonomik, yasal ve sosyal kurumların gelişmiş olması gerektiğini göstermektedir. Güçlü kurumlar ve makroekonomik politika uygulamaları sermaye hesabındaki serbestleşmenin pozitif ekonomik büyüme etkisi için gereklidir. Ekonomik büyüme etkisini anlamlı olarak arttıran kurumlar gelişmiş ülkelerde bulunurken, gelişmekte olan ülkelerde bulunmamaktadır.

Mukerji (2009), 1960-1999 dönemindeki 60 ülkede IMF sermaye hesabı serbestleşme göstergesini kullanarak sermaye hesabındaki serbestleşmenin uzun dönem ekonomik

büyümedeki oynaklığa etkisinin ülkelerdeki finansal gelişme seviyesine bağlı olup olmadığını incelemiştir. Ekonomik büyüme, ekonomik büyümedeki oynaklık ve finansal gelişmeye ilişkin üç eşitlikli eş anlı denklem modeli kullanan Mukerji (2009), ekonominin yeterli finansal gelişme düzeyine sahip olmadığı durumda sermaye hesabındaki serbestleşmenin aşırı makroekonomik oynaklığa öncü olacağını göstermektedir. Ayrıca, sermaye hesabındaki serbestleşmenin ülkelerin finansal gelişme düzeyi üzerinde doğrudan pozitif ve anlamlı etkisi bulunmaktadır. Sermaye hesabındaki serbestleşmenin, finansal gelişme seviyesi temelindeki potansiyel olumlu ve olumsuz etkileri, serbestleşme sürecindeki politika yapıcıların göz önünde bulundurmaları gereken önemli bir faktördür (Mukerji, 2009).

Alfaro vd. (2009) ise, doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyümenin belirleyicileri (sermaye birikimi ve toplam faktör verimliliği) arasındaki ilişkide finansal sistemin önemini 1975-1995 dönemindeki 62 ülke için ortaya koymaya çalışmışlardır. Alfaro vd. (2009), finansal gelişme (bankacılık varlıklarının bankacılık ve merkez bankası varlıklarının toplamına oranı, finansal sektör likit yükümlülüklerinin ve özel sektör kredilerinin GSYİH içindeki payları) ve doğrudan yabancı yatırım etkileşimini kullanarak, doğrudan yabancı yatırımların finansal sektördeki gelişme seviyesine bağlı olarak ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki gösterdiğini ileri sürmüşlerdir. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi, sermaye birikimi kanalına nispeten toplam faktör verimliliği kanalıyla olmaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye ve toplam faktör verimliliğine etkisi ülkenin finansal ve kurumsal gelişme seviyesine bağlıdır. Bulgular, doğrudan yabancı yatırımların toplam faktör verimliliği üzerindeki pozitif etkisinin finansal gelişme seviyesi ise arttığını, ancak finansal gelişmenin fiziki veya beşeri sermaye birikimi üzerindeki etkisinin anlamlı olmadığını göstermektedir (Alfaro vd., 2009).

Alfaro vd. (2009)'ne benzer olarak Kose vd. (2009b), doğrudan yabancı yatırım ve borç akımlarının finansal gelişme seviyesi ile etkileşimlerinin pozitif olduğunu ortaya koymuşlardır. Finansal gelişme göstergesi olarak özel sektör kredilerinin GSYİH içindeki payının kullanıldığı çalışmada finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırımların verimlilikteki büyümeye pozitif etkisini arttırırken, borç akımlarının negatif etkisini hafifletmektedir. Borç akımlarının verimlilikteki büyümeye negatif etkisi, finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde daha düşüktür.

Choong vd. (2010a) sermaye akımlarının ekonomik büyümeye etkisinin ülkelerin hisse senedi piyasalarındaki gelişme düzeyine bağlı olduğunu göstermişlerdir. Sermaye akımları, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy ve borç akımları ile temsil edilirken, hisse senedi

piyasalarındaki gelişme seviyesi, hisse senedi piyasası kapitalizasyonunun (büyüklük) ve toplam işlem hacminin (likidite) GSYİH içindeki payları ile temsil edilmektedir. Çalışmada, 1988-2002 dönemindeki 51 ülkede (19 gelişmiş, 32 gelişmekte olan ülke) potansiyel eş anlılıktan kaynaklanan etkileri ortadan kaldırabilmek için dinamik panel GMM tekniği kullanılmaktadır. Sonuçlara göre portföy ve borç akımlarının hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeye etkisi negatifken, doğrudan yabancı yatırım akımlarının etkisi pozitiftir. Hisse senedi piyasası gelişme seviyesinin sermaye akımları ile etkileşimini modele dahil eden çalışma, etkileşimin tüm sermaye akımları için pozitif ve anlamlı olduğunu göstermektedir. Hisse senedi piyasalarındaki gelişme seviyesi eşiğinin aşılması durumunda sermaye akımlarının ekonomik büyümeye etkisi artmaktadır. Ayrıca hisse senedi piyasalarındaki gelişme seviyesi eşiği gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelerden daha yüksektir. Choong vd. (2010a), hisse senedi piyasalarının sermaye akımlarının negatif etkilerini hafifletmede önemli rol oynadığını, ancak hisse senedi piyasalarının yeteri kadar gelişmediği ülkelerde sermaye akımlarının kalkınma sürecine zarar verebileceğini ileri sürmektedir (Choong vd., 2010a).

Azman-Saini vd. (2010a) doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinde yurt içi finansal piyasaların rolünü incelemek için eşik regresyon modelini kullanmışlardır. Eşik regresyon modeli, ekonomik büyüme ve doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin, rejim geçişini tetikleyici olarak görev yapan finansal piyasa göstergesi ile kısmi-doğrusal olmasına izin vermektedir. 91 ülkeye ait 1975-2005 yılları arasındaki yatay kesit gözlemleri kullanan çalışma, doğrudan yabancı yatırımlar-ekonomik büyüme bağlantısında eşik etkilerinin varlığına ilişkin güçlü kanıtlara ulaşmıştır. Azman-Saini vd. (2010a) eşik regresyon modelini kullanarak, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin yalnızca finansal piyasalardaki gelişmeye ilişkin eşik seviyesinin aşılması durumunda mümkün olacağına ilişkin yeni kanıtlar ortaya koymuşlardır. Bu eşik seviyesine kadar doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında ilişki mevcut değildir.

Choong vd. (2010b) sermaye akımları-ekonomik büyüme ilişkisinde finansal gelişmenin etkisini 1983-2006 dönemindeki 65 gelişmekte olan ülkede dinamik panel GMM tekniğini kullanarak incelemişlerdir. Finansal gelişme, sermaye akımlarının ülkelerdeki ekonomik büyümeye katkısını arttırmaktadır. Bulgular, finansal sektörün gelişmiş olduğu ülkelerde sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi pozitif, finansal sektörün gelişmemiş olduğu ülkelerde ise negatif etkilediğini göstermektedir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım akımları ekonomik büyümeyi toplam faktör verimliliği kanalıyla etkilerken, portföy akımları yatırım

kanalıyla etkilemektedir. Doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi portföy akımlarından daha yüksektir. Doğrudan yabancı yatırımlar, yurt içi yatırımları tamamlamakta ve toplam faktör verimliliğine katkıda bulunmaktadır.

Delechat vd. (2010), Afrika'daki 44 ülkede 2000-2007 döneminde sermaye akımları ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişkinin olduğunu, ancak kısa zaman aralığı nedeniyle sermaye akımlarının ekonomik büyümenin nedeni olduğunu ortaya koymanın zor olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bulgular, bölgedeki sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin özel mülkiyet hakları gibi kurumsal faktörlerden ziyade, sermaye piyasalarındaki gelişme seviyesine bağlı olduğunu göstermektedir (Delechat vd., 2010). Agbloyor vd. (2013), Afrika'da doğrudan yabancı yatırımlar ve finansal sistem arasında anlamlı tamamlayıcılık ve geri besleme ilişkisinin olduğunu ileri sürmüşlerdir. Agbloyor vd. (2013), Afrika'da 1970-2007 döneminde bankacılık sisteminin gelişmiş olduğu ülkelerin daha yüksek doğrudan yabancı yatırım akımlarına maruz kaldığını, ayrıca doğrudan yabancı yatırım akımlarının da bankacılık sistemindeki gelişmeye katkı sağladığını ileri sürmüşlerdir. Hisse senedi piyasalarındaki gelişme seviyesi de doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki artış için önemlidir. Doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki artış hisse senedi piyasalarının gelişmesine de katkıda bulunmaktadır.

Kose vd. (2011)'ne göre yakın geçmişteki birçok çalışma, bir koşullu değişkene ve finansal bütünleşme göstergesine odaklanarak temel doğrusal etkileşim modelini kullanmaktadır. Kose vd. (2011) çalışmasında farklı eşik değişkenlerin (kurumsal kalite, finansal gelişme, ticari açıklık, makroekonomik politikalar ve toplam gelişme seviyesi) finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisine etkisini farklı ülke örneklerinde incelemekte ve ayrıca eşik değerleri için güven aralığı oluşturmaya çalışmaktadır. Çalışmada 1975-2004 dönemindeki 84 ülke (21 gelişmiş, 21 yükselen piyasa ekonomisi ve 42 diğer gelişmekte olan ülke) yer almaktadır.

Kose vd. (2011), beş yıl ortalamalı verilere dayalı regresyon analizinde hem statik (sabit etkiler modeli) hem de dinamik (sistem GMM) panel veri tahmin yöntemlerini kullanmaktadırlar. Çalışmada finansal bütünleşme, birikimli brüt varlık ve yükümlülük stokunun GSYİH içindeki payı ile temsil etmektedir. Sonuçlara göre, ekonomik büyüme ve finansal bütünleşme arasındaki ilişki zayıf, hatta negatiftir. Ülkelerin finansal gelişme seviyelerine göre iki kısıma ayrılması durumunda sonuçlar farklılaşmaktadır. Finansal gelişme göstergesinin finansal bütünleşme değişkeni ile etkileşimde bulunması durumunda, etkileşim parametresi pozitif ve finansal bütünleşmenin negatif katsayısına yakın bir

büyüklüktedir. Finansal gelişme seviyesinin mukayeseli olarak düşük olduğu ülkelerde finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisi negatifken, finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde pozitif fakat anlamsızdır. Finansal bütünleşme ve finansal gelişme arasındaki doğrusal etkileşim modelinde, hem finansal bütünleşme hem de finansal gelişme göstergeleri anlamlı değildir. Analize karesel etkileşim teriminin dahil edilmesi durumunda, hem doğrusal hem de karesel etkileşim katsayısı, sabit etkiler ve GMM modellerinde anlamlılık kazanmaktadır (her iki durumda da ilk katsayı pozitif ve ikincisi negatiftir). Çalışmanın sonuçları finansal bütünleşmenin pozitif ekonomik büyüme etkisinin yalnızca finansal gelişme seviyesinin belirli bir eşik değeri aşması durumunda geçerli olduğunu göstermektedir. Her iki modelde de gelişmekte olan ülkelerin büyük bir bölümü finansal gelişme seviyesi eşik değerinin altında kalmakta, bu nedenle finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisi negatif olmaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerinin büyük bir kısmı ise finansal gelişme seviyesi eşik değerinin üstünde yer almakta, finansal bütünleşmenin pozitif büyüme etkilerinden yararlanmaktadır (Kose vd., 2011)[50].

Kose vd. (2011), finansal gelişme seviyesi eşik değerinin finansal akımların kompozisyonuna bağlı olarak değiştiğini göstermektedir. Finansal bütünleşmenin, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy hisse senedi akımlarının toplamı şeklinde gösterilmesi durumunda finansal gelişme seviyesi eşik değeri nispeten daha düşük olurken, borç akımlarının ilave edilmesi durumunda eşik seviyesi artmaktadır. Sonuçlar, doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi akımları şeklindeki finansal bütünleşmenin risklerinin daha düşük olduğunu göstermektedir. Finansal bütünleşmenin borç yükümlülükleri temelinde oluşturulması durumunda finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini arttıran finansal gelişme seviyesi eşik değeri artmaktadır. Kurumsal kalite seviyesi eşiğinin kullanılması durumunda da sonuçlar değişmemektedir. Bulgular, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme etkilerinden faydalanabilmek için belirli bir finansal gelişme ve kurumsal kalite seviyesi eşik değerinin aşılması gerektiğini göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi akımları şeklindeki finansal bütünleşme göstergesi için finansal gelişme (ya da kurumsal kalite) seviyesi eşik değerinin düşük, borç akımları için eşik değerinin yüksek olması, finansal akımların kompozisyonunun da önemli olduğunu göstermektedir (Kose vd., 2011).

Fisher ve Valenzuela (2013), finansal bütünleşmenin, finansal gelişme kanalıyla ekonomik büyümeyi arttırabildiğini ileri sürmektedir. Finansal bütünleşme yalnızca firmaların

[50] Örneklemdeki ülkeler finansal gelişme seviyesinin meydan değerinin üzerinde veya altında olmasına göre ikiye ayrılmaktadır.

uluslararası piyasalarda sermayeye erişimini arttırmamakta, aynı zamanda yurt içi finansal piyasaların gelişimine katkıda bulunmaktadır. 105 ülkeye ait 1990-2009 dönemindeki panel regresyon sonuçları, finansal bütünleşmenin krediye erişimi pozitif etkilediğini göstermektedir. Ayrıca çalışma, finansal sistemdeki rekabetin finansal bütünleşme-finansal gelişme ilişkisine etkisini incelemek için net faiz marjları ve bankacılık yoğunlaşma (en büyük 3 bankanın varlıklarının, toplam bankacılık varlıkları içindeki payı) etkileşimlerini modele dahil etmektedir. Bulgular bankacılık sektöründeki rekabetin, finansal bütünleşmenin krediye erişim etkisini farklılaştırdığını, yalnızca bankacılık sektöründeki rekabetçi yapı altında finansal bütünleşmenin krediye erişim imkanı tanıdığını, eksik rekabet durumunda ilişkinin bulunmadığını veya negatif olduğunu göstermektedir (Fischer ve Valenzuela, 2013).

2.2.2. Kurumsal Kalite Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Bu bölümde finansal bütünleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ülkelerdeki kurumsal kalite seviyesini gösteren çeşitli değişkenlere bağlı olarak değişip değişmediğini inceleyen uygulamalı çalışmalara yer verilmektedir.

Sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin olmadığını gösteren Rodrik (1998), kamu kurumlarının kalitesi ile ilişkinin değişmediğini, hatta ilişkinin bazen negatif olduğunu göstermiştir. Rodrik (1998), sermaye hesabındaki serbestleşmenin kaliteli kurumlara sahip ülkelerin ekonomik büyümesi üzerinde farklılık yaratmadığını ileri sürmektedir.

Kraay (1998) ise, yolsuzluk ve bürokrasinin kalitesi değişkenlerini kullanarak, sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin kurumsal kalite seviyesi ile değişmediğini göstermiştir. Doğrusal etkileşim modeli sonuçlarına göre, etkileşim terimleri anlamlı sonuçlar ortaya koyamamıştır. Rodrik (1998)'in bulgularını destekleyen Kraay (1998), ülkelerdeki kurumsal kalite seviyesinin sermaye hesabındaki serbestleşme-ekonomik büyüme ilişkisini farklılaştırmadığını ileri sürmektedir.

Arteta vd. (2001), sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeyle pozitif ilişkili olmasının güvenilir kanıtlara dayanmadığını, ancak sermaye hesabındaki serbestleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen modelin, kanun ve düzen gibi kurumsal kalite göstergeleri ile geliştirilmesi durumunda ilişkinin daha açık olduğunu belirtmektedirler. Kurumsal kalite düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisi daha güçlü olmaktadır. 1973-1981 alt döneminde sözleşme ve hukuk uygulamalarının zayıf olduğu ülkelerde sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisi bulunmamaktadır. Sözleşme ve hukuk uygulamalarının etkin,

kurumsal kalite düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde ise ilişki pozitif olmaktadır. 1982-1987 alt döneminde ise kanun ve düzen endeksi ile temsil edilen kurumsal kalite seviyesinin düşük olduğu ülkelerde sermaye hesabındaki serbestleşme ekonomik büyümeyi engellerken (ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatif), kurumsal kalite seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde ekonomik büyümeye destek olmaktadır. Bulgular, sermaye hesabındaki serbestleşmenin yalnızca kurumların gelişmiş olduğu ülkelerde pozitif ekonomik büyüme etkileri meydana getirdiğini göstermektedir.

Edison vd. (2002), literatürdeki çalışmaların aksine finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin kurumsal kalite seviyesindeki artış ile azaldığını ortaya koymuşlardır. Çalışmada kanun ve düzen ve yolsuzluk göstergeleri, kurumsal kalite seviyesini temsil etmek için kullanılmaktadır. Finansal bütünleşme kurumsal kalite etkileşiminin regresyona dahil edilmesi durumunda, etkileşim terimi teorik öngörülerin aksine negatiftir. Bulgulara göre kanun ve düzen seviyesinin düşük ve yolsuzluk seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisi artmaktadır (Edison vd., 2002).

Bengoa ve Sanchez-Robles (2003), ekonomik özgürlük endeksi ile temsil edilen kurumsal kalite göstergesinin doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye etkisinin önemli bir belirleyicisi olduğunu göstermişlerdir[51]. Sonuçlar, 1970-1999 dönemindeki 18 Latin Amerika ülkesinde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyle pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Ekonomik özgürlükler, ekonomik büyümeyi hem doğrudan hem de dolaylı olarak doğrudan yabancı yatırım akımlarını etkileyerek arttırmaktadır. Bu çalışmanın sonuçlarına göre ülkelerin uzun dönemli sermaye akımlarının faydalarından yararlanması için uygun beşeri sermaye düzeyi, ekonomik istikrar ve serbest piyasalara ihtiyacı bulunmaktadır (Bengoa ve Sanchez-Robles, 2003).

Kurumların finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisine etkisini inceleyen Fratzscher ve Bussiere (2004), kurumsal kalite-finansal bütünleşme etkileşiminin anlamlı olduğunu, finansal olarak bütünleşmiş ekonomilerde kurumsal kalite düzeyinin finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisini arttırdığını ileri sürmektedir. Fratzscher ve Bussiere (2004)'ye göre, sermaye akımlarının uzun dönemde pozitif ekonomik büyüme etkisi yaratması, ülkelerdeki yurt içi kurumların kalitesine, toplam sermaye akımları içinde doğrudan yabancı

[51] Heritage Foundation tarafından her yıl açıklanan ekonomik özgürlükler endeksi, 4 gruptaki 10 niteliksel ve niceliksel faktör temelinde ekonomik özgürlükleri göstermektedir. Bu kategoriler; (i) hukukun üstünlüğü (özel mülkiyet hakları, yolsuzluk), (ii) sınırlı devlet (mali özgürlük, kamu harcamaları), (iii) düzenleyici yapıdaki etkinlik (iş yapma özgürlüğü, emek özgürlüğü, parasal özgürlük) (iv) piyasalardaki serbestleşme (ticari özgürlük, yatırım özgürlüğü, finansal özgürlük). Her bir kategori 0-100 arasında değer almaktadır. Ülkenin genel endeks değeri, 10 göstergenin ortalamasından oluşmaktadır.

yatırım akımlarının büyüklüğüne ve serbestleşme sürecinin sıralamasına bağlıdır (Fratzscher ve Bussiere, 2004).

Durham (2004) ise, doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi akımlarının ekonomik büyümeye etkisinin belirli bir kurumsal kalite ve finansal gelişme seviyesiyle arttığını göstermiştir. Çalışmada kurumsal kalite göstergesi olarak iş düzenlemeleri, özel mülkiyet hakları ve yolsuzluk endeksi, finansal gelişme için ise hisse senedi piyasası kapitalizasyonunun GSYİH içindeki payı kullanılmaktadır. Yatay kesit regresyon sonuçları doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeyle anlamlı bir ilişkisi olmadığını ve ilişkinin beşeri sermaye ve ticari açıklık seviyesine bağlı olmadığını göstermektedir. Ancak hisse senedi piyasası kapitalizasyonu, özel mülkiyet hakları endeksi, iş düzenlemeleri etkileşiminin modele dahil edilmesi durumunda, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi artmaktadır. Etki, kurumsal kalite göstergesi olarak yolsuzluk endeksinin kullanıldığı durumda anlamsızlaşmaktadır. Portföy hisse senedi yatırımları ise ekonomik büyümeyle pozitif ilişkilidir. Portföy hisse senedi yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, ticari açıklık, hisse senedi piyasasındaki gelişme ve yolsuzluk seviyesindeki azalma ile artmaktadır. İş düzenlemeleri ve mülkiyet hakları ise portföy hisse senedi yatırımları ile anlamlı bir etkileşim göstermemektedir (Durham, 2004).

Chanda (2005), 1976-1995 dönemindeki 82 ülkede sermaye hesabındaki serbestleşmenin (IMF pay göstergesi) yalnızca etnik homojenliğe sahip ülkelerde ekonomik büyümeyi arttırabileceğini göstermiştir. Chanda (2005)'ya göre etnik ve dilsel farklılık seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde sermaye kontrolleri uygulanmaktadır. Sermaye kontrolleri de etkinsizliği arttırmakta ve ekonomik büyümeyi yavaşlatmaktadır. Mody ve Murshid (2005) ise, Dünya Bankası'nın "Ülke Politikaları Kurumsal Değerlendirme" endeksini kullanarak sermaye akımları-politika etkileşimini modellemiş, politik ortamdaki ilerlemelerin sermaye akımları-yatırım ilişkisini kuvvetlendirdiğini göstermiştir.

Klein (2005) ise kurumsal kalitenin finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde U şeklinde bir ilişki gösterdiğini ileri sürmüştür. Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi kurumsal kalite seviyesinin ne en yüksek ne de en düşük olduğu ülkelerde anlamlı değildir. Kurumsal kalite seviyesinin orta düzeyde olduğu ülkelerde ise finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerinde anlamlı etkileri bulunmaktadır. 1976-1995 dönemindeki 71 ülkenin yalnızca % 25'inde kurumlar, finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisini anlamlı olarak arttırmaktadır. Çalışmada kural-temelli IMF pay göstergesi finansal bütünleşmeyi temsil etmek için kullanılırken, kurumsal gelişme için bürokrasinin

kalitesi, kanun ve düzen, kamunun itibarı, kamulaştırma riski ve yolsuzluk göstergelerinden oluşan bir kurumsal kalite endeksi kullanılmaktadır. Yatay kesit en küçük kareler, araç değişken ve doğrusal olmayan en küçük kareler yöntemi sonuçları, kurumsal gelişmenin finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini, kurumsal kalite seviyesinin daha yüksek (en yüksek değil) olduğu genellikle üst orta gelir grubundaki ülkelerde anlamlı olarak arttırdığını göstermiştir (Klein, 2005).

Ito (2006), yasal/kurumsal gelişme seviyesinin kontrolünden sonra finansal bütünleşmenin finansal gelişmeye sebep olup olmadığını ve finansal bütünleşme için ticarete açıklığın ön koşul olup olmadığını incelemiştir. Temel odak noktası Asya olan çalışmada 1980-2000 döneminde 87 ülke (gelişmekte olan ülkelerden 15'i Asya ülkesidir) bulunmaktadır. Sonuçlara göre, finansal bütünleşme seviyesinin yüksekliği sadece ülkenin yasal gelişme seviyesi eşiğine ulaşılması durumunda hisse senedi piyasasındaki gelişmeyi desteklemektedir. Asya'daki birçok gelişmekte olan ülkede yasal ve kurumsal gelişme seviyesinin yüksek olması, bu ülkelerin finansal bütünleşmenin faydalarından daha fazla yararlanmasına neden olmaktadır. Asya ülkelerinde yolsuzluk düzeyinin düşük ve yasal gelişme seviyesinin yüksek olması, finansal bütünleşmenin hisse senedi piyasaları gelişimine katkısını arttırmaktadır. Ayrıca bulgular finansal bütünleşmenin başarısının bir ön koşulunun ticaretteki serbestleşme olduğunu göstermektedir.

Röhn (2007), yatay kesit regresyon analizi kullanan finansal bütünleşme çalışmalarında modeldeki belirsizliğin dikkate alınmadığını ileri sürerek, belirsizliği göz önünde bulunduran Bayesyen Model Ortalaması yöntemini kullanmaktadır. Bulgular, borç akımlarının uygun başlangıç koşullarına sahip olmayan ülkelerde ekonomik büyümeyi engellediğini göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırım akımları ise uygun koşullarda ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi etkilediği temel kanal kurumsal kalite (özellikle yolsuzluk) kanalıdır. Borç akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisinden, yolsuzluk ve özel mülkiyet haklarında ilerlemeler sağlayarak kaçınılabilmektedir. Doğrudan yabancı yatırım akımları finansal gelişme, bürokrasinin kalitesi, etkinlik, yatırım ortamı, başlangıç gelir, ticari açıklık seviyelerinin yüksek olduğu ülkelerde ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkilidir. Doğrudan yabancı yatırım akımları en fazla yolsuzluk seviyesinin düşük olduğu ülkelerde ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Portföy hisse senedi akımları da yolsuzluk seviyesinin düşük olduğu ülkelerde ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Ayrıca beşeri sermaye seviyesinin düşük olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy hisse senedi akımları ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Röhn (2007), beşeri

sermayeye ilişkin bu bulguyu finansal bütünleşme ve beşeri sermayenin tamamlayıcı değil ikame olduğu sonucuna bağlamaktadır.

Honig (2008), sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin kurumsal kalite seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde artacağına ilişkin sınırlı kanıtlara ulaşmıştır. Çalışmada etkileşim değişkeni olarak, bürokrasinin kalitesi, yolsuzluk, kanun ve düzenden oluşan kurumsal kalite endeksi kullanılmaktadır. Honig (2008), kurumsal kalite etkileşiminin literatürden farklı olarak negatif etkili olduğunu ortaya koymuştur. Bulgular kurumsal kalite seviyesinin düşük olduğu ülkelerde sermaye hesabındaki serbestleşmeden daha fazla yararlanıldığını göstermektedir (Honig, 2008).

Kose vd. (2009b), kurumsal kalite-sermaye akımları etkileşimini modelledikleri çalışmalarında, etkileşim etkisinin doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy hisse senedi akımları durumunda negatif, borç akımları durumunda ise pozitif olduğunu göstermişlerdir. Sonuçlara göre kurumsal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi akımlarının toplam faktör verimliliği üzerindeki etkisini azaltmaktadır. Ancak borç akımlarının toplam faktör verimliliği üzerindeki negatif etkisi, finansal ve kurumsal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde daha düşük olmaktadır. Finansal sistemin ve kurumların gelişme seviyesinin düşük olduğu ülkelerde dış borç birikimindeki artış kriz riskini arttırarak ekonomik büyümeye ve verimliliğe zarar vermektedir (Kose vd., 2009b).

Bekaert vd. (2011), yerel koşulların yatırımlardaki ve/veya toplam faktör verimliliğindeki büyümeye öncü olduğunu etkileşim analizi oluşturarak incelemiştir. Bulgular, hem finansal gelişmenin hem de kurumsal kalitenin pozitif etkileşim etkileri meydana getirdiğini, kurumsal ve finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerin daha yüksek toplam faktör verimliliği artışına sahip olduğunu göstermektedir. Sonuçlar, finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde yerel koşulların önemini vurgulayan, Alfaro vd. (2004) ve Alfaro vd. (2009) çalışmalarını desteklemektedir.

Azman-Saini vd. (2010b), doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye doğrudan etkisinin olmadığını, doğrudan yabancı yatırımların kurumsal kalite (ekonomik özgürlükler endeksi) ile etkileşiminin dolaylı olarak ekonomik büyüme etkisi meydana getirdiğini göstermişlerdir. Azman-Saini vd. (2010b), yatay kesit analizlerin doğrudan yabancı yatırım akımlarının eşik etkilerini göstermekte yetersiz kaldığını öne sürerek, GMM dinamik panel yöntemini kullanmışlardır. Ülkeleri ekonomik özgürlük düzeylerine göre dörde ayıran çalışma, doğrusal etkileşim modelini kullanarak modele etkileşim terimi eklemektedir. Etkileşim modeli sonuçları, ekonomik özgürlük seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde

doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin arttığını göstermektedir. Etkileşim terimi pozitif ve anlamlıdır. Ülkeler ekonomik özgürlük seviyelerine göre dörde ayrıldığında (yüksek, üst orta, alt orta ve düşük ekonomik özgürlük düzeyi) yalnızca yüksek ve üst orta ekonomik özgürlük seviyesine sahip ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlar ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkiye sahiptir. Alt orta ve düşük ekonomik özgürlük seviyesine sahip ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi anlamlı değildir (Azman-Saini vd., 2010b).

Alguacil vd. (2011), gelişmekte olan ülkeleri Dünya Bankası gelir sınıflamasına göre ikiye ayırarak doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisini ve bu etkinin ülkenin özelliklerine bağlı olup olmadığını incelemiştir. Kurumsal kalite, ekonomik özgürlükler endeksi ile temsil edilirken, dış borcun ihracata oranı ve enflasyon düzeyi makroekonomik istikrarsızlık göstergesi olarak kullanılmaktadır. Tüm gelişmekte olan ülkelere ilişkin analizde, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi anlamlı değilken, kurumsal kalite ve enflasyonun etkileşim etkileri anlamlıdır. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi kurumsal kalite seviyesi ve makroekonomik istikrara bağlıdır. Yüksek gelir grubundaki ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi anlamsızken, düşük gelir grubundaki ülkelerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurumsal kalite ve makroekonomik istikrarsızlık göstergelerinin modele dahil edilmesi durumunda, doğrudan yabancı yatırımların pozitif ekonomik büyüme etkisi anlamlılığını korumaktadır. Kurumsal kalite ve makroekonomik istikrar, ülkelerin gelir seviyelerinden bağımsız olarak büyümeyi arttırmaktadır. Dış borçların ve enflasyonun ekonomik büyümeye etkisi ise negatiftir. Alguacil vd. (2011), üst orta gelir grubundaki ülkelerde makroekonomik istikrarsızlığın doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisini düşürdüğünü göstermişlerdir. Makroekonomik istikrarsızlık-doğrudan yabancı yatırım etkileşimi anlamlı ve negatif etkilidir. Sonuçlar, makroekonomik istikrarsızlığın yalnızca ekonomik büyümeyi değil, doğrudan yabancı yatırımların potansiyel etkilerini de daralttığını göstermektedir. Alguacil vd. (2011)'ne göre yapısal, kurumsal ve makroekonomik istikrar göstergeleri hem ekonomik büyümeyi hem de dolaylı olarak doğrudan yabancı yatırımlar-ekonomik büyüme ilişkisini etkilemektedir.

Farla vd. (2014), doğrudan yabancı yatırımların ülkenin yatırım seviyesini arttırdığını, yerli yatırımları dışlama etkisi meydana getirmediğini 46 ülke için göstermişlerdir. Farla vd. (2014), kurumsal gelişme seviyesindeki artışın doğrudan yabancı yatırımların yurt içi yatırımlardaki büyümeye pozitif etkisini değiştirmediğini, hatta bazı durumlarda negatif etki ettiğini ileri sürmüşlerdir. Farla vd. (2014)'ne göre bu negatif etki rant kollayan yabancı

yatırımcıların tercihlerini yansıtmaktadır. Farla vd. (2014) rant sağlayıcı doğrudan yabancı yatırımların negatif etkisinin, yayılma etkisi sağlayan doğrudan yabancı yatırımların pozitif etkisini baskıladığını iddia etmektedir.

2.2.3. Makroekonomik İstikrar Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Bu bölümde ülkelerdeki makroekonomik istikrarı temsil eden (özellikle enflasyon ve bütçe açığı) değişkenlerin finansal bütünleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi farklılaştırıp farklılaştırmadığını inceleyen uygulamalı çalışmalara yer verilmektedir.

Arteta vd. (2001), makroekonomik istikrarın sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini farklılaştırdığını ileri sürmüştür. Çalışmada makroekonomik istikrar göstergesi olarak, mali açıklar ve enflasyonun ağırlıklandırılmış ortalaması ve karaborsa primi kullanılmaktadır. Bulgular, sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin ülkede makroekonomik istikrarsızlıkların bulunmamasına bağlı olduğunu göstermektedir. Ülkede makroekonomik istikrarsızlıkların bulunması durumunda sermaye hesabındaki serbestleşme ekonomik büyümeye destekten çok zarar vermektedir (Arteta vd., 2001).

Edison vd. (2002), güçlü makroekonomik politika uygulamalarının finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisini arttırdığına ilişkin sınırlı kanıtlar sunmuştur. Makroekonomik politika uygulamalarını temsil etmek için enflasyon ve bütçe dengesinin GSYİH içindeki içindeki payları kullanılmaktadır. Bütçe dengesi finansal bütünleşme etkileşimi hiçbir regresyonda anlamlı değilken, enflasyon etkileşimi bazı regresyon modellerinde anlamlıdır. Bulgular enflasyon seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin azaldığına ilişkin sınırlı kanıtlar sunmaktadır. Finansal bütünleşme enflasyon seviyesinin düşük olduğu ülkeler için uygun olmaktadır (Edison vd., 2002).

Mody ve Murshid (2011) ekonomik büyümedeki oynaklığı makroekonomik istikrar göstergesi olarak kullanarak, sermaye akımlarının (cari işlemler açığı ile temsil edilmektedir) oynaklık seviyesi eşik değerinin altındaki ülkelerde ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Sermayenin verimliliği ekonomik büyümedeki oynaklık düzeyi azaldıkça artmaktadır. Ekonomik büyümedeki oynaklık düzeyinin yüksek olduğu durumda donanım, teknoloji ve beşeri sermayedeki tamamlayıcı yatırımlar, planlama hataları ve kredinin dönüş risklerindeki belirsizlik artışı nedeniyle ertelenmektedir. Ayrıca ekonomik büyümedeki oynaklık düzeyinin yüksek olduğu dönemlerde belirsizliğin artması, yatırımcıları engellemekte ve sermaye akımlarında azalmaya neden olmaktadır. Ekonomik büyümedeki oynaklık düzeyinin yüksek olduğu durumda toplam sermaye akımlarının gayrisafi yurt içi

hasıla içindeki payı düşük olmak zorunda değildir. Ancak bu durumda sermaye akımları genel olarak resmi yardımlar şeklinde olmaktadır.

Mody ve Murshid (2011), reel GSYİH'daki oynaklık seviyesinin %5.35'in altında olduğu ülkelerdeki rejimi düşük rejim, oynaklığın bu seviyenin üzerinde olduğu ülkelerdeki rejimi de yüksek rejim olarak nitelendirmektedir. Ülkeleri düşük ve yüksek rejim grubundaki ülkeler olarak iki gruba ayıran çalışmada, cari işlemler dengesi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki düşük rejim grubundaki ülkelerde negatif olmaktadır. Diğer bir ifadeyle oynaklık düzeyinin düşük olduğu ülkelerde sermaye akımları ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Oynaklık seviyesi eşik değerinin üstündeki ülkelerde ise cari işlemler dengesi ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişki, sermaye akımlarının daha düşük ekonomik büyümeye neden olduğunu göstermektedir. Mody ve Murshid (2011)'e göre sermaye akımları-ekonomik büyüme ilişkisinde temel kanal oynaklık rejimidir. Ayrıca çalışma sonuçlarına göre, sermaye akımları kurumsal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde etkin olmak zorunda değildir. Bulgulara göre oynaklık dönem içinde değişirken, kurumlar aynı hızda değişememektedir. Mody ve Murshid (2011), sermaye akımlarının ekonomik büyüme yaratıcı etkilerinden faydalanmak isteyen ülkelerin yurt içi kırılganlıklarını yönetmesinin temel amaçları olması gerektiğini ileri sürmektedir.

2.2.4. Beşeri Sermaye Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Bu bölümde finansal bütünleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ülkelerin sahip olduğu beşeri sermaye birikimine bağlı olarak değişip değişmediğini inceleyen uygulamalı çalışmalara yer verilmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımların beşeri sermaye düzeyi ile etkileşimine odaklanan Borenzstein vd. (1998), doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye katkısının ülkenin beşeri sermaye seviyesine bağlı olarak değiştiğini ileri sürmüşlerdir. Borensztin vd. (1998) gelişmiş ülkelerden 69 gelişmekte olan ülkeye yönelen doğrudan yabancı yatırım akımlarına ilişkin verileri kullanmışlardır. Yatay kesit regresyon analizi sonuçları, 1970-1989 döneminde doğrudan yabancı yatırım ve beşeri sermaye etkileşiminin pozitif olduğunu ortaya koymaktadır. Bulgular, doğrudan yabancı yatırımlar ve beşeri sermaye arasında güçlü bir tamamlayıcılık ilişkisi bulunduğunu göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi, sermaye girişi yaşanan ülkenin beşeri sermaye seviyesine bağlı olmakta ve beşeri sermaye seviyesindeki etkileşimle birlikte artmaktadır. Sonuçlara göre doğrudan yabancı yatırımların yurt içi yatırımlardan daha verimli olması, yalnızca sermaye girişi yaşanan ülkenin belli bir beşeri sermaye seviyesine sahip olması durumunda geçerlidir.

Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisinin olabilmesi, ülkenin eğitim seviyesinin (beşeri sermaye seviyesinin), eğitim seviyesi eşik değerinden daha yüksek olmasına bağlıdır. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye katkısı iki etkiye bağlıdır. İlk etkiye göre, doğrudan yabancı yatırımlar sermaye birikimine katkıda bulunmakta ve böylece ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Bu etkiye göre doğrudan yabancı yatırımlar yurt içi yatırımları dışlamamakta, yurt içi yatırımları destekleyerek toplam sermaye birikimine katkıda bulunmaktadır. Bu etki beşeri sermaye etkileşimiyle arttırılamamaktadır. İkinci etki ise, doğrudan yabancı yatırımların yurt içi yatırımlardan daha verimli ya da daha etkin olması durumunda ekonomik büyümeye katkıda bulunabilmesidir. İkinci etki ilk etkinin aksine beşeri sermaye ile etkileşime bağlıdır (Borensztein vd., 1998).

Xu (2000) ABD'deki çok uluslu şirketleri incelediği çalışmasında, doğrudan yabancı yatırımların teknoloji transferi faydasının yalnızca ülkelerin belirli bir beşeri sermaye seviyesine sahip olması durumunda geçerli olduğunu ortaya koymuştur. Xu (2000), birçok gelişmekte olan ülkenin beşeri sermaye seviyesi eşiğini sağlayamadığı için doğrudan yabancı yatırımların faydalarından yararlanamadığını ileri sürmektedir.

Carkovic ve Levine (2002), beşeri sermayenin doğrudan yabancı yatırımlar ile etkileşimini regresyon modeline ekleyerek beşeri sermaye düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin değişip değişmediğini incelemişlerdir. Çalışma, beşeri sermaye seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin arttığına ilişkin kanıtlar ortaya koyamamıştır. Bulgular, doğrudan yabancı yatırımların beşeri sermaye düzeyi ve kişi başına gelir seviyesi etkileşimlerinin anlamsız olduğunu göstermektedir. Carkovic ve Levine (2002)'nin sonuçlarını destekleyen Edison vd. (2002), kişi başına gelir ve beşeri sermaye seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin değişmediğini ileri sürmüşlerdir. Analiz sonuçlarına göre finansal bütünleşmenin beşeri sermaye düzeyi ve kişi başına gelir seviyesi etkileşimleri anlamlı değildir.

Wang vd. (2004), yüksek ve orta gelir grubundaki ülkelerin dış ticaretin ve doğrudan yabancı yatırımların faydalarından yararlanmak için uygun beşeri sermaye seviyesine sahip olduğunu, ancak düşük gelir grubundaki ülkelerin beşeri sermaye seviyesinin dış ticaretten fayda sağlamak için yeterli olmasına rağmen doğrudan yabancı yatırımların etkilerini sınırlandırdığını ileri sürmektedir.

Li ve Lui (2005), doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisini 1970-1999 dönemindeki 84 ülkede hem sabit ve rassal etkiler modelleri hem de eş anlı denklem

sistemleri (üç aşamalı en küçük kareler yöntemi) yöntemlerini kullanarak incelemişlerdir. Doğrudan yabancı yatırımların doğrudan etkilerinin yanı sıra beşeri sermaye ve teknoloji açığı etkileşimine odaklanan çalışma, doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkisinin pozitif olduğunu, ayrıca beşeri sermaye seviyesinin doğrudan yabancı yatırımların büyüme etkilerini arttırdığını, teknoloji açığının ise negatif etkilediğini göstermişlerdir. Doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye etkisi, beşeri sermaye düzeyi yüksek ülkelerde artmaktadır. Ancak doğrudan yabancı yatırım akımlarının çıktığı ve girdiği iki ülke arasındaki teknoloji açığının yüksekliği doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini azaltmaktadır (Li ve Lui, 2005).

Eller vd. (2006), finansal sektördeki doğrudan yabancı yatırımların etkinlik kanalıyla ekonomik büyümeye etkisini, 1996-2003 dönemindeki 11 Merkezi ve Doğu Avrupa ülkesinde sabit etkiler statik panel modelini kullanarak incelemişlerdir. Sonuçlar, finansal sektördeki doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin beşeri sermaye seviyesine bağlı olduğunu göstermektedir. Beşeri sermaye seviyesinin eşik değerin üzerinde olduğu ülkelerde, yabancı banka girişlerinin meydana getirdiği yerel fiziki sermayenin dışlanması ekonomik büyümeye negatif etki etmektedir. Bulgular, beşeri sermaye düzeyinin düşük olduğu kalkınmanın ilk dönemlerinde gelişmekte olan ülkelerde finansal sektördeki doğrudan yabancı yatırımların önemli olduğunu göstermektedir. Eller vd. (2006)'ne göre finansal sektördeki doğrudan yabancı yatırımlar-yurt içi fiziki sermaye arasında ikame etkisi bulunmaktadır (Eller vd., 2006).

Jyun-Yi ve Chih-Chiang (2008), doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin farklı massetme kapasitelerine (eşik değişkenler; başlangıç gelir düzeyi, beşeri sermaye ve ticaret hacmi) bağlı olup olmadığını Caner ve Hansen (2004) tarafından geliştirilen içsel eşik regresyon modelinin araç değişken tahminlerini kullanarak incelemişlerdir. Bu yaklaşımda eşik değerin tahmini iki aşamalı en küçük kareler yöntemini gerektirmektedir. Eğim parametrelerinin tahminleri ise genelleştirilmiş momentler yöntemi kullanılarak elde edilmektedir. Yatay kesit regresyon sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğine yönelik kanıtlar ortaya konamamıştır. Eşik regresyon modeli sonuçlarında ise, eşik değişken seçimine bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi farklılaşmaktadır. Eşik regresyon modeli, başlangıç gelir düzeyinin ve beşeri sermaye seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif ve anlamlı olduğunu göstermektedir.

Reiter ve Steensma (2010), 1980-2005 dönemindeki 49 gelişmekte olan ülkede doğrudan yabancı yatırımların bazı sektörlerde kısıtlanması durumunda beşeri sermaye etkisinin pozitif olacağını göstermişlerdir. Yabancı uzmanlığın kalkınmayı desteklemek için gerekli olduğu sektörlerdeki doğrudan yabancı yatırım kısıtlamaları, doğrudan yabancı yatırımların beşeri sermayeye (beşeri kalkınma endeksi, yaşam beklentisi, okur-yazarlık oranı) katkısını arttırmaktadır. Ayrıca yolsuzluk seviyesindeki artış, doğrudan yabancı yatırım girişlerinin beşeri sermaye etkisini düşürmektedir (Reiter ve Steensma, 2010).

Kottaridi ve Stengos (2010), 1970-2004 dönemindeki 45 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin beşeri sermaye seviyesine bağlı olarak farklılaştığına yönelik karışık sonuçlar ortaya koymuşlardır. Beşeri sermaye-doğrudan yabancı yatırım etkileşiminin ekonomik büyümeye etkisi ülkenin gelir seviyesine bağlıdır. OECD üyesi ve yüksek gelir grubundaki ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi negatif, beşeri sermaye etkileşiminin etkisi pozitiftir. OECD üyesi olmayan ve düşük gelir grubundaki ülkelerde ise doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi pozitif, beşeri sermaye etkileşiminin etkisi negatiftir. Bulgular, beşeri sermaye seviyesindeki artışın OECD üyesi ve yüksek gelir grubundaki ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini arttırdığını, OECD üyesi olmayan ve düşük gelir grubundaki ülkelerde ise azalttığını göstermektedir. Yarı parametrik kısmi doğrusal regresyon modeli sonuçları ise, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde doğrusal olmayan etkileri bulunduğunu göstermektedir. Gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin de doğrudan yabancı yatırımlardan yararlandığını göstermektedir. Ayrıca orta ve yüksek gelir grubundaki ülkelerde ekonomik büyüme ve doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki doğrusal değildir. İlişki, doğrudan yabancı yatırımların seviyesine bağlı olarak değişmektedir. Yüksek gelir grubundaki ülkelerde iki rejimli doğrudan yabancı yatırım-ekonomik büyüme ilişkisi bulunmaktadır[52].

Lin vd. (2011), doğrudan yabancı yatırımların Çin'deki bölgesel verimlilik farkına etkisini incelemişlerdir. Sonuçlar, 1997-2006 (panel sabit etkiler modeli, panel eşbütünleşme) döneminde Çin'deki doğrudan yabancı yatırımların verimlilik etkisinin pozitif olduğunu göstermektedir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımların verimlilikteki büyümeye etkisi kıyı bölgelerinde, diğer bölgelere nispeten daha yüksektir. Bu sonuca göre doğrudan yabancı yatırımlar, Çin'in kıyı ve diğer bölgeleri arasındaki gelir eşitsizliğini arttırmaktadır. Teknoloji

[52] Çalışmadaki 45 ülkenin 25'i OECD üyesi, 20'si OECD üyesi olmayan ülkedir. Çalışma ülkeleri OECD üyeliği temelinde ikiye ve Dünya Bankası gelir gruplarına göre yüksek, orta ve düşük gelir grubundaki ülkeler olmak üzere üçe ayırmaktadır. Çalışmada parametrik (gölge değişkenli en küçük kareler ve GMM yöntemleri) regresyon yöntemlerinin yanı sıra yarı parametrik kısmi doğrusal regresyon yöntemi kullanılmaktadır.

açığı ise doğrudan yabancı yatırımlar ile negatif etkileşimlidir. Teknoloji açığı doğrudan yabancı yatırımların verimlilikteki büyümeye etkisini azaltmaktadır. Beşeri sermaye seviyesi yüksek olan bölgelerde ise doğrudan yabancı yatırımların verimlilikteki büyümeye etkisi artmaktadır (Lin vd., 2011).

Gui-Diby (2014) ise Afrika kıtasında beşeri sermaye düzeyinin düşük olmasının doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisini sınırlandırmadığını ileri sürmektedir. Doğrusal etkileşim modeli sonuçları doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme etkisinin beşeri sermaye seviyesine bağlı olmadığını göstermektedir.

2.2.5. Dış Ticaret Eşiğini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Bu bölümde finansal bütünleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ülkelerdeki ticari açıklık seviyesine (ithalat ve ihracat toplamının GSYİH içindeki payı) ve ülkelerin uyguladıkları dış ticaret politikası rejimlerine (ithal ikameci veya ihracata yönelik rejim) bağlı olarak değişip değişmediğini inceleyen uygulamalı çalışmalara yer verilmektedir.

Balasubramanyam vd. (1996) yatay kesit regresyon ve araç değişken yöntemlerini kullanarak 1970-1985 dönemindeki 46 ülkede doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin ülkelerdeki dış ticaret politikası rejimine bağlı olup olmadığını incelemişlerdir. Ülkeleri ithalatın GSYİH içindeki payları temelinde ithal ikameci rejim ve ihracata yönelik rejim olarak sınıflandırmışlardır (CUSUMQ testi ile). Bulgular, ihracata yönelik dış ticaret politikası rejimi uygulanan ülkelerde, ithal ikameci politika uygulayan ülkelere nispeten doğrudan yabancı yatırımların daha güçlü ekonomik büyüme etkileri meydana getirdiğini göstermektedir. İthal ikameci dış ticaret politikası rejiminin uygulandığı ülkelerde ise doğrudan yabancı yatırımlar ekonomik büyümeye zarar verebilmektedir.

Arteta vd. (2001), sermaye hesabındaki ve dış ticaretteki serbestleşmenin sıralamasının ekonomik büyümeye etkisini incelemişlerdir. Bulgular, dış ticaretteki serbestleşmenin ekonomik büyümeye pozitif etkisi olduğunu, ancak sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin dış ticaretteki serbestleşmeye bağlı olmadığını göstermektedir. Carkovic ve Levine (2002), Arteta vd. (2001)'nin sonuçlarını destekleyerek ticari açıklığın doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini değiştirmediğini ileri sürmüşlerdir. Ticari açıklık-doğrudan yabancı yatırım etkileşiminin pozitif olduğuna yönelik sınırlı kanıtlar, alternatif yöntemler altında desteklenememiştir.

Basu vd. (2003), ticari açıklık seviyesinin doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini etkilediğini göstermişlerdir. Ticari açıklık seviyesinin yüksek

olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyüme arasında hem kısa hem de uzun dönemde iki yönlü nedensellik ilişkisi bulunurken, ticari açıklık seviyesinin düşük olduğu, dış ticarette kısıtlamalara sahip ekonomilerde yalnızca uzun dönemde ekonomik büyümeden doğrudan yabancı yatırım akımlarına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Bulgular, kısıtlayıcı ticaret ve yatırım rejimleri altında doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyümenin ortak bir teşviki bulunmadığını göstermektedir.

Bhagwati (1973), ticari açıklığın doğrudan yabancı yatırım akımlarına etkisinin ülkenin uyguladığı dış ticaret politikası rejimine bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Hipoteze göre, ithal ikameci dış ticaret politikası rejimi altında, doğrudan yabancı yatırımların etkisi bulunmamakta veya negatif olmaktadır. İhracata yönelik dış ticaret politikası rejiminde ise etki pozitiftir. Bhagwati'nin hipotezini, 1960'larda ve 1970'lerde ithal ikameci, 1970'lerin sonundan itibaren ise ihracata yönelik dış ticaret politikası izleyen Tayland için inceleyen Kohpaiboon (2003), 1970-1999 döneminde Engle-Granger ve FMOLS (fully modified ordinary leeat squares-tam değiştirilmiş en küçük kareler) eşbütünleşme yöntemlerini kullanmıştır. Sonuçlar, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme etkisinin ihracata yönelik dış ticaret politikası rejimi altında daha yüksek olduğunu göstermektedir. Tayland'da ithal ikameci dış ticaret politikası rejiminden ihracata yönelik rejime geçiş doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisini arttırmaktadır. İthal ikameci rejim altında ise doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme etkisi negatiftir. Bulgular, kısıtlayıcı dış ticaret politikası rejimi altında sermaye akımlarının serbestleştirilmesinin yoksullaştıran büyüme etkisi meydana getirdiğini ileri süren Bhagwati (1973)'nin hipotezini desteklemektedir (Kohpaiboon, 2003).

Makki ve Somwaru (2004), doğrudan yabancı yatırım akımlarının, ticari açıklık, yurt içi yatırımlar ve beşeri sermaye düzeyi ile pozitif etkileşim göstererek yurt içi yatırımları desteklediğini göstermişlerdir. Bulgular, ülkenin sahip olduğu yüksek beşeri sermaye seviyesinin, makroekonomik ve kurumsal istikrarın, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisine katkıda bulunduğunu göstermektedir.

Calderon vd. (2005), 1970-2000 dönemindeki 76 ülkede finansal bütünleşmenin ve ticari açıklığın ekonomik büyümeyi azaltmadığını, ekonomik büyümeye destek verdiğini göstermişlerdir. Finansal bütünleşme orta gelir düzeyindeki ülkelerde ekonomik büyümedeki oynaklığı azaltırken, ticari açıklık oynaklığa küçük de olsa katkıda bulunmaktadır (etki orta gelir düzeyindeki ülkeler için anlamlıdır). Ülkelerdeki gelir düzeyi arttıkça, finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisi artmaktadır. Finansal bütünleşme, küresel faiz

oranlarındaki artıştan ve sermaye akımlarındaki azalmadan kaynaklanan dış finansal şokların ekonomik büyümeye negatif etkisini azaltmaktadır. Ancak finansal bütünleşme, ticaretle alakalı dış şokların (ticaret hadlerindeki bozulma, yurt dışı büyüme oranlarındaki düşüş) ekonomik büyümeye etkilerini ise şiddetlendirmektedir. Calderon vd. (2005) finansal bütünleşmenin ve ticari açıklığın ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrara katkı verdiğini ileri sürmüşlerdir.

Chang vd. (2009), 1960-2000 döneminde 82 ülkede ticari açıklığın ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesinin yalnızca doğrudan etkileri yoluyla olmadığını, aynı zamanda eğitim düzeyi, finansal gelişme, enflasyon seviyesi, kamu altyapısı, yönetim, emek piyasasındaki esneklik, firmaların piyasaya giriş-çıkış koşulları gibi ülkeye özgü faktörler kanalıyla dolaylı olarak da ekonomik büyümeyi arttırdığını göstermişlerdir. Chang vd. (2009), ticari bütünleşmenin tamamlayıcı reformlarla desteklenmesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir.

Ayrıca, finansal bütünleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ülkelerdeki çeşitli farklı yapısal faktörlere (teknoloji açığı vb.) bağlı olarak değişip değişmediğini inceleyen uygulamalı çalışmalar da bulunmaktadır.

Neto ve Veiga (2013), doğrudan yabancı yatırımların seviyesinin nispeten yüksek olduğu ülkelerde teknoloji açığının daha hızlı kapandığını, aynı zamanda bu ülkelerin verimlilik ve ekonomik büyümede daha etkili olduğunu göstermişlerdir. 1970-2009 (5 yıllık ortalama) dönemindeki 139 ülkede panel veri modellerini kullanan (sabit etkiler ve sistem GMM) Neto ve Veiga (2013), doğrudan yabancı yatırım ve başlangıç toplam faktör verimliği seviyesi etkileşimini kullanarak doğrudan yabancı yatırımların teknoloji yayılımı üzerindeki etkisini dikkate almışlardır. Etkileşim teriminin bulunmadığı modelde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmazken, etkileşim teriminin dahil edildiği modelde doğrudan yabancı yatırımlar, hem verimliği hem de ekonomik büyümeyi anlamlı olarak arttırmaktadır. Sonuçlar, etkileşimin anlamlı olduğunu ve doğrudan yabancı yatırımların teknoloji yayılımı kanalıyla ekonomik büyümeyi arttırdığını göstermektedir. Finansal bütünleşme göstergesi olarak borç stokunun GSYİH içindeki payının kullanıldığı durumdaysa etki negatiftir. Borç stokları, ekonomik büyümeyi ve teknoloji açığını negatif etkilemektedir. Bulgular, sermaye akımlarının kompozisyonunun ekonomik büyüme ve teknoloji yayılımı için önemli olduğunu, doğrudan yabancı yatırım stoku seviyesinin nispeten yüksek olduğu ülkelerde ekonomik büyüme ve teknolojik yakalama etkisinin daha yüksek olduğunu göstermektedir. Neto ve Veiga (2013)'ya göre gelişmekte olan ülkelerin sermaye

akımlarının olumlu etkilerinden faydalanabilmesi için yabancı sermayenin doğrudan yabancı yatırım şeklinde olması gerekmektedir (Neto ve Veiga, 2013).

Avrupa Birliği'ne üyeliğin ve Euro para birimini benimsemenin finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisine etkisini inceleyen Gehringer (2013), Avrupa Birliği'nin kurumsal yapısı altında gerçekleşen ekonomik bütünleşmenin ilişkiye pozitif etki ettiğini, Euro para birimini benimsemenin ise önemli olmadığını ortaya koymuştur.

Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme sürecindeki etkilerini inceleyen uygulamalı çalışmalar, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki güçlü etkilerini ortaya koyamamışlardır. Finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi modellemeye çalışan uygulamalı çalışmalar, birçok farklı ekonometrik yöntem kullanarak, farklı coğrafyalardaki, farklı gelir gruplarındaki, farklı ülke grupları ve farklı dönemler, farklı veri setleri için çok çeşitli sonuçlara ulaşmaktadır. Sonuçlar, kullanılan ekonometrik yönteme, kullanılan finansal bütünleşme göstergesine veya sermaye akımlarının türüne, ülke setine ve ülke coğrafyalarına, makroekonomiye ve finansal sektöre yönelik kamu politikalarına ve bu politikaların başarılarına göre farklı sonuçlar vermektedir. Uygulamalı çalışmaların sonuçları, elde edilen bulguların finansal bütünleşme için seçilen göstergeye veya sermaye akımlarının türlerine göre değişebileceğini göstermektedir. Çünkü ülkeler, politikaların uygulanabilirliği ve yapısal farklılıklarından kaynaklanan finansal bütünleşme seviyesinde farklılaşmaktadır.

Uygulama sonuçları özellikle kullanılan finansal bütünleşme göstergesine göre değişmektedir. Kuıral-temelli finansal bütünleşme göstergesi kullanan yatay kesit çalışmalar, finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkisine yönelik tatmin edici bir sonuca ulaşamamışlardır[53]. Sermaye akımlarının ekonomik büyüme etkisine odaklanan çalışmalar ise, doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyümeye etkisini ortaya koymakta, portföy yatırımları ve borç şeklindeki sermaye akımlarının ekonomik büyümeye etkisine nispeten daha keskin sonuçlara ulaşmıştır. Ağırlıklı kanıtlar, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyle pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir[54].

[53] Henry (2007)'ye göre finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisini tespit etmeye çalışan çalışmaların başarısızlığı üç faktörden kaynaklanmaktadır. İlki, çalışmalar sürekli büyüme etkisine odaklanırken, temel Solow büyüme modelinde sermaye maliyetindeki sürekli düşüşler yatırımların GSYİH'ya oranını arttırırken ekonomik büyüme üzerinde yalnızca geçici etkiye sahiptir. İkinci olarak, birçok çalışma finansal bütünleşmenin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini ayrıştırmamaktadır. Üçüncüsü ise, finansal bütünleşme göstergelerinin ölçüm hatalarına duyarlı olmasıdır. Bu eksiklikler finansal bütünleşmenin pozitif etkilerine ilişkin daha uygun kanıtlar sağlayabilmektedir (Henry, 2007; Rodrik ve Subramarian, 2009, s.116).

[54] Uygulamalı çalışmalara ilişkin ayrıntılı tablolar, Ek Tablolar'da yer almaktadır.

Çalışmanın devamında, panel veri tahmin modellerine dayalı olarak finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye etkileri, bu etkilerin sermaye akımlarının kompozisyonuna ve farklı yapısal makroekonomik faktörlere bağlı olarak değişip değişmediği analiz edilmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ

Finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen literatürdeki temel tartışma konusu, finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeye doğrudan etki edip etmediği ve bu etkinin sermaye akımlarının türüne göre farklılaşıp farklılaşmadığıdır. Literatürdeki diğer bir tartışma konusuysa, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin eşik koşullarına bağlı olarak değişip değişmediğine yöneliktir. Finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinde eşik hipotezinin geçerliliğinin sorgulayan uygulamalı çalışmalar, sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin finansal gelişme, kurumsal kalite, makroekonomik istikrar ve ticari açıklık gibi ülkelerdeki yapısal ve makroekonomik faktörlerle ilişkili başlangıç koşullarına göre farklılaşıp farklılaşmadığını incelemektedir.

Literatürdeki çok ülkeli uygulamalı çalışmalar, genellikle yatay kesit veya 5-10 yıl ortalamalı panel veri analizlerini kullanmaktadır. Çalışmalarda ekonomik büyümenin genişleme ve daralma dönemlerine odaklanılmamakta, ekonomik büyüme uzun dönemde artan bir eğilim göstermektedir. Ayrıca sermaye akımları düzleştirilerek sermaye akımlarındaki oynaklık (sermaye akımlarının ani durması ve tersine dönmesi) göz ardı edilmektedir. Bu nedenle, çalışmada ekonomik büyümenin ve sermaye akımlarının genişleme-daralma dönemlerini göz önünde bulundurmak amacıyla sermaye akımlarının yoğunlaştığı ve sermaye akımlarına bağlı birçok finansal krizin yaşandığı 1984-2010 dönemindeki 80 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye ilişkin yıllık veri seti kullanılarak panel veri yöntemleri ile analiz yapılmıştır[55, 56].

Finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin uygulamalı olarak incelendiği bu bölümde, öncelikle çalışmada kullanılan ekonomik büyüme modeli, veri seti ve ekonometrik teknikler tanıtılmakta ve daha sonra yapılan uygulama ve sonuçları ortaya konulmaktadır.

---

[55] Baltagi vd. (2009, s.286) yıllık veri kullanarak bilgi kaybının engellendiğini, örneklem büyüklüğünün maksimize edildiğini ve ilgi duyulan değişkenle ilişkili daha açık tespitler yapılabileceğini ileri sürmektedir. Baltagi vd. (2009)'ne göre uygulamalı büyüme modelleri, verilerin 5-10 yıllık zaman ortalamalarını alarak değişkenler arasındaki durağan denge ilişkilerini elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Ancak değişkenlerin zaman ortalamalarını kullanan uygulamalı çalışmalar, değişkenlerdeki faydalı bilgileri atarak değişkenler arasındaki ilişkinin daha açık şekilde ortaya konmasını engellemektedir. Ayrıca zaman ortalaması yönteminin konjonktürel dalgalanmaların etkilerini başarılı bir şekilde ortadan kaldırdığı da tartışmalıdır. Baltagi vd. (2009) finansal gelişme ve finansal bütünleşme arasındaki, Omay ve Kan (2010) ve Khan ve Shenhadji (2001) enflasyonla ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında yıllık verileri kullanmışlardır.

[56] Çalışmada kullanılan ülke seti Ek 1'de gösterilmektedir. Çalışmada dengesiz panel veri seti kullanılmaktadır. Veri kısıtı nedeniyle modellerin kapsadıkları ülke sayıları regresyonlar arasında farklılık göstermektedir.

3.1. Model ve Veri Seti

Ekonomik büyümenin belirleyicilerini inceleyen Barro (1991; 2003), kişi başına gelirdeki büyüme farklılıklarının sistematik olarak ölçülebilir açıklayıcı değişkenler tarafından belirlendiğini göstermektedir. Barro (2003), uygulamalı modellerde ekonomik büyümeyi etkileyen değişkenleri ikiye ayırmaktadır. İlk kategori, fiziki sermaye stoku, beşeri sermaye stoku (eğitimsel kazanım ve sağlık göstergeleri şeklinde) gibi durum değişkenlerin başlangıç seviyelerini içermektedir. İkinci grup değişkenler (kontrol değişkenler) ise, politika ve ülke niteliklerine özgü değişkenlerden oluşmaktadır. Bu değişkenler; kamu harcamalarının GSYİH içindeki payı, yurt içi yatırımların GSYİH içindeki payı, uluslararası (ticari) açıklık (ithalat ve ihracat toplamının GSYİH içindeki payı), doğurganlık oranı ve makroekonomik istikrardır (Barro, 2003, s.235-237).

Barro (1991; 2003), reel kişi başına GSYİH büyüme oranının, başlangıç beşeri sermaye oranı ile pozitif, başlangıç kişi başına gelir düzeyi ile negatif ilişkili olduğunu ortaya koymuştur[57, 58]. Başlangıç kişi başına gelir düzeyinin, eğitimsel kazanım, sağlık gibi beşeri sermaye düzeyine nispeten daha düşük olduğu durumda büyüme oranı artmaktadır. Büyüme, veri başlangıç kişi başına GSYİH ve beşeri sermaye düzeyi altında, yatırım oranı ve ticari açıklık ile pozitif, doğurganlık oranı (nüfustaki artış), kamu harcamalarının GSYİH içindeki payı ve enflasyon oranı ile negatif ilişkilidir (Barro, 2003)[59].

Çalışmada finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkilerini incelemek için kullanılan temel büyüme modeli, Barro (1991; 2003)'yu takiben;

$$Büyüme_{i,t} = \alpha_i + \beta_1(FB_{i,t}) + \varphi z_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelde ekonomik büyüme, reel kişi başına GSYİH'daki büyüme oranıyla temsil edilmektedir. Modelde FB, finansal bütünleşme veya sermaye akımları göstergelerini, α_i ülke-temelli gözlenemeyen sabit etkileri, z_{it} ekonomik büyümeyi etkileyen diğer açıklayıcı

[57] Neo-klasik büyüme modellerinde ülkenin kişi başına gelirdeki büyüme oranı, kişi başına gelirin başlangıç seviyesi ile ters orantılıdır. Ülkeler, teknoloji ve tercihler için benzer yapısal parametrelere sahipse, sermaye açığının bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin, sermaye fazlasının bulunduğu gelişmiş ülkelerden daha hızlı büyüyeceği beklenmektedir. Bu nedenle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki kişi başına gelir seviyesi birbirine yakınsamaktadır. Yakınsamanın altında yatan temel faktör, sermayenin azalan getiriye sahip olmasıdır. Sermaye-emek oranının düşük olduğu gelişmekte olan ülkelerde sermayenin marjinal ürününün yüksek olması, sermayenin ve teknolojinin uluslararası harekete sahip olduğu Neo-klasik modelde gelir düzeyi düşük gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarının daha yüksek olmasına neden olmaktadır (Barro, 1991).

[58] Beşeri sermaye, içsel büyüme modellerinde önemli rol oynamaktadır. Romer (1990)'in modelinde beşeri sermaye, teknolojik gelişmenin altında yatan yeni ürün ve fikirleri oluşturan araştırma sektöründe önemli bir girdidir. Bu nedenle başlangıç beşeri sermaye seviyesinin yüksek olduğu ülkeler, yeni ürünleri daha hızlı şekilde ortaya koymakta ve böylece daha hızlı büyümektedirler.

[59] Kamu harcamalarının GSYİH içindeki payı, ekonomik büyüme ve yatırım ile ters ilişkilidir. Kamu harcamalarının özel verimlilik üzerinde doğrudan etkisi bulunmamakla birlikte, vergileme ya da kamu harcama programlarının olumsuz etkileri yoluyla tasarrufları ve büyümeyi düşürmektedir (Barro, 1991, s.430).

değişkenleri, ε_{it} ise hata terimini göstermektedir. Kontrol değişkenler; başlangıç reel kişi başına GSYİH düzeyi, beşeri sermaye düzeyi, ihracat ve ithalat toplamının GSYİH içindeki payı ile tanımlanan ticari açıklık, yatırımların GSYİH içindeki payını gösteren yatırım oranı, nüfus artış oranı ve kamu harcamalarının GSYİH içindeki payıdır.

Uygulamalı modelde, finansal bütünleşme göstergesi olarak hem miktar-temelli sermaye akımları hem de kural-temelli Chinn ve Ito (2008) tarafından oluşturulan KAOPEN finansal bütünleşme endeksi ayrı ayrı kullanılmaktadır. Ancak kural-temelli finansal bütünleşme göstergeleri gerçekleşen finansal sermaye akımlarını esas almadığı için, kural-temelli finansal bütünleşme endeksinin sermaye akımları göstergeleriyle korelasyonu düşüktür[60]. Bu nedenle çalışmada esas olarak sermaye akımlarına odaklanılmaktadır.

Sermaye akımları, doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri, portföy hisse senedi yükümlülükleri, borç yükümlülükleri, toplam yükümlülükler ve birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler olarak ele alınmaktadır. Doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri, öz kaynakları, yeniden yatırım yapılan kazançları, diğer sermayeyi ve bağlı kuruluşlar arasındaki çeşitli işlemlerle ilişkili finansal türevleri kapsamaktadır. Portföy hisse senedi yükümlülükleri ise, payları, hisse senedi katılımlarını ve benzer şekildeki hisse senedi sahipliğini gösteren yükümlülükleri içermektedir. Portföy hisse senedi yükümlülüklerine ilişkin verilerin çalışmada yer alan birçok ülkede genellikle eksik veya yetersiz olması nedeniyle portföy hisse senedi akımları yerine, Alfaro vd. (2007) ve Kose vd. (2011) çalışmalarını takiben doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamı kullanılmaktadır.

Borç yükümlülükleri ise portföy borç senetleri yükümlülükleri ve diğer yatırım yükümlülükleri olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Portföy borç senedi yükümlülükleri, tahvilleri, teminatsız borç senedi şeklindeki tahvilleri ve bonoları kapsarken, diğer yatırım yükümlülükleri doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve finansal türevlerde kapsanmayan tüm finansal işlemleri kapsamaktadır. Bu işlemlerdeki temel kategoriler, ticaret kredileri, döviz ve mevduat işlemleri ve diğer kredilerdir.

Toplam yükümlülükler, doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri, portföy hisse senedi yükümlülükleri ve borç yükümlülükleri toplamından oluşmaktadır. Birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler ise, doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi ve borç varlıkları ve yükümlülükleri toplamından oluşmaktadır.

[60] Korelasyon matrisi Ek 3'te görülebilmektedir. Ayrıca farklı sermaye akımlarının ortalama ekonomik büyüme ile korelasyonları Ek 4'te yer almaktadır.

Miktar-temelli finansal bütünleşme göstergesi olarak sermaye hareketleri, hem akım hem de birikimli stok olarak göz önünde bulundurulmaktadır. Akım şeklindeki sermaye hareketleri;

(i) Doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri (DYY)

(ii) Portföy hisse senedi yükümlülüklerine ilişkin yeterli verinin bulunmaması nedeniyle gözlem kaybını önlemek için Alfaro vd. (2007) ve Kose vd. (2011) çalışmalarını takiben doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamı (DYY+PHS)

(iii) Borç yükümlülükleri (BORÇ)

(iv) Doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi ve borç yükümlülükleri toplamından oluşan toplam yükümlülükler kullanılmaktadır (TOPLAM).

Birikimli stok şeklindeki sermaye hareketleri ise;

(i) Birikimli doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri stoku (DYY)

(ii) Birikimli portföy hisse senedi yükümlülükleri stoku (PHS)

(iii) Birikimli doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamı stoku (DYY+PHS)

(iv) Birikimli borç yükümlülükleri stoku (BORÇ)

(v) Birikimli toplam yükümlülükler stoku (TOPLAM)

(vi) Birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stoku kullanılmaktadır (BRÜT).

Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin finansal gelişme, kurumsal kalite, makroekonomik istikrar ve ticari açıklık düzeylerine bağlı olarak değişip değişmediğini incelemek için etkileşim modeli kullanılmaktadır. Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkileri (eşik veya etkileşim etkileri) finansal gelişme, kurumsal kalite, makroekonomik istikrar ve ticari açıklık değişkenleri kullanılarak sorgulanmaktadır. Sonuçların güvenilirliğini arttırmak için etkileşim değişkenlerinden her birine ilişkin iki alternatif değişken kullanılmaktadır.

Finansal gelişmeye ilişkin ilk değişken olan ÖZEL SEKTÖR KREDİLERİ, bankalar tarafından özel sektöre verilen yurt içi kredilerin GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.

Alternatif finansal gelişme değişkeni M2 ise, M2 para arzının GSYİH içindeki payını göstermektedir.

Makroekonomik istikrarı temsil eden ilk değişken, enflasyon oranıdır. İkinci değişken ise, Uluslararası Ülke Risk Kılavuzu (International Country Risk Guide-ICRG) ekonomik risk göstergelerinin ağırlıklı ortalamasına dayalı olarak oluşturulan makroekonomik istikrar endeksidir[61]. İSTİKRAR olarak adlandırılan endeks; kişi başına gelir seviyesi, reel ekonomik büyüme oranı, enflasyon düzeyi, bütçe ve cari işlemler dengelerine ilişkin riskleri kapsamaktadır.

Kurumsal kalite değişkenleri ise, Uluslararası Ülke Risk Kılavuzu'nun politik risk göstergelerine dayalı olarak oluşturulmaktadır. KURUM1 değişkeni, literatürde yoğun olarak kullanılan yolsuzluk, kanun ve düzen, bürokrasinin kalitesi şeklindeki üç politik risk göstergesinin ağırlıklı ortalamasından oluşan kurumsal kalite endeksidir. KURUM2 değişkeni ise, tüm politik risk göstergelerinin (hükümetin istikrarı, sosyoekonomik koşullar, yatırım ortamı, iç karışıklıklar, dış karışıklıklar, yolsuzluk, askeri otoritenin siyasete etkisi, dini gerilimler, kanun ve düzen, etnik gerilimler, demokratik hesap verebilirlik ve bürokrasinin kalitesi) ağırlıklı ortalamasından oluşan alternatif kurumsal kalite endeksidir[62].

Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin, finansal gelişme, kurumsal kalite, makroekonomik istikrar ve ticari açıklık göstergelerine göre değişebileceğini öngören eşik hipotezi yaklaşımını incelemek için doğrusal etkileşim modeli kullanılmaktadır. Etkileşim modeli, finansal bütünleşme göstergeleri ile finansal gelişme, kurumsal kalite, makroekonomik istikrar ve ticari açıklık göstergelerini çarparak modele etkileşim terimi ilave etmektedir. Model;

$$Büyüme_{i,t} = \alpha_i + \beta_1(FB_{i,t}) + \beta_2(FB_{i,t} * Eşik_{i,t}) + \beta_3(Eşik_{i,t}) + \varphi z_{it} + \varepsilon_{it}$$

[61] ICRG ekonomik risk göstergesi 5 alt kalemden oluşmaktadır. Bu alt kalemler; (i) kişi başına GSYİH (0-5 arası değer almaktadır), (ii) reel GSYİH'daki büyüme (0-10 arası değer almaktadır), (iii) yıllık enflasyon oranı (0-10 arası değer almaktadır), (iv) bütçe dengesinin GSYİH içindeki payı (0-10 arası değer almaktadır) ve cari işlemler dengesinin GSYİH içindeki payıdır (0-15 arası değer almaktadır). Ekonomik risk göstergeleri, toplamları 50 olacak şekilde oluşturulmuş bir endekstir. Göstergelerde 0 en kötü durumu göstemektedir.

[62] ICRG politik risk göstergesi 12 alt kalemden oluşmaktadır. Politik riskin alt kalemleri; (i) hükümetin istikrarı (0-12 arasında değer almaktadır), (ii) sosyoekonomik koşullar (0-12 arasında değer almaktadır), (iii) yatırım ortamı (0-12 arasında değer almaktadır), (iv) iç karışıklıklar (0-12 arasında değer almaktadır), (v) dış karışıklıklar (0-12 arasında değer almaktadır), (vi) yolsuzluk (0-6 arasında değer almaktadır), (vii) askeri otoritenin siyasete etkisi (0-6 arasında değer almaktadır), (viii) dini gerilimler (0-6 arasında değer almaktadır), (ix) kanun ve düzen (0-6 arasında değer almaktadır), (x) etnik gerilimler (0-6 arasında değer almaktadır), (xi) demokratik hesap verebilirlik (0-6 arasında değer almaktadır) ve (xii) bürokrasinin kalitesidir (0-4 arasında değer almaktadır). Politik risk göstergeleri, toplamı 100 olacak şekilde oluşturulmuştur. Göstergelerde 0 en kötü durumu ifade etmektedir.

Modelde FB finansal bütünleşmeyi, eşik ise etkileşim etkilerini incelemek için kullanılan değişkenleri temsil etmektedir. Etkileşim modeline göre finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkisi (β_1) ve dolaylı etkisi (β_2) olmaktadır.

Etkileşim modeline göre etkileşim teriminin katsayısı $\beta_2^{'}nin$ pozitif olması beklenmektedir ($\beta_2 > 0$). Etkileşim teriminin pozitif olması durumunda, finansal bütünleşmenin eşik değişkene bağlı ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi pozitif olmakta, eşik değişken finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini arttırmaktadır.

Etkileşim teriminin negatif olması ($\beta_2 < 0$) durumunda ise, finansal bütünleşmenin eşik değişkene bağlı ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi negatif olmakta, eşik değişken finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini azaltmaktadır.

Diğer doğrusal etkileşim modellerinden farklı olarak yalnızca makroekonomik istikrarsızlığı gösteren enflasyon oranının eşik değişken olarak kullanıldığı modelde etkileşim teriminin katsayısı $\beta_2^{'}nin$ negatif olması beklenmektedir. Modele göre, finansal bütünleşmenin yüksek enflasyon oranına bağlı ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi negatif olmaktadır. Makroekonomik istikrarsızlığı temsil eden enflasyon düzeyindeki artış, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini azaltmaktadır.

3.2. Ekonometrik Yöntem

Çalışmada panel veri modelleri kullanılmaktadır. Bu bölümde panel veri modellerini kullanmanın avantajları, panel veri modellerinin temel özellikleri ve teorik temelleri açıklanmaktadır.

3.2.1. Panel Veri Yöntemlerinin Temel Özellikleri

Bu bölümde panel veri yöntemlerinin temel özellikleri ve panel veri kullanmanın araştırmacıya sağladığı avantajlar anlatılmaktadır.

Panel veri, N sayıdaki yatay kesit (ülkeler, hanehalkları, firmalar, bireyler) ve T sayıdaki zaman serisine (yıllık, altı aylık, üç aylık, aylık) ilişkin verilerin bir araya gelmesiyle oluşan iki boyutlu veri bütünüdür. Panel veri, farklı türlerde tanımlanabilmektedir. Zaman boyutu (T) kısa ve yatay kesit boyutu (N) geniş olan paneller (N > T) kısa (mikro) panel, zaman boyutu (T) uzun ve yatay kesit boyutu (N) dar olan paneller ise (T > N) uzun (makro) panel olarak adlandırılmaktadır. Yatay kesit birimlerin zamanın her bir anına ait gözlemleri tam ise dengeli panel, yatay kesitteki birimlerin zamanın her bir anına ilişkin gözlemleri tam değilse ya da panel eksik veriye sahipse dengesiz panel olarak tanımlanabilmektedir (Hill vd., 2011, s.539;

Asteriou and Hall, 2007, s.344-345; Griffiths vd. 2008, s.247; Baltagi, 2008, s.1-2; Wooldridge, 2002, s.6-7; Cameroon ve Triverdi, 2010, s.236).

Panel veri, bireylerin, firmaların, devletlerin ya da ülkelerin heterojen olduğunu ileri sürmektedir. Heterojenlik, firmalar, bireyler, hanehalkları gibi birimlere özgü etkilerin farklı olması anlamına gelmektedir. Panel veri yöntemi, birimler arasındaki heterojenlik için kontrol sağlamaktadır. Yatay kesit ve zaman serisi çalışmaları, yanlı tahminlere yol açabilen bu heterojenlik için kontrol sağlayamamaktadır. Panel veri, daha fazla bilgiye ve değişkenliğe sahip olması nedeniyle değişkenler arasındaki çoklu bağlantı sorununu azaltmakta ve tahminlerin etkinliğini arttırmaktadır. Panel veri, uyum dinamikleri çalışmak için uygun bir yöntemdir. Panel veri, işsizlik, yoksulluk gibi makroekonomik analizler için daha elverişli bir yöntemdir. Panel veri yöntemleri, veri uzunluğunun uygun olması durumunda makroekonomik politika değişimlerinin dinamik etkilerine ışık tutmaktadır. Panel veri modelleri, yatay kesit ya da zaman serisi modellerinde tespit edilemeyen etkilerin tanımlanmasında ve ölçümünde daha güvenilir sonuçlar sağlayabilmektedir. Panel veri modelleri, karmaşık davranışsal modelleri oluşturmaya ve test etmeye olanak sağlamaktadır. Yatay kesit analizlerdeki firmaların ya da bireylerin toplulaştırılmasından kaynaklanan yanlılığı azaltmakta ya da ortadan kaldırmaktadır (Baltagi, 2008, s.6-8).

Panel veri araştırmacıya geniş bir veri seti (hem ülke N hem de zaman boyutu T bulunmaktadır) kullanma imkânı sağlamaktadır. Bu da serbestlik derecesini arttırmakta ve açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu doğrusal bağlantı sorununu azaltarak ekonometrik tahminlerin etkinliğini arttırmaktadır.

3.2.2 Panel Veri Modelleri

Bu bölümde panel veri analizinde kullanılan tahmin yöntemleri ele alınmaktadır. Tahmin yöntemlerinden havuzlanmış (pooled) en küçük kareler modeli (klasik model), sabit etkiler modeli (fixed effects model) ve rassal etkiler modeli (random effects model) tahmincilerine ilişkin varsayımlar ve temel özellikleri ayrıntılı olarak incelenmektedir. Ayrıca ülkeler arasında gözlenemeyen birim ve ortak zaman etkilerinin modelde yer alıp almaması tahminlerin etkinliği açısından önemlidir. Bu nedenle sadece ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerinin modelde yer aldığı tek yönlü hata bileşen modeli (one-way error component model) ve hem birim hem de ortak zaman etkilerinin modelde yer aldığı iki yönlü hata bileşen modeli (two-way error component model) ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

3.2.2.1. Tek Yönlü Hata Bileşen Regresyon Modeli

Ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerinin modelde yer alıp almaması tahminlerin etkinliği açısından önemlidir. Gözlenemeyen birim etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olması durumunda havuzlanmış en küçük kareler (HEKK) tahmincisi yanlı ve tutarsız olmaktadır. Bu nedenle bu bölümde modelde yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerini içeren tek yönlü hata bileşen modelleri incelenmektedir.

Panel veri modellerinde zaman serisi ya da yatay kesit regresyonlardan farklı olarak değişkenlerde iki alt indis bulunmaktadır;

$$y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T \tag{3.1}$$

Denklemde i hanehalklarını, bireyleri, firmaları, ülkeleri vs., t zamanı göstermektedir. Yatay kesit boyutunu i, zaman serisi boyutunu t göstermektedir. α skalar, β K×1 boyutunda katsayı vektörünü, X_{it} ise K açıklayıcı değişkenine ait i biriminin t. gözlemini göstermektedir. Birçok panel veri modeli tek yönlü hata düzeltme modelini kullanmaktadır.

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \tag{3.2}$$

Denklemde μ_i gözlenemeyen birime özgü etkileri, v_{it} hata terimini göstermektedir. μ_i zamanla değişmeyen ve regresyonda yer almayan birime özgü etkiyi dikkate almaktadır. v_{it} birimler arasında ve zamanla değişen regresyondaki stokastik hata terimidir. μ_i ve v_{it}'nin birimler arasında bağımsız dağıldığı varsayılmaktadır (Wooldridge, 2002, s.247-249; Baltagi, 2008, s.13).

Denklem vektör formunda yazılırsa;

$$y = \alpha l_{NT} + X\beta + u = Z\delta + u \tag{3.3}$$

y, NT×1 boyutunda ve X, NT×K boyutunda matrislerdir. $Z = [l_{NT}, X]$, $\delta' = (\alpha', \beta')$ ve l_{NT} NT boyutunda birler vektörüdür.

Denklem 3.2 ayrıca şu şekilde yazılabilmektedir;

$$u = Z_\mu \mu + v \tag{3.4}$$

$Z\mu = I_N \otimes l_T$, I_N N boyutunda birim matris, l_T T boyutunda birler vektörü ve $\otimes$ Kronecker çarpanıdır. Z_μ gölge değişkenler matrisidir ve regresyonda sabit varsayılan μ_i'leri tahmin etmek için bulunmaktadır.

$\mu' = (\mu_1, \dots, \mu_N)$ ve $v' = (v_{11}, \dots, v_{1T}, \dots, v_{N1}, \dots, v_{NT})$. $Z_\mu Z'_\mu = I_N \otimes J_T$ iken, J_T T boyutunda birler matrisidir. $P = Z_\mu (Z'_\mu Z_\mu)^{-1} Z'_\mu$, bu durumda Z_μ üzerindeki izdüşüm matrisi $I_N \otimes J_T$'ye karşılık gelmektedir ($\bar{J}_T = J_T/T$). P, her bir birim için gözlemlerin zaman ortalamalarını alan matrisdir. $Q = I_{NT} - P$ ise gözlemleri birimlerin ortalamalarından arındıran matrisdir. P ve Q simetrik birim matrislerdir. Ayrıca P ve Q ortagonaldır (PQ=0) ve toplamları birim matrise eşittir (P+Q=I_{NT}) (Baltagi, 2008, s.13-14).

3.2.2.2. Sabit Etkiler Modeli

Bu bölümde panel veri analizinde kullanılan tahmin yöntemlerinden sabit etkiler modeli ve tahmincilerine ilişkin varsayımlar, modelin temel özellikleri ve havuzlanmış en küçük kareler yöntemi ile farklılıkları ayrıntılı olarak incelenmektedir.

HEKK yönteminde yatay kesit birimler arasında farklılık bulunmamaktadır. Diğer bir ifadeyle modeldeki sabit parametre tüm birimler için ortaktır. Bu varsayıma göre ülkeler homojendir. Bağımsız değişkenlerle gözlenemeyen birim etkileri arasında ilişkinin bulunmadığı durumda ($E(x_{it}v_{it}) = 0$ ve $E(x_{it}\mu_{it}) = 0$) HEKK tahmincisi tutarlı olurken, ilişki bulunması durumunda yanlı ve tutarsız bir tahminci olmaktadır. Ancak μ_i her bir zaman döneminde modelde yer alacağı için bileşik hata teriminde ardışık bağımlılığa (otokorelasyon) neden olmaktadır. Bu nedenle HEKK tahmincisi kullanılırken dirençli varyans-kovaryans matrisine gerek duyulmaktadır. Çünkü u_{it}, μ_i'ye bağlı olarak tüm *t* için değişmekte, $(t - s)$ arasındaki uzaklık arttıkça u_{it} ve u_{is} arasındaki korelasyon genel olarak artmamaktadır. HEKK yöntemi uygulanırken, yatay kesit boyutunun geniş (*N)* ve zaman boyutunun her ülke için sabit (*T)* olmasına dikkat edilmelidir. Sabit etkiler modelindeyse, sabit parametrenin birime özgü olduğu varsayılmaktadır. Sabit etkiler modeli, ülkeye özgü zamanla değişmeyen nitelikteki tüm etkileri kapsamaktadır. Bu nedenle sabit etkiler modeli, coğrafi faktörler, doğal kaynaklar ve diğer bazı temel faktörler gibi ülkeler arasında değişebilen ama zamanla değişmeyen tüm etkileri dikkate almaktadır (Wooldridge, 2002, s.247-257; Asteriou ve Hall, 2007, s.344-347).

Sabit etkiler modelinde, μ_i'nin tahmin edilebilen sabit bir parametre olduğu varsayılmaktadır. v_{it} ise bağımsız ve özdeş dağılıma $(0,\sigma_v{}^2)$ sahip stokastik hata terimidir. Açıklayıcı değişkenler, hata teriminin zamanla değişen stokastik kısmıyla ilişkili değildir. X_{it}, tüm i ve t için v_{it}'den bağımsız varsayılmaktadır. Ancak sabit etkiler modelinde ülkeler arasında farklılaşan sabit parametrenin (μ_i) açıklayıcı değişkenlerle ilişkili olmasına izin verilmektedir. $E(\mu_i|x_i) \neq 0$ olabilmektedir. Bu varsayım, sabit etkiler modelinde içselliğin sınırlı bir formuna olanak sağlamaktadır. Sabit etkiler modelinde açıklayıcı değişken, hata

teriminin zamana göre değişmeyen kısmı ile ilişkili olabilirken, stokastik kısmıyla ilişkili değildir (Baltagi, 2008, s.14; Cameron ve Triverdi, 2010, s.237).

Denklem 3.4'ü denklem 3.3'te yerine koyduğumuzda;

$$y = \alpha l_{NT} + X\beta + Z_\mu \mu + v = Z\delta + Z_\mu \mu + v \quad (3.5)$$

HEKK uygulanarak α, β ve μ tahminleri elde edilebilmektedir. Z, NT×(K+1) boyutunda, Z_μ ise NT×N boyutunda birimlere ait gölge değişkenler matrisidir. N oldukça geniş olduğunda 3.5 numaralı denklem çok fazla gölge değişken içermekte, HEKK tarafından tersi alınan matris (N+K) boyutunda geniş bir matris olmaktadır. Aslında α ve β parametrelerinin ilgi duyulan parametreler olduğu durumda, model Q (grup içi dönüşüm) ile çarpılıp dönüşüm yapılmış model için en küçük kareler (EKK) uygulanarak gölge değişkenli en küçük kareler (GDEKK) tahmincisi elde edilebilmektedir:

$$Qy = QX\beta + Qv \quad (3.6)$$

Nihai EKK tahmincisi;

$$\tilde{\beta} = (X'XQ)^{-1}X'Qy \quad (3.7)$$

Temel regresyon;

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \mu_i + v_{it} \quad (3.8)$$

Zaman ortalaması;

$$\bar{y}_{i.} = \alpha + \beta \bar{x}_{i.} + \mu_i + \bar{v}_{i.} \quad (3.9)$$

Regresyon denklemini zaman ortalamalarından çıkarırsak;

$$y_{it} - \bar{y}_{i.} = \beta(x_{it} - \bar{x}_{i.}) + (v_{it} - \bar{v}_{i.}) \quad (3.10)$$

Ayrıca tüm gözlemler için ortalamalarını alırsak;

$$\bar{y}.. = \alpha + \beta \bar{x}.. + \bar{v}.. \quad (3.11)$$

Denklem 3.11 elde edilmektedir. Gölge değişkenlerin katsayıları üzerine $\sum_{i=1}^{N} \mu_i = 0$ kısıtı konulmaktadır. Bu kısıtlama, gölge değişken tuzağından ya da tam çoklu doğrusallıktan kaçınmak için kullanılmaktadır. Aslında sadece β ve $(\alpha + \mu_i)$ için tahminler elde edilebilmektedir. Ancak yalnızca $\sum_{i=1}^{N} \mu_i = 0$ kısıtı koyulduğunda α ve μ_i ayrı ayrı tahmin

edilebilmektedir. N'in yeteri kadar geniş olduğu panellerde, (N-1) tane gölge değişken bulunduran regresyon uygun değildir. GDEKK sabit etkiler tahmincisi, yüksek serbestlik derecesi kaybına neden olmaktadır. (N-1) tane ilave parametre tahmin edilmektedir. Ayrıca çok fazla gölge değişken, bağımsız değişkenler arasındaki çoklu doğrusallık problemini ağırlaştırmaktadır. Ayrıca bu sabit etkiler tahmincisi, cinsiyet, ırk, din, eğitim gibi zamanla değişmeyen değişkenleri tahmin edememektedir. Zamanla değişmeyen değişkenler, ortalamadan arındırma dönüşümünde (Q dönüşümü) modelden düşmektedir. Zamanla değişmeyen değişkenlerin alternatif olarak birimlere ait gölge değişkenler yardımıyla ortaya konması durumunda, regresyon modeli başarıya ulaşamamakta ve tam çoklu doğrusallık sorunu ortaya çıkmaktadır. Model doğru kurulmuşsa, GDEKK tahmincisi, v_{it} ortalaması 0 ve varyans-kovaryans matrisi ${\sigma_v}^2 I_{NT}$ olan standart stokastik hata terimi olduğu sürece, en iyi doğrusal sapmasız tahmincidir. Sabit etkiler tahmincisi T→ ∞'a giderken tutarlıdır. Bununla birlikte, N→ ∞'a giderken T sabit ise, yalnızca β'ya ait tahminler tutarlı olurken, birim etkilerine $(\alpha + \mu_i)$ ait tahminler N genişledikçe arttığı için tutarlı olamamaktadır. Sabit etkiler modeli doğru model ise, regresyon parametrelerine ait HEKK tahminleri yanlı ve tutarsızdır. Bu durumda HEKK tahminleri, modelde birimlere ait gölge değişkenlere yer vermediği için ihmal edilen değişkenden kaynaklı yanlılığa maruz kalmaktadır (Baltagi, 2008).

Bağımlı ve bağımsız değişkenler hem zaman içinde hem de birimler arasında değişebilmektedir. Zaman içindeki ya da veri birimdeki değişim grup içi değişim olarak adlandırılırken, birimler arasındaki değişim gruplar arası değişim olarak adlandırılmaktadır. İki değişim arasındaki fark grup içi veya gruplar arası değişimin kullanımına göre tahmincinin farklılaşmasından kaynaklamaktadır (Cameron ve Triverdi, 2010, s.244).

Sabit etkiler modelinde β parametrelerinin tahmini, sabit etkilerin μ_i ortadan kaldırılmasını gerektirmektedir. Grup içi dönüşüm, değişkenleri zaman ortalamasından arındırmaktadır. Grup içi tahmincisi (GİT), ortalamadan arındırılmış veriye HEKK uygulamaktadır. Zamanla değişmeyen değişkenler grup içi dönüşüm sonucu 0 olacağı için, zamanla değişmeyen değişkenlere ilişkin katsayı tahminleri yapılamamaktadır. GİT, sabit etkiler modelinde tutarlı tahminler sağlamakta ve sıklıkla sabit etkiler tahmincisi olarak adlandırılmaktadır. GİT, rassal etkiler modelinde de etkindir. GİT her birime ait farklı sabit parametre tahmini yaparken, β tüm birimler için eşittir (Cameron ve Triverdi, 2010, s.257).

Gruplar arası tahmincisi, verideki yalnızca yatay kesit değişimlerini kullanmaktadır. Gruplar arası tahminci, sabit etkiler modelinde tutarsızken, rassal etkiler modelinde tutarlıdır. Birim etkilerinin ortalamasını alırsak gruplar arası model:

$$\overline{y_i} = \mu + \overline{x_i}'\beta + (\mu_i - \mu + \overline{v_i}) \quad (3.12)$$

Gruplar arası modele ilişkin HEKK tahmincisi gruplar arası tahmincidir. Tutarlılık varsayımı gereği $(\mu_i - \mu + \overline{v_i})$, x_{it}'lerle ilişkili değildir (Cameron ve Triverdi, 2010, s.260-261).

Sabit etkiler modelinde β'nın tutarlı tahminleri için birim etkilerinin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Sabit etkiler (grup içi) dönüşümü $(\widetilde{y_{it}} = y_{it} - \overline{y_i})$ birim etkilerini ortadan kaldıran tek dönüşüm değildir. Grup içi dönüşüm dışında bunu yapmanın bir diğer yolu ilk fark dönüşümüdür. İlk fark dönüşümü de $(\Delta y_{it} = y_{it} - y_{it-1})$ birim etkilerini ortadan kaldırmaktadır. İlk farkın alınması modelde μ_i'leri ortadan kaldırmakta, sabit etkiler modelinde β'nın tutarlı tahminlerini elde etmeyi sağlamaktadır. Genel olarak, hata terimi $v_{it} \sim (0, \sigma_v^2)$ bağımsız ve özdeş dağılıma sahip olduğunda sabit etkiler tahmincisi daha etkin iken, v_{it} rassal yürüyüşe sahip olduğunda ilk fark tahmincisi sabit etkiler tahmincisinden daha etkindir (Baltagi, 2008, s.16-17; Cameron ve Triverdi, 2010, s.269-270).

$$(y_{it} - y_{i,t-1}) = \left(x_{it} - x_{i,t-1}\right)'\beta + (v_{it} - v_{i,t-1}) \quad (3.13)$$

3.2.2.3. Rassal Etkiler Modeli

Bu bölümde panel veri analizinde kullanılan tahmin yöntemlerinden rassal etkiler modeli (random effects model) ve tahmincilerine ilişkin varsayımlar ve temel özellikleri incelenmektedir.

Sabit ve rassal etkiler modelleri arasındaki temel fark, sabit etkiler modelinin her bir ülkenin sabit parametrede farklılaştığını, rassal etkiler modelinin ise her bir ülkenin hata teriminde farklılaştığını varsaymasıdır. Rassal etkiler modelinde birim etkileri, bileşik hata teriminin $(u_{it} = \mu_i + v_{it})$ içinde yer almaktadır. Sabit etkiler modelinde çok fazla parametre bulunmakta, bu nedenle serbestlik derecesi kaybından kaçınmak için rassal etkiler modelinde μ_i'lerin tamamen rassal olduğu varsayılmaktadır. Rassal etkiler modelinde μ_i ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki olmadığı varsayılmaktadır. Rassal etkiler modeli, HEKK yöntemine benzer olarak μ_i'yi hata teriminin içine koymaktadır. $\mu_i' nin$ standart stokastik bir değişken olduğu varsayılmaktadır. Rassal etkiler modelinde, μ_i bağımsız ve özdeş dağılıma sahip, varyansı σ_μ^2 , v_{it} bağımsız ve özdeş dağılıma sahip ve varyansı σ_v^2 olan stokastik hata terimleridir $(\mu_i \sim \left(0, \sigma_\mu^2\right), v_{it} \sim (0, \sigma_v^2))$. Aynı zamanda μ_i, v_{it}'den bağımsızdır. İlave olarak, X_{it} tüm i ve t için μ_i ve v_{it}'den bağımsızdır $(E(v_{it}|x_i, \mu_i) = 0 \ ve \ E(\mu_i|x_i) = E(\mu_i) = 0)$. Ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerinin, bağımsız değişkenlerle ilişkili olması

durumunda rassal etkiler tahmincisi yanlı ve tutarsız olmaktadır. Rassal etkiler tahmincisi, genelleştirilmiş en küçük kareler (GEKK) tahmincisidir. Rassal etkiler tahmincisi, hem gruplar arası hem de grup içi dönüşümü birlikte kullanmaktadır. GEKK tahmincisi, grup içi ve gruplar arası tahmincilerin ağırlıklı ortalamasıdır. Rassal etkiler modeli, GEKK yapısında bileşik hata terimindeki ardışık bağımlılığı kullanmaktadır. Hata terimi ve açıklayıcı değişkenler arasındaki katı dışsallık varsayımı, GEKK tahmincisinin tutarlı olmasını sağlamaktadır. Rassal etkiler modelinin temel avantajı, modeldeki zamanla değişmeyen gölge değişkenler dahil tüm değişkenlere ilişkin parametre tahminlerinin elde edilmesidir (Wooldridge, 2002, s.257-262; Asteriou ve Hall, 2007, s.347-348; Baltagi, 2008, s.17-21; Cameron ve Triverdi, 2010, s.238-262).

Rassal etkiler modeli geniş popülasyonda N tane birimin rassal olarak seçilmesi durumunda uygun modeldir. Rassal etkiler modeli genellikle hanehalkı panel çalışmalarında kullanılmaktadır. Rassal etkiler modeli kullanılan çalışmalarda N genellikle geniştir ve sabit etkiler modeli yüksek serbestlik derecesi kaybına neden olmaktadır. Gözlenemeyen birimlere özgü etkinin rassal olduğu varsayılmakta ve popülasyona ait tahminler rassal olarak seçilmiş örneklemden elde edilmektedir (Baltagi, 2008, s.17).

Rassal etkiler modellerinde, μ_i'nin ve hata terimi v_{it}'nin bağımsız ve özdeş dağılıma sahip olduğu varsayımı altında esnek genelleştirilmiş en küçük kareler tahmincisi (EGEKK), rassal etkiler tahmincisidir. Rassal etkiler modelinin geçerli olması durumunda rassal etkiler tahmincisi tutarlıyken, sabit etkiler modelinin geçerli olması durumunda tutarsız olmaktadır. Birim etkilerine sahip rassal etkiler modeli;

$$y_{it} = x_{it}^{l}\beta + (\mu_i + v_{it}) \tag{3.14}$$

$u_{it} = \mu_i + v_{it}$ ve $\mu_i \sim (\mu, \sigma_\mu^2)$ ve $v_{it} \sim (0, \sigma_v^2)$

Bu durumda;

$var(u_{it}) = (\sigma_\mu^2 + \sigma_v^2),\ cov(u_{it},\ u_{is}) = \sigma_\mu^2, s \neq t$

$\rho_u = cor(u_{it},\ u_{is}) = \sigma_\mu^2/(\sigma_\mu^2 + \sigma_v^2)$, tüm $s \neq t$ için

Rassal etkiler modeli, hata terimlerindeki ardışık bağımlılığa izin vermektedir. Bileşik hata terimi ($u_{it} = \mu_i + v_{it}$), veri i için zaman içinde ilişkili olmaktadır ($cor(u_{it},\ u_{is}) = \sigma_\mu^2/(\sigma_\mu^2 + \sigma_v^2)$ tüm $s \neq t\ için$).

Hataların ilişkili olduğu modelde β için rassal etkiler tahmincisi, EGEKK tahmincisidir. Korelasyon, rassal etkinin stokastik hata terimine nispeten büyük olduğu durumlarda 1'e yaklaşmaktadır (σ_μ^2'nin σ_v^2'ye nispeten büyük olması) (Wooldridge, 2002; Cameron ve Triverdi, 2010, s.253).

Hatalarda değişen varyans (heteroskedastisite) ve birinci dereceden ardışık bağımlılık (AR(1)) bulunması durumunda, EGEKK tahmincisi hataların sabit varyansa sahip olduğu dönüştürülmüş model için HEKK tahmincisidir. Rassal etkiler tahmincisi, dönüştürülmüş modelden HEKK tahminiyle elde edilebilmektedir:

$$\left(y_{it} - \widehat{\theta_\iota}\overline{y_\iota}\right) = \left(1 - \widehat{\theta_\iota}\right)\mu + \left(x_{it} - \widehat{\theta_\iota}\overline{x_\iota}\right)'\beta + \left\{\left(1 - \widehat{\theta_\iota}\right)\mu_i + \left(v_{it} - \widehat{\theta_\iota}\overline{v_\iota}\right)\right\} \quad (3.15)$$

$\widehat{\theta_\iota}$ 'nın tutarlı tahmini;

$$\theta_i = 1 - \sqrt{\sigma_v^2\left(T_i\sigma_\mu^2 + \sigma_v^2\right)} \quad (3.16)$$

Rassal etkiler modelinin varsayımlarının geçerliliği altında rassal etkiler tahmincisi tutarlı ve tamamen etkindir. Sabit etkiler modelinin geçerli olması durumunda tutarsız olmasının nedeniyse, μ_i'ler ile x_{it}'ler arasındaki korelasyonun, açıklayıcı değişkenler ile hata terimi arasında korelasyona neden olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca modelde herhangi bir sabit etki yokken hataların grup içi ilişki göstermesi durumunda rassal etkiler tahmincisi tutarlı ancak etkin değildir. Bu durumda kümelenmiş-dirençli standart hatalar elde edilmelidir.

Rassal etkiler tahmincisinin hem gruplar arası hem de grup içi dönüşümü birlikte kullanması, rassal etkiler tahmincisini HEKK tahmincisinin ($\widehat{\theta_\iota} = 0$) ve GİT'in ($\widehat{\theta_\iota} = 1$) özel durumu haline getirmektedir. Rassal etkiler tahmincisi, T'nin uzunluğu arttıkça ve σ_μ^2, σ_v^2'ye nispeten büyüdükçe GİT'e yaklaşmaktadır. Çünkü bu durumlarda $\widehat{\theta_\iota} \to 1$'e yaklaşmaktadır (Cameron ve Triverdi, 2010, s.261-262).

3.2.2.4. Tek Yönlü Hata Bileşen Modelinde Birim Etkilerinin Test Edilmesi

Ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerinin modelde yer alıp almaması tahminci seçimi ve tahminlerin etkinliği açısından önemlidir. Bu nedenle bu bölümde sadece ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerinin modelde yer aldığı tek yönlü hata bileşen modelinde birim etkilerinin test edilmesi incelenmektedir.

Tek yönlü hata bileşen modelinde birim etkilerinin testi, F testi kullanılarak tüm birimlere ait gölge değişkenlerin sıfıra eşit olup olmadığının ortak anlamlılık testidir. Hipotez testi;

$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \cdots = \mu_{N-1} = 0$, tüm birim etkilerinin sıfıra eşit olup olmamasının testidir. Birim etkilerinin testi, kısıtlı model HEKK'ya ilişkin artık kareleri toplamı (RRSS) ile kısıtsız model GDEKK'in artık kareleri toplamını (URSS) kullanan Chow testidir. N'in yeteri kadar geniş olduğu durumda, kısıtsız model için grup içi dönüşümü kullanan modelin artık kareleri toplamı kullanılabilmektedir. Bu durumda F istatistiği;

$$F_0 = \frac{(RRSS - URSS)/(N-1)}{URSS/(NT - N - K)} \sim F_{N-1,N(T-1)-K}$$

Yokluk hipotezinin reddedildiği durumda modelde birim etkileri anlamlı olmaktadır. Bu nedenle HEKK tahmincisi yanlı ve tutarsız olurken, tek yönlü sabit etkiler tahmincisi yansız ve tutarlı olmaktadır (Baltagi, 2008, s.15-17; Asteriou ve Hall, 2007, s.346-347).

3.2.2.5. İki Yönlü Hata Bileşen Regresyon Modeli

Gözlenemeyen ortak zaman etkilerinin modelde yer alıp almaması tahminlerin etkinliği açısından önemlidir. Modelde gözlenemeyen ortak zaman etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olması ve hem gözlenemeyen birim etkilerini hem de gözlenemeyen zaman etkilerini içeren iki yönlü modelin uygun model olması durumunda, regresyon katsayılarına ilişkin HEKK tahminleri yanlı ve tutarsız olmaktadır. HEKK, hem birime özgü hem de zamana özgü gözlenemeyen etkileri ihmal etmektedir. Aynı zamanda yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerini içeren tek yönlü sabit etkiler tahmincisi de ihmal edilen zaman etkileri nedeniyle yanlı olmaktadır. Bu nedenle bu bölümde modelde hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerini hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerini içeren iki yönlü hata bileşen modelleri incelenmektedir.

İki yönlü hata bileşen modeline göre sabit parametre hem birimler arasında hem de zaman içinde değişebilmektedir (Cameron ve Triverdi, 2010, s.238).

İki yönlü hata bileşen modelinde hata terimi (Baltagi, 2008, s.35-36);

$$u_{it} = \mu_i + \lambda_t + v_{it} \qquad i = 1, \ldots\ldots, N \quad t = 1, \ldots\ldots, T \tag{3.17}$$

μ_i gözlenemeyen birim etkilerini, λ_t gözlenemeyen zaman etkilerini ve v_{it} stokastik hata terimini göstermektedir. λ_t birimden birime değişmeyen ve regresyonda yer almayan zamana özgü etkileri göstermektedir. Vektör formunda yazarsak;

$$u = Z_\mu \mu + Z_\lambda \lambda + v \tag{3.18}$$

$Z_\lambda^{'} = l_N \otimes I_T$ λ_t'leri tahmin etmek için regresyonda bulunan zaman gölge değişkenleri matrisidir. $\lambda^{'} = (\lambda_1, \dots\dots, \lambda_T)$, $Z_\lambda Z_\lambda^{'} = J_N \otimes I_T$ ve Z_λ üzerine izdüşüm matrisidir. $Z_\lambda \left(Z_\lambda^{'} Z_\lambda\right)^{-1} Z_\lambda^{'} = \bar{J_N} \otimes I_T$ matrisi birimlere ait verilerin ortalamasını almaktadır. y, Z_λ matrisi üzerine regresyona sokulduğunda tahmin değerleri $(\bar{J_N} \otimes I_T) y$ ile verilmektedir.

Sabit etkiler modelinde μ_i ve λ_t tahmin edilebilen sabit parametrelerdir. Bu durumda model, hem birim hem de zaman etkilerini içeren iki yönlü hata bileşen modelini göstermektedir. X_{it} tüm i ve t için v_{it}'den bağımsızdır. Z_λ , $NT \times T$ boyutunda zaman gölge değişkenleri matrisidir. N'in geniş veya T'nin uzun olduğu modellerde çok fazla gölge değişken bulunmakta, bu durum yüksek serbestlik derecesi kaybına neden olmaktadır. Ayrıca bu durum bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantıya neden olabilmektedir. HEKK ile $(N + T + K - 1)$ boyutunda geniş bir matrisin tersini almak yerine grup içi dönüşüm yoluyla β'ya ait sabit etkiler tahmincisi elde edilebilmektedir:

$$Q = E_N \otimes E_T = I_N \otimes I_T - I_N \otimes \bar{J_T} - \bar{J_N} \otimes I_T + \bar{J_N} \otimes \bar{J_T} \tag{3.19}$$

$E_N = I_N - \bar{J_N}$ ve $E_T = I_T - \bar{J_T}$ iken, bu dönüşüm μ_i ve λ_t etkilerini ortadan kaldırmaktadır. GİT birime özgü veya zamanla değişmeyen değişkenleri Q dönüşümü yaparak ortadan kaldırmakta, bu nedenle bu değişkenleri tahmin edememektedir. İki yönlü modelin doğru model olması durumunda regresyon katsayılarına ilişkin HEKK tahminleri yanlı ve tutarsız olmaktadır. HEKK, hem birime özgü hem de zamana özgü gölge değişkenleri ihmal etmektedir. Tek yönlü model de ise zaman gölge değişkenleri bulunmadığından dolayı sadece gözlenemeyen ortak zaman etkileri ihmal edilmektedir. Modelde zaman etkileri istatistiksel olarak anlamlı ise tek yönlü sabit etkiler tahmincisi de ihmal edilen zaman etkileri nedeniyle yanlı olmaktadır (Baltagi, 2008, s.35-36).

3.2.2.6. İki Yönlü Hata Bileşen Modelinde Birim ve Zaman Etkilerinin Test Edilmesi

Bu bölümde hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerinin hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerinin yer aldığı iki yönlü hata bileşen modelinde birim ve zaman etkilerinin test edilmesi incelenmektedir.

Tek yönlü modelde olduğu gibi iki yönlü modelde de gölge değişkenlere ortak anlamlılık testi uygulanmaktadır (F testi). İlk durumda hem birimlere hem de zamana ait gölge değişkenlerin anlamlılığı birlikte test edilmektedir. $H_0: \mu_1 = \cdots = \mu_{N-1} = 0 \quad ve \quad \lambda_1 = \cdots = \lambda_{T-1} = 0$. Bu durumda kısıtlı modelin artık kareleri toplamı (RRSS) HEKK tahmincisinden

ve kısıtsız modelin artık kareleri toplamı (URSS) GİT'den (hem birim hem de ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü model) elde edilmektedir. Bu durumda F istatistiği;

$$F_1 = \frac{(RRSS-URSS)/(N+T-2)}{URSS/_{(N-1)(T-1)-K}} \underset{\sim}{H_0} F_{(N+T-2),(N-1)(T-1)-K}$$

İkinci durumda ortak zaman etkilerine izin verilirken birimlere ait gölge değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlılığı test edilmektedir. $H_2: \mu_1 = \cdots = \mu_{N-1} = 0 \quad ve \quad \lambda_t \neq 0$ için $t = 1, \ldots\ldots, T-1$. Bu durumda kısıtlı model sadece zaman etkilerine yer veren model olurken, kısıtsız model iki etkiye de sahip modeldir. Bu durumda F istatistiği;

$$F_2 \underset{\sim}{H_0} F_{(N-1),(N-1)(T-1)-K}$$

Son olarak birim etkilerine izin verilirken zaman gölge değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlılığı test edilmektedir. $H_3: \lambda_1 = \cdots = \lambda_{T-1} = 0 \;\; \mu_i \neq 0, \; i = 1, \ldots\ldots, (N-1)$. Bu durumda kısıtlı model sadece birim etkilerine yer veren model olurken, kısıtsız model iki etkiye de sahip modeldir. F istatistiği yukardaki gibi hesaplanmaktadır (Baltagi, 2008, s.36-37).

3.2.2.7. Hausman Testi

Bu bölümde sabit ve rassal etkiler tahmincileri arasında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmeyi sağlayan Hausman testi ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

Modelde birim etkilerinin sabit veya rassal olarak ele alınması önemlidir. Geniş N ve kısa T durumunda β parametresinin tahminlerinde önemli farklar meydana gelmektedir. Her bir birime ait az sayıda gözlemin bulunması durumunda, verinin en etkin şekilde kullanılması önemli hale gelmektedir. Örneklemdeki birimlerin tek tür olduğu, temel popülasyondan rassal olarak çekilmediği durumda sabit etkiler modelinin sezgisel olarak uygun model olması, özellikle N'nin ülkeleri, büyük şirketleri ya da endüstrileri temsil ettiği durumda mantıklıdır. Sabit etkiler modelleri belirli ülke, şirket veya endüstrilere ilişkin çıkarımlar yapmaya olanak sağlamaktadır. Örneklemde mevcut olan birimlerin etkilerine yönelik çıkarımlar yapmayı sağlamaktadır. Rassal etkiler modelinde ise örneklemdeki bazı bireylerin belirli değeri ile ilgilenilmemekte, belirli özelliklere sahip rastgele seçilmiş bireyler ile ilgilenilmektedir. Rassal etkiler modelleri, popülasyondaki belli birimlerden çok popülasyonun genel özellikleri ile ilgili çıkarımlar yapmaya olanak sağlamaktadır (Verbeek, 2004, s.351).

Hata bileşen regresyon modelinde kısıtlı varsayım $E(u_{it}|X_{it}) = 0'dır$. Varsayım, gözlenemeyen ve X_{it}'lerle ilişkili olabilen birim etkilerini (μ_i) barındıran hata terimi

varsayımı altında önemlidir. Örneğin gelir modelinde birim etkilerinin (μ_i) bireyin gözlenemeyen yeteneğini temsil ettiği durumda, birim etkileri regresyonun sağ tarafındaki eğitim değişkeni ile ilişkili olabilmektedir. Modelde açıklayıcı değişkenlerin gözlenemeyen birim etkileriyle ilişkili olması ($E(u_{it}|X_{it}) \neq 0$), rassal etkiler tahmincisinin (GEKK) $\tilde{\beta}_{GEKK}$ yanlı ve tutarsız olmasına neden olmaktadır. Grup içi dönüşümün birim etkilerini ortadan kaldırması nedeniyle sabit etkiler tahmincisi (GİT) $\tilde{\beta}_{\text{GiT}}$ yansız ve tutarlı olmaktadır (Baltagi, 2008, s.72-73).

Hausman (1978), yokluk hipotezi ($H_0: E(u_{it}|X_{it}) = 0$) X_{it} ve μ_i arasında ilişkinin bulunmadığı gösteren bir test geliştirmiştir. Hausman testinin temeli, sabit ve rassal etkiler tahmincilerinin kıyaslanmasına dayanmaktadır. Sabit etkiler tahmincisi (GİT) hem yokluk hipotezi hem de alternatif hipotez altında tutarlıyken, rassal etkiler tahmincisi (GEKK) yalnızca yokluk hipotezi altında tutarlı ve etkindir. GEKK tahmincisi sadece yokluk hipotezi altında en iyi doğrusal sapmasız, tutarlı ve asimptotik olarak etkin tahmincidir. Hausman testi sabit ve rassal etkiler tahmincilerinin anlamlı olarak farklı olup olmadığını test etmektedir. Bu nedenle Hausman istatistiği sabit ve rassal etkiler tahmincileri arasındaki fark olarak görülebilmektedir. Test istatistiği $\overset{\wedge}{q_1} = \overset{\wedge}{\beta_{GEKK}} - \widetilde{\beta_{GiT}}$'e dayanmaktadır. Yokluk hipotezi altında $p\lim \overset{\wedge}{q_1} = 0$ ve $cov\left(\overset{\wedge}{q_1}, \overset{\wedge}{\beta_{GEKK}}\right) = 0$'dır. Hausman istatistik değeri büyükse, iki tahminci arasındaki fark anlamlıdır. İki tahminci arasındaki fark anlamlı ise, yokluk hipotezi reddedilmektedir. İki tahmincinin farklı olmasının temel nedeni X_{it} ve μ_i arasında ilişki olmasından kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak Hausman testine göre birim etkileri ile X_{it} arasında korelasyon olmadığını ileri süren yokluk hipotezi reddediliyorsa, X_{it} ile μ_i'ler arasında ilişkiye izin veren sabit etkiler tahmincisi GİT ile rassal etkiler tahmincisi GEKK arasındaki fark önemlidir. Bu durumda sabit etkiler tahmincisi tutarlı, rassal etkiler tahmincisi tutarsızdır (Wooldridge, 2002, s.288-291; Verbeek, 2004, s.351-352; Asteriou ve Hall, 2007, s.348-349; Baltagi, 2008, s.72-81; Cameroon ve Triverdi, 2010, s.266-267).

3.2.2.8. Dirençli Tahminciler

Panel veri modellerinde ardışık bağımlılık ve değişen varyans gibi temel ekonometrik sorunların bulunmadığı varsayılmaktadır. Ancak bu sorunların varlığında, panel veri tahmincileri etkin ve tutarlı tahminler sağlayamamaktadır. Bu nedenle bu bölümde ardışık bağımlılık ve değişen varyans sorunları altında, etkin ve tutarlı tahminler sağlayan dirençli (robust) tahminciler incelenmektedir.

Sabit ya da rassal etkiler tahmincileri, hata teriminin bağımsız ve özdeş dağılıma ($v_{it} \sim(0, \sigma_v^2)$) sahip olduğu varsayımına dayanmaktadır. Ancak bu varsayım panel uygulamalarında çoğunlukla sağlanamamaktadır. Değişen varyans ve ardışık bağımlılık, panel veri modellerinde önemli sorunlardır. Bu durumda birçok panel tahmincisi hala tutarlılığı sağlamakta (v_{it}'nin i'lerden bağımsız olmasını sağlayarak), ancak rapor edilen standart hatalar doğru olmamaktadır. Bu durumda dirençli varyans-kovaryans matrisine ihtiyaç duyulmaktadır (Wooldridge, 2002, s.274-276; Cameron ve Triverdi, 2010, s.239).

Arellano (1987), White (1980)'daki gibi genel bir varyans-kovaryans matrisine olanak sağlayarak GİT için standart hataların dirençli tahmincisini elde etmeye yarayan basit bir yöntem önermektedir. Her bir birim için panel eşitliği;

$$y_i = Z_i\delta + \mu_i l_T + v_i \tag{3.20}$$

y_i, T×1, $Z_i = [l_T, X_i]$, X_i (T×K), μ_i skalar, $\delta' = (\alpha, \beta')$, l_T, T boyutunda birler vektörü ve v_i (T×1)'dir. Genel olarak, $E(v_i v_i') = \Omega_i$, E_i pozitif belirli T boyutunda matristir. $E(v_i v_j') = 0 \quad i \neq j$ için varsayılmaktadır. T kısa ve N geniş varsayılmakta, asimptotik sonuçlar $N \to \infty$'a giderken ve T sabitken geçerli olmaktadır. Modelde grup içi dönüşüm gerçekleştirildiğinde;

$$\tilde{y_i} = \tilde{X_i}\beta + \tilde{v_i} \tag{3.21}$$

$\tilde{y} = Qy$,$\widetilde{X} = QX$ ve $\tilde{v} = Qv$ 'dir. $\tilde{y} = \left(\widetilde{y_1'}, \ldots., \widetilde{y_N'}\right)'$ ve $\tilde{y} = (I_T - \tilde{J}_T)y_i$. White (1980) tarafından tanımlandığı gibi bu sistem üzerinde dirençli EKK uygulandığında, her bir eşitlik için eşit β kısıtı altında, tahmincinin β tahminine ait asimptotik dağılımı:

$$N^{1/2}(\tilde{\beta} - \beta) \sim N(0, M^{-1}VM^{-1}) \tag{3.22}$$

Bu durumda β'ya ait dirençli asimptotik varyans-kovaryans matrisi denklem 3.23'ün tahminiyle elde edilmektedir.

$$var(\tilde{\beta}) = (\tilde{X}'\tilde{X})^{-1}\left[\sum_{i=1}^{N} \tilde{X}_i'\tilde{u}_i\tilde{u}_i'\tilde{X}_i\right](\tilde{X}'\tilde{X})^{-1} \tag{3.23}$$

Hansen (2007) sabit etkiler tahmincisinin özelliklerini incelemiş, varyans-kovaryans matrisinin yalnızca N genişken değil aynı zamanda T uzunken de dirençli olduğunu göstermiştir. Çalışmaya göre $N \to \infty$'a giderken dirençli standart hatalara dayalı testler N ve T'nin nispi büyüklüğünden bağımsız olarak tutarlıdır (Baltagi, 2008, s.16).

3.3. Uygulama Sonuçları

Çalışmada öncelikle birim ve zaman etkilerinin modeldeki anlamlılığı temel model üzerinden test edilmiştir. Birim ve zaman etkilerine yönelik F testi sonuçları, modelde hem birim hem de zaman etkilerinin anlamlı olduğunu, uygun modelin iki yönlü (hem zaman hem birim etkilerini içeren) model olduğunu göstermektedir[63]. Büyüme modellerinde ülkeler arasında gözlenemeyen etkileri barındıran sabit etkiler modelleri kullanılmaktadır. Sabit ve rassal etkiler tahmincilerinin anlamlı olarak farklı olup olmadığını test eden Hausman testi sonuçları, modelde sabit ve rassal etkiler tahmincileri arasındaki farkın önemli olduğunu göstermektedir. Hausman testi sonuçlarına göre modelde sabit etkiler tahmincisi tutarlıyken, rassal etkiler tahmincisi tutarsızdır[64]. Ayrıca ardışık bağımlılık ve değişen varyans testleri sonuçları, modelde değişen varyans ve ardışık bağımlılık sorunu olduğunu göstermektedir. Bu nedenle çalışmada ardışık bağımlılık ve değişen varyans altında tutarlı tahminler yapmayı sağlayan ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmaktadır[65]. Çalışmada karşılaştırma sağlamak amacıyla havuzlanmış en küçük kareler yöntemi, tek yönlü birim etkilerine sahip sabit etkiler modeli ve iki yönlü hem birim hem de zaman etkilerini barındıran sabit etkiler modeli kullanılmaktadır. Bulgular, hem yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerini bulunduran tek yönlü sabit etkiler modeli, hem de birim ve zaman etkilerini bir arada bulunduran iki yönlü sabit etkiler modeli sonuçları temelinde yorumlanmaktadır.

Temel büyüme modeli sonuçları, kontrol değişkenlerin işaretlerinin beklenenle aynı yönde olduğunu göstermektedir. Ekonomik büyümeyi, başlangıç gelir düzeyi, kamu harcamaları ve nüfus artışı negatif, beşeri sermaye seviyesi, yatırım oranı ve ticari açıklık pozitif etkilemektedir. Modelde ayrıca 2008 küresel finans krizini kontrol etmek için kriz gölge değişkeni kullanılmaktadır. Kriz değişkeni istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işarete sahiptir (Tablo 3.1).

---

[63] HEKK modelini, ülkeler arasında gözlenemeyen hem birim hem de ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü modele karşı test ettiğimizde, F testi sonucu olasılık değeri p=0,000'dır. HEKK uygun model değildir. Yalnızca birim etkilere ve yalnızca ortak zaman etkilerine sahip tek yönlü modelleri ayrı ayrı, iki yönlü hem birim hem zaman etkilerine sahip modele karşı test ettiğimizde F testi sonuçlarının olasılık değerleri p=0,000'dır. Sonuçlara göre uygun model iki yönlü modeldir. Modelde hem birim hem de zaman etkilerinin birlikte bulunması gerekmektedir.

[64] Hausman testi sonuçlarına göre test istatistiği olasılık değeri p=0,000'dır. Sonuçlara göre yokluk hipotezi reddedilmektedir. Sonuçlar modelde sabit ve rassal etkiler tahmincileri arasındaki farkın önemli olduğunu göstermektedir. Modelde sabit etkiler tahmincisi tutarlıyken, rassal etkiler tahmincisi tutarsızdır.

[65] Değişen varyans testi, Green tarafından geliştirilen sabit etkiler modellerinde değişen varyans için düzeltimiş Wald testidir (LM testine dayalıdır). Test istatistiği chi2(80)=4421,29 ve Prob > chi2=0,000. Test sonuçları modelde değişen varyans sorunu olduğunu göstermektedir. Ardışık bağımlılık, Bhargava vd. (1982) tarafından geliştirilen düzeltilmiş Durbin-Watson (DW=1,51) ve Baltagi ve Wu (1999) LBI (locally best invariant test-yerel en iyi değişmez testi) (1.60) testleri ile incelenmiştir. Sonuçlar, test istatistiği değerinin ikiden küçük olduğunu, modelde ardışık bağımlılık sorunu olduğunu göstermektedir. Bu durumda modelde ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmaktadır.

Tablo 3.1 kural-temelli finansal bütünleşme endeksi (KAOPEN) ve farklı sermaye akımlarının ekonomik büyümeye etkisini incelemektedir. Kural-temelli finansal bütünleşme endeksi (KAOPEN) katsayısı istatistiksel olarak 5 % düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Sonuçlara göre finansal bütünleşme seviyesinin yüksek olduğu ülkeler, finansal bütünleşme seviyesinin düşük olduğu ülkelere nispeten daha hızlı büyümektedir[66].

Finansal bütünleşmenin doğrudan büyümeye etkisine ilişkin sonuçlara göre akım şeklindeki doğrudan yabancı yatırım (DYY), doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri (DYY+PHS) toplamı, borç yükümlülükleri (BORÇ) ve toplam yükümlülükler (TOPLAM) ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Ancak ekonomik büyüme üzerindeki etki sermaye akımlarının türüne göre farklılaşmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, portföy hisse senedi ve borç yükümlülükleri karşılaştırıldığında ekonomik büyümeye en yüksek katkı sağlayan sermaye akımı türü, doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamıdır. Ekonomik büyümeye katkı sağlamada doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamını, doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri takip etmektedir. Borç yükümlükleri ise ekonomik büyümeye en az destek sağlayan sermaye türüdür[67].

Doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin ekonomik büyümeye etkisi, portföy hisse senedi yükümlülüklerini içermesi durumunda artmaktadır. Doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının ekonomik büyümeye etkisi, doğrudan yabancı

---

[66] Tablo 3.1'de yer alan *hem birim hem de zaman etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE2)* sonuçlarına göre finansal bütünleşme endeksi (KAOPEN) 5 % anlamlılık seviyesinde ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Örneklemde KAOPEN değişkenine ilişkin standart sapma 1,612269'dur. Bu durumda finansal bütünleşme seviyesindeki bir standart sapmalık artış ekonomik büyümeyi (0,00439*1,612269) 0,007 % arttırmaktadır.

[67] Tablo 3.1'de yer alan hem birim hem de zaman etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE2) sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payı (DYY) 10 % anlamlılık seviyesinde ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Örneklemde doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri değişkenine ilişkin standart sapma 0,0517496'dır. Bu durumda doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış ekonomik büyümeyi (0,0968*0,0517496) 0,005 % arttırmaktadır.

Tablo 3.1'de yer alan sabit etkiler modeli (SE2) sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payı (DYY+PHS) 1 % anlamlılık seviyesinde ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Örneklemde doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamı değişkenine ilişkin standart sapma 0,0814894'dür. Bu durumda doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış ekonomik büyümeyi (0,0933*0,0814894) 0,0076 % arttırmaktadır.

Tablo 3.1'de yer alan sabit etkiler modeli (SE2) sonuçlarına göre borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payı (BORÇ) 1 % anlamlılık seviyesinde ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Örneklemde borç yükümlülükleri toplamı değişkenine ilişkin standart sapma 0,1474567'dir. Bu durumda borç yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış ekonomik büyümeyi (0,0303*0,1474567) 0,004 % arttırmaktadır.

Sonuçlara göre sermaye akımları türlerinin GSYİH içindeki paylarında bir standart sapmalık artışın ekonomik büyüme üzerindeki etkileri karşılaştırıldığında, doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının ekonomik büyüme etkisi en yüksekken, bunu doğrudan yabancı yatırım ve borç yükümlülükleri takip etmektedir.

Tablo 3.1. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi (Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergesi ve Sermaye Akımları)

	Temel Model			Kural-Temelli Finansal Bütünleşme			DYY Yükümlülükleri (Akım)		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00433*	-0.0425***	-0.0469***	-0.00463**	-0.0447***	-0.0475***	-0.00538**	-0.0490***	-0.0541***
	(0.00177)	(0.00912)	(0.00949)	(0.00156)	(0.00940)	(0.00983)	(0.00164)	(0.00882)	(0.00954)
Beşeri S.	0.00798*	0.0386***	0.0137	0.00616	0.0282*	0.0114	0.00853**	0.0371**	0.0125
	(0.00331)	(0.0102)	(0.0134)	(0.00368)	(0.0110)	(0.0139)	(0.00308)	(0.0109)	(0.0136)
Yatırım	0.220***	0.218***	0.210***	0.225***	0.211***	0.202***	0.198***	0.176***	0.168***
	(0.0296)	(0.0339)	(0.0365)	(0.0305)	(0.0345)	(0.0364)	(0.0271)	(0.0331)	(0.0349)
Ticaret	0.00343	0.0301***	0.0211*	0.00203	0.0307***	0.0228**	-0.000101	0.0326***	0.0232**
	(0.00190)	(0.00856)	(0.00807)	(0.00207)	(0.00812)	(0.00764)	(0.00223)	(0.00915)	(0.00846)
Kamu H.	-0.0779**	-0.188**	-0.173**	-0.0836**	-0.196***	-0.183**	-0.0708**	-0.239***	-0.230***
	(0.0245)	(0.0573)	(0.0585)	(0.0251)	(0.0561)	(0.0567)	(0.0266)	(0.0403)	(0.0430)
Nüfus	-0.00623**	-0.00487	-0.00499	-0.00578**	-0.00451	-0.00472	-0.00716***	-0.00714***	-0.00717***
	(0.00191)	(0.00293)	(0.00291)	(0.00190)	(0.00298)	(0.00299)	(0.00178)	(0.00199)	(0.00194)
KAOPEN				0.00217*	0.00458***	0.00439**			
				(0.00108)	(0.00130)	(0.00130)			
DYY							0.112**	0.110*	0.0968*
							(0.0390)	(0.0435)	(0.0407)
Kriz	-0.0134***	-0.0130***	-0.0178*	-0.0140***	-0.0121***	0.0181*	-0.0145***	-0.0113***	0.0246**
	(0.00264)	(0.00283)	(0.00888)	(0.00261)	(0.00275)	(0.00854)	(0.00261)	(0.00299)	(0.00898)
Sabit	0.0107	0.247***	0.339***	0.0168	0.290***	0.352***	0.0230*	0.322***	0.419***
	(0.0132)	(0.0672)	(0.0797)	(0.0125)	(0.0682)	(0.0821)	(0.0110)	(0.0611)	(0.0773)
Düzeltilmiş R^2	0.173	0.128	0.187	0.179	0.137	0.194	0.182	0.157	0.220

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.1. (Devam) Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi (Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergesi ve Sermaye Akımları)

	DYY + PHS Yükümlülükleri (Akım)			Borç Yükümlülükleri (Akım)			Toplam Yükümlülükler (Akım)		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00566**	-0.0491***	-0.0542***	-0.00621***	-0.0494***	-0.0552***	-0.00622***	-0.0500***	-0.0552***
	(0.00167)	(0.00881)	(0.00949)	(0.00174)	(0.00920)	(0.00979)	(0.00174)	(0.00925)	(0.00981)
Beşeri S.	0.00900**	0.0360**	0.0120	0.00970**	0.0375***	0.0101	0.00941**	0.0359**	0.0105
	(0.00316)	(0.0107)	(0.0136)	(0.00337)	(0.0108)	(0.0146)	(0.00331)	(0.0106)	(0.0145)
Yatırım	0.200***	0.177***	0.168***	0.190***	0.173***	0.165***	0.191***	0.168***	0.161***
	(0.0272)	(0.0326)	(0.0346)	(0.0285)	(0.0316)	(0.0340)	(0.0280)	(0.0313)	(0.0338)
Ticaret	0.00189	0.0331***	0.0234**	0.00427*	0.0365***	0.0265**	0.00279	0.0344***	0.0249**
	(0.00220)	(0.00899)	(0.00832)	(0.00183)	(0.00920)	(0.00862)	(0.00193)	(0.00916)	(0.00860)
Kamu H.	-0.0711**	-0.237***	-0.227***	-0.0767**	-0.236***	-0.225***	-0.0745**	-0.233***	-0.223***
	(0.0263)	(0.0404)	(0.0431)	(0.0265)	(0.0427)	(0.0449)	(0.0267)	(0.0420)	(0.0442)
Nüfus	-0.00737***	-0.00724***	-0.00729***	-0.00779***	-0.00842***	-0.00827***	-0.00772***	-0.00857***	-0.00840***
	(0.00180)	(0.00197)	(0.00194)	(0.00185)	(0.00215)	(0.00210)	(0.00185)	(0.00213)	(0.00208)
DYY+PHS	0.0507	0.102***	0.0933***						
	(0.0272)	(0.0285)	(0.0269)						
BORÇ				0.0316***	0.0346***	0.0303***			
				(0.00724)	(0.00542)	(0.00676)			
TOPLAM							0.0280***	0.0356***	0.0315***
							(0.00778)	(0.00520)	(0.00604)
Kriz	-0.0140***	-0.0105***	0.0243**	-0.0133***	-0.0102***	-0.0119	-0.0133***	-0.00947**	0.0265**
	(0.00263)	(0.00300)	(0.00903)	(0.00270)	(0.00284)	(0.00967)	(0.00268)	(0.00288)	(0.00947)
Sabit	0.0241*	0.324***	0.419***	0.0294*	0.325***	0.432***	0.0297*	0.334***	0.433***
	(0.0112)	(0.0610)	(0.0770)	(0.0117)	(0.0636)	(0.0800)	(0.0118)	(0.0644)	(0.0800)
Düzeltilmiş R^2	0.178	0.160	0.224	0.188	0.168	0.228	0.189	0.172	0.232

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

yatırım yükümlülüklerinin etkisini aşmaktadır. Ancak doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülüklerinin borç yükümlülüklerini içerecek şekilde genişletilmesi durumunda (toplam yükümlülükler), toplam yükümlülükler içerisinde artan borç yükümlülükleri sermaye akımlarının ekonomik büyümeye pozitif etkisini düşürmektedir[68].

Sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, yurt içi tasarrufları temsil etmek için modelde bulunan yurt içi yatırımlar ile kıyaslandığında daha düşüktür. Yurt içi yatırımların ekonomik büyümeye katkısı, sermaye akımlarının ekonomik büyümeye katkısını aşmaktadır. Ekonomik büyümeyi desteklemede yurt içi tasarruflar, yurt dışı tasarruflardan daha önemlidir[69].

Sonuçlara göre doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi akımları ülkelerdeki ekonomik büyümeye en yüksek katkı sağlayan sermaye akımlarıdır. Borç yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içerisindeki artışı ise, sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini azaltmaktadır. Ancak sermaye akımları, ekonomik büyümeye yurt içi yatırımlardan daha düşük katkı sağlamaktadır. Bulgular, ekonomik büyümeyi desteklemede doğrudan yabancı yatırımların ve portföy hisse senedi yükümlülüklerinin önemini vurgulayan Gruben ve Mc Leod (1998), Reisen ve Soto (2001) ve Mody ve Murshid (2005) çalışmalarıyla tutarlıdır.

Tablo 3.2 farklı türdeki birikimli sermaye stoklarının ekonomik büyümeye etkisini göstermektedir. Birikimli sermaye stokları temelindeki analiz sonuçlarına bakıldığında, birikimli doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri stoku ekonomik büyümeyi negatif etkilerken, birikimli portföy hisse senedi yükümlülükleri stoku ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Ancak sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı değildir.

---

[68] Doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış ekonomik büyümeyi 0,0076 % arttırmaktadır. Doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülüklerinin borç yükümlülüklerini de içerecek şekilde genişletilmesi durumunda (toplam yükümlülükler) sermaye akımlarının ekonomik büyümeye etkisi azalmaktadır. Tablo 3.1'de yer alan sabit etkiler modeli (SE2) sonuçlarına göre toplam yükümlülüklerin GSYİH içindeki payı (TOPLAM) 1 % anlamlılık seviyesinde ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Örneklemde toplam yükümlülükler değişkenine ilişkin standart sapma 0,1841098'dir. Bu durumda toplam yükümlülüklerin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış ekonomik büyümeyi (0,0315*0,1841098) 0,0058 % arttırmaktadır. *Sonuçlara göre, doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülüklerinin borç yükümlülükleri ile genişletilmesi durumunda, toplam yükümlülükler içerisinde artan borç yükümlülükleri sermaye akımlarının ekonomik büyümeye etkisini azaltmaktadır.*

[69] Tablo 3.1'de yer alan temel modele ilişkin hem birim hem de zaman etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE2) sonuçlarına göre yatırımların GSYİH içindeki payı (YATIRIM) 1 % anlamlılık seviyesinde ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Örneklemde yatırım değişkenine ilişkin standart sapma 0,574396'dır. Bu durumda yatırımların GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış ekonomik büyümeyi (0,21*0,574396) 0,12 % arttırmaktadır. *Sonuçlara göre ekonomik büyümenin arttırılmasında yurt içi tasarruflar yurt dışı tasarruflardan daha önemlidir.*

Birikimli borç yükümlülükleri stoku, birikimli toplam yükümlülükler stoku ve birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stoku (BRÜT) ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Etkiler istatistiksel olarak 1 % düzeyinde anlamlıdır. Birikimli borç yükümlülükleri stokları ekonomik büyümeyi anlamlı olarak azaltmaktadır. Birikimli borç yükümlülükleri stokunun, birikimli doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi stoklarını içerecek şekilde genişletilmesi durumunda (birikimli toplam yükümlülük stoku), toplam yükümlülük stoklarının ekonomik büyüme üzerindeki daraltıcı etkisi artmaktadır. Ayrıca literatürde genellikle finansal bütünleşmeyi temsil etmek için kullanılan birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun da ekonomik büyümeye etkisi negatiftir[70].

Henry (2007), sermaye akımlarının kişi başına gelirdeki büyümeye etkisinin geçici olduğunu, gelir seviyesinde ise kalıcı artışlar meydana getirdiğini ileri sürmektedir. Henry (2007)'nin aksine sermaye akımlarının özellikle de doğrudan yabancı sermaye ve portföy hisse senedi yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmaktadır. Ancak inceleme döneminde sermaye akımlarının seviye etkisi Henry (2007)'nin ileri sürdüğü gibi büyüme etkisine nispeten daha yüksektir.

Tablo 3.3 ve Tablo 3.4 farklı sermaye akımları türlerinin gelir seviyesi üzerindeki etkisini göstermektedir[71]. Sonuçlara göre doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi ve borç yükümlülüklerinin gelir seviyesine etkisi, gelirdeki büyümeye etkisini aşmaktadır. Ayrıca ekonomik büyüme etkisi negatif ancak istatistiksel olarak anlamsız olan birikimli doğrudan yabancı yatırım stoku (DYY) ve doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamı stokunun (DYY+PHS) gelir seviyesine etkisi pozitif ve istatistiksel olarak 10 % düzeyinde anlamlıdır. Birikimli borç ve toplam yükümlülükler stokunun ise gelir seviyesi üzerinde etkisi bulunmamaktadır.

---

[70] Tablo 3.2'de yer alan sabit etkiler modeli (SE2) sonuçlarına göre birikimli borç yükümlülükleri stokunun GSYİH içindeki payı (BORÇ) 1 % anlamlılık seviyesinde büyümeyi negatif etkilemektedir. Örneklemde birikimli borç yükümlülükleri stoku değişkenine ilişkin standart sapma 0,8898066'dır. Bu durumda birikimli borç yükümlülükleri stokunun GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyümeyi (-0,00750*0,8898066) -0,0067 % azaltmaktadır.

Tablo 3.2'de yer alan sabit etkiler modeli (SE2) sonuçlarına göre birikimli toplam yükümlülükler stokunun GSYİH içindeki payı (TOPLAM) 1 % anlamlılık seviyesinde büyümeyi negatif etkilemektedir. Örneklemde birikimli toplam yükümlülükler stoku değişkenine ilişkin standart sapma 1,338473'dür. Bu durumda birikimli toplam yükümlülükler stokunun GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyümeyi (-0,00633*1,338473) - 0,0085 % azaltmaktadır.

Tablo 3.2'de yer alan sabit etkiler modeli (SE2) sonuçlarına göre birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun GSYİH içindeki payı (BRÜT) 1 % anlamlılık seviyesinde büyümeyi negatif etkilemektedir. Örneklemde birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stoku değişkenine ilişkin standart sapma 2,755437'dir. Bu durumda birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyümeyi (-0,00302*2,755437) - 0,0083 % azaltmaktadır.

[71] *Tablo 3.1-Tablo 3.2-Tablo 3.3 ve Tablo 3.4'de bulunan yalnızca birim etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE1) sonuçları sermaye akımlarının büyüme ve seviye etkilerini karşılaştırmaya olanak sağlamaktadır.*

Tablo 3.2. Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	DYY Yükümlülükleri (Stok)			PHS Yükümlülükleri (Stok)			DYY+PHS Yükümlülükleri (Stok)		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00433*	-0.0418***	-0.0465***	-0.00429*	-0.0429***	-0.0464***	-0.00427*	-0.0420***	-0.0459***
	(0.00177)	(0.00902)	(0.00952)	(0.00177)	(0.00924)	(0.00948)	(0.00176)	(0.00905)	(0.00947)
Beşeri S.	0.00803*	0.0388***	0.0113	0.00814*	0.0378***	0.0141	0.00816*	0.0379***	0.0120
	(0.00336)	(0.0102)	(0.0134)	(0.00332)	(0.0105)	(0.0139)	(0.00334)	(0.0104)	(0.0136)
Yatırım	0.218***	0.215***	0.204***	0.222***	0.228***	0.216***	0.221***	0.222***	0.210***
	(0.0311)	(0.0344)	(0.0372)	(0.0298)	(0.0352)	(0.0377)	(0.0306)	(0.0353)	(0.0378)
Ticaret	0.00414	0.0339**	0.0268*	0.00314	0.0282**	0.0209*	0.00344	0.0305**	0.0245*
	(0.00308)	(0.0114)	(0.0108)	(0.00200)	(0.00934)	(0.00880)	(0.00260)	(0.0107)	(0.0104)
Kamu H.	-0.0784**	-0.186**	-0.170**	-0.0804**	-0.188**	-0.172**	-0.0807**	-0.188**	-0.171**
	(0.0244)	(0.0575)	(0.0590)	(0.0246)	(0.0577)	(0.0584)	(0.0245)	(0.0575)	(0.0586)
Nüfus	-0.00627**	-0.00478	-0.00485	-0.00612**	-0.00484	-0.00493	-0.00613**	-0.00481	-0.00487
	(0.00192)	(0.00297)	(0.00296)	(0.00190)	(0.00291)	(0.00290)	(0.00190)	(0.00293)	(0.00292)
DYY	-0.00131	-0.00463	-0.00714						
	(0.00298)	(0.00529)	(0.00484)						
PHS				-0.0000453	0.00751	0.00236			
				(0.00234)	(0.00714)	(0.00736)			
DYY+PHS							-0.000432	-0.000105	-0.00274
							(0.00160)	(0.00369)	(0.00343)
Kriz	-0.0132***	-0.0126***	0.0252**	-0.0135***	-0.0132***	0.0222*	-0.0134***	-0.0131***	0.0244*
	(0.00259)	(0.00277)	(0.00905)	(0.00262)	(0.00283)	(0.00925)	(0.00260)	(0.00280)	(0.00930)
Sabit	0.0108	0.240***	0.338***	0.0100	0.252***	0.332***	0.00993	0.243***	0.331***
	(0.0133)	(0.0669)	(0.0802)	(0.0133)	(0.0676)	(0.0789)	(0.0132)	(0.0666)	(0.0792)
Düzeltilmiş R^2	0.173	0.129	0.188	0.177	0.132	0.190	0.177	0.131	0.190

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.2.(Devam) Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Borç Yükümlülükleri (Stok)			Toplam Yükümlülükler (Stok)			Brüt Varlık-Yükümlülük (Stok)		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00372*	-0.0418***	-0.0464***	-0.00382*	-0.0399***	-0.0452***	-0.00374*	-0.0390***	-0.0440***
	(0.00176)	(0.00898)	(0.00944)	(0.00176)	(0.00907)	(0.00952)	(0.00181)	(0.00915)	(0.00947)
Beşeri S.	0.00715*	0.0420***	0.0160	0.00779*	0.0412***	0.0121	0.00763*	0.0400***	0.0112
	(0.00332)	(0.00984)	(0.0128)	(0.00334)	(0.00994)	(0.0126)	(0.00341)	(0.00996)	(0.0127)
Yatırım	0.204***	0.194***	0.186***	0.210***	0.195***	0.184***	0.214***	0.199***	0.187***
	(0.0312)	(0.0347)	(0.0370)	(0.0317)	(0.0353)	(0.0378)	(0.0322)	(0.0358)	(0.0381)
Ticaret	0.00684**	0.0323***	0.0234*	0.00671*	0.0390***	0.0304***	0.00589*	0.0379***	0.0298***
	(0.00238)	(0.00942)	(0.00888)	(0.00263)	(0.00885)	(0.00827)	(0.00273)	(0.00903)	(0.00838)
Kamu H.	-0.0771**	-0.176**	-0.161**	-0.0815***	-0.178**	-0.161**	-0.0824***	-0.178**	-0.161**
	(0.0234)	(0.0560)	(0.0572)	(0.0235)	(0.0566)	(0.0578)	(0.0240)	(0.0564)	(0.0576)
Nüfus	-0.00601**	-0.00353	-0.00370	-0.00607**	-0.00365	-0.00370	-0.00609**	-0.00390	-0.00391
	(0.00191)	(0.00295)	(0.00294)	(0.00191)	(0.00300)	(0.00298)	(0.00193)	(0.00299)	(0.00297)
BORÇ	-0.00407**	-0.00774***	-0.00750***						
	(0.00122)	(0.00167)	(0.00159)						
TOPLAM				-0.00233**	-0.00599***	-0.00633***			
				(0.000869)	(0.00120)	(0.00116)			
BRÜT							-0.000866*	-0.00265***	-0.00302***
							(0.000410)	(0.000692)	(0.000798)
Kriz	-0.0128***	-0.0127***	-0.0158	-0.0126***	-0.0123***	0.0279**	-0.0128***	-0.0124***	0.0274**
	(0.00248)	(0.00258)	(0.00876)	(0.00254)	(0.00263)	(0.00877)	(0.00259)	(0.00269)	(0.00885)
Sabit	0.0112	0.239***	0.334***	0.00966	0.222**	0.328***	0.00812	0.216**	0.319***
	(0.0132)	(0.0662)	(0.0792)	(0.0133)	(0.0671)	(0.0797)	(0.0134)	(0.0679)	(0.0793)
Düzeltilmiş R^2	0.179	0.142	0.200	0.181	0.142	0.202	0.182	0.140	0.202

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.3. Finansal Bütünleşmenin Gelir Seviyesine Etkisi (Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergesi ve Sermaye Akımları)

	Temel Model			Kural-Temelli Finansal Bütünleşme			DYY Yükümlülükleri (Akım)		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Beşeri S.	1.713***	0.666***	0.247	1.494***	0.624***	0.244	1.686***	0.674***	0.248
	(0.169)	(0.0977)	(0.140)	(0.178)	(0.108)	(0.145)	(0.176)	(0.102)	(0.145)
Yatırım	1.082	0.648*	0.574	1.171	0.604	0.533	0.293	0.446	0.388
	(1.375)	(0.308)	(0.332)	(1.235)	(0.320)	(0.342)	(1.266)	(0.300)	(0.321)
Ticaret	0.338*	0.228***	0.156*	0.261	0.223***	0.159*	0.377*	0.199**	0.142*
	(0.163)	(0.0647)	(0.0705)	(0.155)	(0.0640)	(0.0699)	(0.189)	(0.0677)	(0.0702)
Kamu H.	6.148***	0.211	0.285	6.075***	0.216	0.302	6.221***	-0.193	-0.150
	(1.625)	(0.515)	(0.545)	(1.486)	(0.508)	(0.550)	(1.689)	(0.461)	(0.478)
Nüfus	-0.329**	0.0130	0.0106	-0.301**	0.0104	0.00879	-0.363**	0.000721	-0.00179
	(0.107)	(0.0182)	(0.0173)	(0.107)	(0.0176)	(0.0173)	(0.106)	(0.0155)	(0.0153)
KAOPEN				0.145*	0.0165	0.00928			
				(0.0635)	(0.0120)	(0.0127)			
DYY							-0.593	0.397*	0.130
							(1.280)	(0.196)	(0.143)
Kriz	-0.310***	0.0683***	0.320***	-0.317***	0.0688***	0.310***	-0.284***	0.0818***	0.344***
	(0.0571)	(0.0181)	(0.0739)	(0.0562)	(0.0177)	(0.0789)	(0.0618)	(0.0155)	(0.0720)
Sabit	3.388***	6.296***	7.192***	3.850***	6.397***	7.200***	3.665***	6.438***	7.344***
	(0.488)	(0.264)	(0.325)	(0.452)	(0.290)	(0.341)	(0.481)	(0.261)	(0.329)
Düzeltilmiş R^2	0.749	0.521	0.565	0.760	0.526	0.564	0.758	0.558	0.604

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.3. (Devam) Finansal Bütünleşmenin Gelir Seviyesine Etkisi (Kural-Temelli Finansal Bütünleşme Göstergesi ve Sermaye Akımları)

	DYY + PHS Yükümlülükleri (Akım)			Borç Yükümlülükleri (Akım)			Toplam Yükümlülükler (Akım)		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Beşeri S.	1.670***	0.675***	0.247	1.660***	0.678***	0.242	1.653***	0.673***	0.244
	(0.177)	(0.102)	(0.146)	(0.171)	(0.103)	(0.145)	(0.172)	(0.103)	(0.146)
Yatırım	0.302	0.456	0.389	0.0634	0.456	0.379	0.111	0.440	0.370
	(1.278)	(0.297)	(0.320)	(1.255)	(0.300)	(0.322)	(1.261)	(0.301)	(0.323)
Ticaret	0.312	0.205**	0.143*	0.334	0.217**	0.146*	0.302	0.211**	0.143*
	(0.196)	(0.0671)	(0.0696)	(0.174)	(0.0690)	(0.0701)	(0.180)	(0.0689)	(0.0698)
Kamu H.	6.298***	-0.191	-0.147	6.074***	-0.186	-0.134	6.143***	-0.178	-0.132
	(1.673)	(0.460)	(0.479)	(1.641)	(0.450)	(0.471)	(1.636)	(0.451)	(0.472)
Nüfus	-0.361**	0.000644	-0.00190	-0.363**	-0.00268	-0.00426	-0.361**	-0.00318	-0.00437
	(0.107)	(0.0156)	(0.0153)	(0.106)	(0.0162)	(0.0156)	(0.107)	(0.0160)	(0.0155)
DYY+PHS	0.663	0.285*	0.112						
	(0.589)	(0.138)	(0.0904)						
BORÇ				0.729***	0.0861*	0.0614			
				(0.194)	(0.0425)	(0.0338)			
TOPLAM							0.593***	0.0914*	0.0594
							(0.144)	(0.0399)	(0.0311)
Kriz	-0.289***	0.0838***	0.344***	-0.266***	0.0838***	0.346***	-0.272***	0.0859***	0.346***
	(0.0596)	(0.0157)	(0.0720)	(0.0594)	(0.0150)	(0.0716)	(0.0589)	(0.0151)	(0.0717)
Sabit	3.695***	6.430***	7.344***	3.787***	6.423***	7.356***	3.787***	6.439***	7.355***
	(0.483)	(0.261)	(0.329)	(0.479)	(0.263)	(0.329)	(0.484)	(0.265)	(0.330)
Düzeltilmiş R^2	0.758	0.557	0.604	0.762	0.557	0.605	0.761	0.559	0.605

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.4. Finansal Bütünleşmenin Gelir Seviyesine Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	DYY Yükümlülükleri (Stok)			PHS Yükümlülükleri (Stok)			DYY+PHS Yükümlülükleri (Stok)		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Beşeri S.	1.715***	0.653***	0.257	1.664***	0.656***	0.263	1.682***	0.651***	0.268
	(0.173)	(0.0984)	(0.141)	(0.171)	(0.0992)	(0.143)	(0.174)	(0.100)	(0.144)
Yatırım	1.049	0.717*	0.598	1.251	0.737*	0.624	1.340	0.764*	0.628
	(1.430)	(0.314)	(0.334)	(1.381)	(0.315)	(0.338)	(1.425)	(0.319)	(0.339)
Ticaret	0.358	0.148	0.130	0.267	0.185*	0.136	0.198	0.131	0.115
	(0.245)	(0.0848)	(0.0860)	(0.184)	(0.0710)	(0.0725)	(0.234)	(0.0832)	(0.0835)
Kamu H.	6.136***	0.176	0.275	6.144***	0.183	0.266	6.228***	0.161	0.260
	(1.637)	(0.509)	(0.543)	(1.593)	(0.509)	(0.543)	(1.606)	(0.508)	(0.544)
Nüfus	-0.330**	0.0111	0.00992	-0.322**	0.0117	0.00962	-0.320**	0.0103	0.00902
	(0.104)	(0.0174)	(0.0168)	(0.106)	(0.0179)	(0.0172)	(0.106)	(0.0175)	(0.0169)
DYY	-0.0357	0.0945*	0.0323						
	(0.254)	(0.0465)	(0.0441)						
PHS				0.424	0.132*	0.0686			
				(0.240)	(0.0657)	(0.0508)			
DYY+PHS							0.197	0.0821*	0.0364
							(0.140)	(0.0318)	(0.0292)
Kriz	-0.305***	0.0589**	0.307***	-0.335***	0.0649***	0.307***	-0.351***	0.0578**	0.301***
	(0.0739)	(0.0182)	(0.0780)	(0.0565)	(0.0181)	(0.0791)	(0.0643)	(0.0180)	(0.0814)
Sabit	3.390***	6.354***	7.181***	3.469***	6.323***	7.157***	3.413***	6.359***	7.158***
	(0.484)	(0.265)	(0.327)	(0.492)	(0.265)	(0.332)	(0.491)	(0.266)	(0.332)
Düzeltilmiş R^2	0.749	0.528	0.566	0.755	0.532	0.570	0.752	0.534	0.569

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.4. (Devam) Finansal Bütünleşmenin Gelir Seviyesine Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Borç Yükümlülükleri (Stok)			Toplam Yükümlülükler (Stok)			Brüt Varlık- Yükümlülük (Stok)		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Beşeri S.	1.703***	0.666***	0.248	1.683***	0.662***	0.250	1.653***	0.653***	0.252
	(0.169)	(0.0976)	(0.139)	(0.171)	(0.0997)	(0.140)	(0.171)	(0.101)	(0.141)
Yatırım	1.764	0.644*	0.563	1.767	0.701*	0.582	2.067	0.744*	0.618
	(1.416)	(0.304)	(0.328)	(1.443)	(0.309)	(0.331)	(1.434)	(0.315)	(0.337)
Ticaret	0.174	0.228***	0.157*	0.117	0.211**	0.153*	-0.0543	0.194**	0.141
	(0.194)	(0.0646)	(0.0698)	(0.229)	(0.0684)	(0.0705)	(0.257)	(0.0707)	(0.0723)
Kamu H.	5.938***	0.213	0.291	6.060***	0.180	0.274	6.029***	0.165	0.265
	(1.592)	(0.519)	(0.548)	(1.584)	(0.520)	(0.552)	(1.519)	(0.517)	(0.552)
Nüfus	-0.330**	0.0132	0.0112	-0.323**	0.0103	0.00964	-0.309**	0.00835	0.00806
	(0.107)	(0.0184)	(0.0173)	(0.107)	(0.0183)	(0.0171)	(0.102)	(0.0181)	(0.0170)
BORÇ	0.185*	-0.00124	-0.00350						
	(0.0709)	(0.0119)	(0.0109)						
TOPLAM				0.140*	0.0111	0.00140			
				(0.0639)	(0.0101)	(0.0100)			
BRÜT							0.116**	0.0114*	0.00493
							(0.0415)	(0.00543)	(0.00604)
Kriz	-0.328***	0.0684***	0.321***	-0.352***	0.0657***	0.323***	-0.378***	0.0627**	0.315***
	(0.0646)	(0.0181)	(0.0744)	(0.0657)	(0.0183)	(0.0773)	(0.0566)	(0.0184)	(0.0784)
Sabit	3.270***	6.296***	7.191***	3.315***	6.301***	7.184***	3.374***	6.326***	7.185***
	(0.469)	(0.264)	(0.325)	(0.474)	(0.267)	(0.327)	(0.472)	(0.270)	(0.328)
Düzeltilmiş R^2	0.756	0.521	0.566	0.756	0.524	0.568	0.768	0.524	0.565

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Ancak büyüme etkisi negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olan birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun gelir seviyesine etkisi istatistiksel olarak anlamlı ve pozitiftir. Bulgular, inceleme döneminde sermaye akımlarının gelir seviyesine etkisinin, büyümeye etkisini aştığını göstermektedir. Sermaye akımlarının kişi başına gelirdeki büyümeye nispeten kişi başına gelir seviyesi üzerinde anlamlı etkileri bulunmaktadır[72].

Analizde ayrıca sermaye akımlarının alt dönemlere ve ülke gruplarına göre ekonomik büyümeye etkileri de detaylı olarak incelenmiştir (Bknz Tablo 3.5-3.10). Sermaye akımlarının etkileri, inceleme dönemine ve ülke gruplarına göre değişmektedir[73].

1984-1989 alt döneminde, örneklemdeki tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi pozitiftir (Tablo 3.5). Gelişmiş ülkelerdeki etki, gelişmekte olan ülkelerden daha yüksek, ancak gelişmiş ülkelerdeki etki istatistiksel olarak anlamsızdır[74]. Ülke gruplarına bakıldığında, 1984-1989 döneminde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi yalnızca Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde ve Latin Amerika ülkelerinde

---

[72] Tablo 3.3'de yer alan yalnızca birim etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE1) sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payı (DYY) 10 % anlamlılık düzeyinde gelir seviyesini pozitif etkilemektedir. Örneklemde doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri değişkenine ilişkin standart sapma 0,0517496'dır. Bu durumda doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış gelir seviyesini (0,397*0,0517496) 0,0205 % arttırmaktadır. Tablo 3.1'de yer alan yalnızca birim etkileri içeren sabit etkiler modeli (SE1) sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payı (DYY) 10 % anlamlılık düzeyinde büyüme oranını pozitif etkilemektedir. Bu durumda doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,11*0,0517496) 0,0057 % arttırmaktadır.

Tablo 3.3'de yer alan yalnızca birim etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE1) sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payı (DYY+PHS) 10 % anlamlılık düzeyinde gelir seviyesini pozitif etkilemektedir. Örneklemde doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamı değişkenine ilişkin standart sapma 0,0814894'dür. Bu durumda doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış gelir seviyesini (0,285*0,0814894) 0,023 % arttırmaktadır. Tablo 3.1'de yer alan yalnızca birim etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE1) sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payı (DYY+PHS) 1 % anlamlılık düzeyinde büyüme oranını pozitif etkilemektedir. Bu durumda doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyümeyi (0,102*0,0814894) 0,008 % arttırmaktadır.

Tablo 3.3'de yer alan yalnızca birim etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE1) sonuçlarına göre borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payı (BORÇ) 10 % anlamlılık düzeyinde gelir seviyesini pozitif etkilemektedir. Örneklemde borç yükümlülükleri toplamı değişkenine ilişkin standart sapma 0,1474567'dir. Bu durumda borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış gelir seviyesini (0,0861*0,1474567) 0,013 % arttırmaktadır. Tablo 3.1'de yer alan yalnızca birim etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE1) sonuçlarına göre sonuçlarına göre borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payı (BORÇ) 1 % anlamlılık düzeyinde büyüme oranını pozitif etkilemektedir. Bu durumda borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyümeyi (0,0346*0,1474567) 0,005 % arttırmaktadır. *Sonuçlara göre doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi ve borç yükümlülüklerinin gelir seviyesine etkisi, gelirdeki büyümeye etkisini aşmaktadır.*

[73] *Tablo 3.5-Tablo 3.10'da bulunan yalnızca birim etkilerini içeren sabit etkiler modeli (SE1) sonuçları sermaye akımlarının büyüme etkilerinin dönemler ve ülke grupları arasında karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır.*

[74] Tablo 3.5'deki SE1 modeline göre 1984-1989 döneminde örneklemdeki tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,598*0,171967) 0,10 % arttırmaktadır. SE1 modeline göre 1984-1989 döneminde gelişmiş ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,328*0,213854) 0,07 % arttırırken, gelişmekte olan ülkelerde (0,457*0,142184) 0,06 % arttırmaktadır.

istatistiksel olarak anlamlı ve pozitiftir. Ancak etki Latin Amerika ülkelerinde daha yüksektir[75]. Sonuçlar inceleme döneminde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin Doğu Asya ülkelerine nispeten Latin Amerika ülkelerinde daha yüksek olduğunu ortaya koyan Gruben ve Mc Leod (1998)'un bulgularını desteklemektedir.

1990-1994 döneminde ise doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi azalmaktadır. Bu dönemde doğrudan yabancı yatırımların gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeye etkisi bulunmamaktadır. 1990-1994 döneminde yalnızca Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde istatistiksel ve ekonomik olarak anlamlı pozitif etkisi bulunmaktadır. Asya, Rusya ve Brezilya krizlerinin yaşandığı Latin Amerika krizini takip eden 1995-1999 döneminde ise doğrudan yabancı yatırımların örneklemdeki tüm ülkelerde ve gelişmiş ülkelerde anlamlı, ancak önceki dönemlere nispeten daha düşük büyüme etkileri bulunmaktadır[76]. Etki Latin Amerika ülkelerinde negatif ancak istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu dönemde yalnızca Avrupa ve Merkezi Asya ülkelerinde doğrudan yabancı yatırımların anlamlı büyüme etkisi bulunmaktadır. 1990'lara genel olarak bakıldığında (1990-1999) örneklemdeki tüm ülkelerde ve gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların anlamlı büyüme etkisi bulunurken, gelişmekte olan ülkelerdeki etki anlamsızdır. Ayrıca bu dönemde gelişmiş ülkelerdeki etki gelişmekte olan ülkelere nispeten daha yüksektir. Bu dönemde Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde ve Latin Amerika ülkelerinde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Ancak etki Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde daha yüksektir[77].

Doğrudan yabancı yatırımların büyüme etkisi, 2000'li yıllarda daha da azalmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar 2000-2004 döneminde yalnızca Doğu Asya ve Pasifik ve Afrika

---

[75] Tablo 3.5'deki SE1 modeli sonuçları doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin Doğu Asya ve Latin Amerika ülkeleri arasında karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır. SE1 modeline göre 1984-1989 döneminde Doğu Asya ve Pasifik ülkelerindeki doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,426*0,03) 0,012 % arttırırken, Latin Amerika ülkelerinde (0,664*0,02) 0,013 % arttırmaktadır. SE2 modeli sonuçlarına göre ise Latin Amerika ülkelerinde etki (0,712*0,02) 0,014 %'dür.

[76] Tablo 3.5'deki SE1 modeline göre 1995-1999 döneminde örneklemdeki tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,198*0,03) 0,06 % arttırmaktadır.

[77] Tablo 3.5'deki SE1 modeline göre 1990-1999 döneminde örneklemdeki tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,239*0,0277) 0,0066 % arttırmaktadır. SE1 modeline göre 1990-1999 döneminde gelişmiş ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,194*0,0337) 0,006 % arttırırken, gelişmekte olan ülkelerde (0,159*0,024) 0,004 % arttırmaktadır.

Tablo 3.5'deki 1990-1999 dönemindeki SE1 modeli sonuçları doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin Doğu Asya ve Latin Amerika ülkeleri arasında karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır. SE1 modeline göre 1990-1999 döneminde Doğu Asya ve Pasifik ülkelerindeki doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,524*0,038) 0,02 % arttırırken, Latin Amerika ülkelerinde (0,221*0,03) 0,006 % arttırmaktadır.

ülkelerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı büyüme etkileri meydana getirmiştir. 2005-2010 döneminde doğrudan yabancı yatırımların hiçbir ülke grubunda anlamlı etkisi bulunmamaktadır. Bu dönemde Latin Amerika ülkelerinde etki negatif fakat istatistiksel olarak anlamsızdır. 2000-2010 döneminde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi yalnızca Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde ve Latin Amerika ülkelerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitiftir. Ancak etki Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde Latin Amerika ülkelerine nispeten daha yüksektir[78]. 1990-2010 döneminde ise tüm örneklemde etki istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifken, ülke grupları arasında yalnızca Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitiftir[79].

Bulgular, finansal bütünleşmenin ya da doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin 1980'lerde daha güçlü olduğunu ileri süren Arteta vd. (2001), Mody ve Murshid (2005) ve Bumann vd. (2013) ile tutarlıdır[80].

Tablo 3.6 doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini alt dönemlerde ve ülke gruplarına göre incelemektedir. Doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının etkisi de doğrudan yabancı yatırımlara benzer bir seyir izlemektedir. Etki 1984-1989 döneminde Latin Amerika ülkelerinde, Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinden daha yüksektir[81]. 1990-1994 döneminde etki örneklemdeki tüm ülkelerde anlamlı, ancak ülke grupları arasında anlamsızdır[82]. 1990'lar boyunca etki genel olarak Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde ve

[78] Tablo 3.5'deki SE1 modeline göre 2000-2004 döneminde örneklemdeki tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,117*0,04) 0,004 % arttırmaktadır.

[79] Tablo 3.5'deki 2000-2010 dönemindeki SE1 modeli sonuçları doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin Doğu Asya ve Latin Amerika ülkeleri arasında karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır. SE1 modeline göre 2000-2010 döneminde Doğu Asya ve Pasifik ülkelerindeki doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,156*0,08) 0,012 % arttırırken, Latin Amerika ülkelerinde (0,256*0,0266) 0,0068 % arttırmaktadır.

[80] Tablo 3.5'deki SE1 modeli sonuçları doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin dönemler arasında karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır. SE1 modeline göre örneklemdeki tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış 1984-1989 döneminde büyüme oranını 0,10 %, 1990-1999 döneminde 0,0066 % ve 2000-2004 döneminde 0,004 % arttırmaktadır. 2000-2010 döneminde etki 0,0029 % ancak istatistiksel olarak anlamsızdır. *Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisi zamanla azalmaktadır.*

[81] Tablo 3.6'daki SE1 modeline göre 1984-1989 döneminde örneklemdeki tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,571*0,189) 0,11 % arttırmaktadır. Tablo 3.6'daki 1984-1989 dönemindeki SE1 modeli sonuçları doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının ekonomik büyümeye etkisinin Doğu Asya ve Latin Amerika ülkeleri arasında karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır. SE1 modeline göre 1984-1989 döneminde Doğu Asya ve Pasifik ülkelerindeki doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,369*0,0334) 0,012 % arttırırken, Latin Amerika ülkelerinde (0,669*0,02) 0,013 % arttırmaktadır.

[82] Tablo 3.6'daki SE1 modeline göre 1990-1994 döneminde örneklemdeki tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış büyüme oranını (0,427*0,02) 0,009 % arttırmaktadır.

Avrupa ve Merkezi Asya ülkelerinde anlamlıdır. Etki 1980'lere nispeten, 1990'larda düşmektedir. Etki gelişmiş ülkelerde anlamlıyken, gelişmekte olan ülke gruplarında anlamsızdır. 2000'li yıllarda etki daha da azalmaktadır[83].

Tablo 3.7 ve 3.8 sırasıyla borç ve toplam yükümlülük akımlarının ekonomik büyümeye etkisini alt dönemlerde ve ülke grupları için incelemektedir. Borç ve toplam yükümlülük akımlarının ekonomik büyümeye etkisi alt dönemlerde ve ülke grupları arasında değişmektedir. Borç akımları 1984-1989 döneminde örneklemdeki tüm ülkelerde ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeye pozitif etki ederken, ülke grupları arasında yalnızca Latin Amerika'da anlamlı ve pozitif etkilidir. Borç akımlarının gelişmiş ülkelerdeki etkisi negatif ancak istatistiksel olarak anlamsızdır. 1980'lerde örneklemdeki tüm ülkelerde borç akımlarının ekonomik büyümeye katkısı doğrudan yabancı yatırım ve portföy yükümlülüklerine nispeten daha düşüktür. Ancak 1980'lerde önemli borç krizi yaşamış Latin Amerika ülkelerinde ise 1984-1989 döneminde sermaye akımları arasında büyümeye en çok katkı sağlayan borç akımlarıdır[84]. 1990'larda (1990-1999 dönemi) ise borç akımları örneklemdeki tüm ülkelerde büyümeye pozitif etki ederken, ülke grupları arasında yalnızca Asya ve Pasifik ülkelerinde anlamlıdır. Etki gelişmiş ülkelerde, gelişmekte olan ülkelere nispeten daha önemlidir[85].

Borç akımları, 2000-2010 döneminde örneklemdeki tüm ülkelerde büyümeye pozitif etki ederken, etki gelişmiş ülkelerde, gelişmekte olan ülkelere nispeten daha önemlidir. Bu dönemde (2000-2010) ülke grupları arasında Asya ve Pasifik ve Latin Amerika ülkelerinde borç akımlarının etkisi pozitif ve anlamlıdır. Borç akımlarının ve toplam yükümlülüklerin büyümeye etkisi Afrika ülkelerinde tüm dönemlerde negatif ancak istatistiksel olarak

---

[83] Tablo 3.6'daki SE1 modeli sonuçları doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının ekonomik büyümeye etkisinin dönemler arasında karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır. SE1 modeline göre örneklemdeki tüm ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış 1984-1989 döneminde büyüme oranını 0,11 %, 1990-1999 döneminde (0,26*0,048) 0,012 % ve 2000-2010 döneminde (0,0578*0,0976) 0,0056 % arttırmaktadır. *Doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamının büyüme üzerindeki etkisi zamanla azalmaktadır*.

[84] Tablo 3.7'deki SE1 modeli sonuçlarına göre örneklemdeki tüm ülkelerde borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış 1984-1989 döneminde büyüme oranını (0,0445*0,1782081) 0,0079 % arttırmaktadır. Aynı dönemde doğrudan yabancı yatırımlar büyüme oranını 0,10 %, doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamı 0,11 % arttırmaktadır.

Tablo 3.7'deki SE1 modeli sonuçlarına göre Latin Amerika ülkelerinde borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış 1984-1989 döneminde büyüme oranını (0,0412*0,3714286) 0,015 % arttırmaktadır. Aynı dönemde doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy hisse senedi yükümlülükleri toplamı büyüme oranını 0,013 % arttırmaktadır.

[85] Tablo 3.7'deki SE1 modeli sonuçlarına göre örneklemdeki tüm ülkelerde borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış 1990-1999 döneminde büyüme oranını (0,0971*0,0818639) 0,007 % arttırmaktadır. Tablo 3.7'deki SE1 modeli sonuçlarına göre etki gelişmiş ülkelerde (0,0810*0,1098312) 0,008 % iken, gelişmekte olan ülkelerde 0,005 %'tir. Asya ve Pasifik ülkelerinde ise (0,211*0,125642) 0,02 %'dir.

Tablo 3.5. Doğrudan Yabancı Yatırım Akımlarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	1984-1989		1990-1994		1995-1999		1990-1999	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.598*	0.545	0.332	0.272	0.198*	0.140	0.239**	0.190*
	(0.274)	(0.306)	(0.179)	(0.178)	(0.0988)	(0.103)	(0.0819)	(0.0825)
Gelişmiş Ülkeler	0.328	0.113	-0.0299	-0.102	0.243	0.149*	0.194*	0.136*
	(0.239)	(0.260)	(0.234)	(0.191)	(0.118)	(0.0658)	(0.0815)	(0.0538)
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.457	0.466	0.323	0.258	0.0555	-0.0231	0.159	0.114
	(0.365)	(0.374)	(0.230)	(0.230)	(0.162)	(0.169)	(0.123)	(0.118)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	0.426**	0.265	0.347*	0.308	0.543	0.184	0.524*	0.258
	(0.119)	(0.167)	(0.147)	(0.154)	(0.497)	(0.313)	(0.214)	(0.159)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.0450	0.0149	0.319	0.227	0.172**	0.127***	0.221**	0.141*
	(0.439)	(0.462)	(0.450)	(0.314)	(0.0530)	(0.0315)	(0.0746)	(0.0528)
Latin Amerika	0.664**	0.712***	0.303	0.150	-0.00108	-0.124	0.0306	0.0117
	(0.163)	(0.169)	(0.426)	(0.597)	(0.208)	(0.196)	(0.172)	(0.187)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	3.045	1.614	0.869	0.629	-0.292	-0.372	-0.114	-0.137
	(2.171)	(2.246)	(0.644)	(1.007)	(0.491)	(0.534)	(0.302)	(0.403)
Afrika	-1.090	-1.180	0.0936	0.0141	-0.0422	-0.0573	0.406	0.239
	(0.679)	(0.741)	(0.208)	(0.248)	(0.247)	(0.274)	(0.234)	(0.195)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.5. (Devam) Doğrudan Yabancı Yatırım Akımlarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	2000-2004		2005-2010		2000-2010		1990-2010	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.117**	0.129***	0.0440	0.0416	0.0527	0.0512	0.0786*	0.0704
	(0.0408)	(0.0301)	(0.0399)	(0.0352)	(0.0375)	(0.0351)	(0.0382)	(0.0356)
Gelişmiş Ülkeler	0.0669	0.0600*	0.0810	0.0686	0.0608	0.0534	0.0899*	0.0674*
	(0.0373)	(0.0287)	(0.0758)	(0.0491)	(0.0452)	(0.0324)	(0.0398)	(0.0323)
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.192	0.150	0.00866	-0.00270	0.0287	0.00645	0.0526	0.0333
	(0.105)	(0.107)	(0.0268)	(0.0301)	(0.0478)	(0.0393)	(0.0539)	(0.0473)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	0.177***	0.140**	0.116	0.0977	0.156*	0.110	0.280*	0.172*
	(0.0379)	(0.0384)	(0.112)	(0.114)	(0.0656)	(0.0585)	(0.0889)	(0.0546)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.0356	0.0734**	-0.00126	0.00327	-0.00634	0.0134	0.0204	0.0291
	(0.0338)	(0.0216)	(0.0204)	(0.0115)	(0.0122)	(0.00959)	(0.0219)	(0.0168)
Latin Amerika	0.0357	-0.126	0.00583	-0.0867	0.256*	0.0350	0.0562	0.0861
	(0.235)	(0.169)	(0.0753)	(0.111)	(0.0984)	(0.127)	(0.117)	(0.0932)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	0.206	0.252	0.0804	0.0952	0.138	0.101	0.0818	0.0164
	(0.187)	(0.290)	(0.111)	(0.138)	(0.0954)	(0.108)	(0.103)	(0.0978)
Afrika	0.257*	0.237	-0.0925	-0.102	0.116	0.0879	0.206	0.119
	(0.118)	(0.158)	(0.202)	(0.176)	(0.158)	(0.158)	(0.161)	(0.154)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.6. Doğrudan Yabancı Yatırım ve Portföy Hisse Senedi Akımları Toplamının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	1984-1989		1990-1994		1995-1999		1990-1999	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.571*	0.537	0.427*	0.382*	0.214***	0.176**	0.260***	0.234***
	(0.253)	(0.278)	(0.165)	(0.168)	(0.0560)	(0.0602)	(0.0616)	(0.0630)
Gelişmiş Ülkeler	0.203	0.109	0.203	0.226	0.195***	0.121***	0.196***	0.157***
	(0.177)	(0.174)	(0.212)	(0.198)	(0.0286)	(0.0257)	(0.0305)	(0.0240)
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.483	0.499	0.399	0.341	0.203	0.121	0.250	0.211
	(0.354)	(0.360)	(0.216)	(0.216)	(0.184)	(0.206)	(0.135)	(0.133)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	0.369*	0.278	0.490	0.395	0.201**	0.0465	0.326*	0.129
	(0.160)	(0.245)	(0.256)	(0.236)	(0.0629)	(0.0569)	(0.114)	(0.105)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.172	0.183	0.136	0.108	0.150***	0.118***	0.200**	0.119
	(0.235)	(0.245)	(0.295)	(0.211)	(0.0327)	(0.0265)	(0.0593)	(0.0568)
Latin Amerika	0.669***	0.720***	0.319	0.225	0.0637	-0.0793	0.114	0.0616
	(0.159)	(0.162)	(0.385)	(0.530)	(0.202)	(0.190)	(0.162)	(0.173)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	0.763	0.803	1.029	0.840	-0.160	-0.214	0.113	0.0730
	(1.505)	(1.987)	(0.574)	(1.132)	(0.378)	(0.476)	(0.337)	(0.441)
Afrika	-1.116	-1.185	0.157	0.0747	0.0150	-0.279	0.300	0.103
	(0.678)	(0.729)	(0.215)	(0.252)	(0.192)	(0.256)	(0.234)	(0.214)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.6. (Devam) Doğrudan Yabancı Yatırım ve Portföy Hisse Senedi Akımları Toplamının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	2000-2004		2005-2010		2000-2010		1990-2010	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.0725*	0.0761***	0.0427	0.0453*	0.0578**	0.0586**	0.0837**	0.0789**
	(0.0289)	(0.0207)	(0.0232)	(0.0198)	(0.0214)	(0.0200)	(0.0251)	(0.0235)
Gelişmiş Ülkeler	0.0396	0.0327	0.0337	0.0319	0.0421	0.0325	0.0714**	0.0507*
	(0.0295)	(0.0188)	(0.0343)	(0.0256)	(0.0227)	(0.0179)	(0.0217)	(0.0193)
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.217*	0.142	0.00849	0.00283	0.0300	0.00863	0.0802	0.0589
	(0.0997)	(0.107)	(0.0277)	(0.0302)	(0.0465)	(0.0390)	(0.0616)	(0.0546)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	0.0897***	0.0717***	0.0899	0.0843	0.0888*	0.0668	0.170*	0.102
	(0.0151)	(0.0133)	(0.0407)	(0.0424)	(0.0336)	(0.0310)	(0.0675)	(0.0529)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.0468	0.0661	-0.0108	0.00273	0.00312	0.0141*	0.0297*	0.0253*
	(0.0266)	(0.0316)	(0.0124)	(0.00833)	(0.0119)	(0.00612)	(0.0126)	(0.00978)
Latin Amerika	-0.0114	-0.176	0.00526	-0.0772	0.245*	0.0216	0.0994	0.115
	(0.225)	(0.179)	(0.0686)	(0.104)	(0.0967)	(0.127)	(0.113)	(0.0897)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	0.210	0.196	0.0667	0.0438	0.124	0.0803	0.0848	0.0336
	(0.157)	(0.241)	(0.108)	(0.136)	(0.0940)	(0.108)	(0.101)	(0.0982)
Afrika	0.309**	0.299*	-0.112	-0.100	0.118	0.107	0.193	0.109
	(0.0911)	(0.108)	(0.179)	(0.156)	(0.152)	(0.147)	(0.153)	(0.141)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.7. Borç Akımlarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	1984-1989		1990-1994		1995-1999		1990-1999	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.0445***	0.0483***	-0.0314	-0.0311	0.124***	0.104**	0.0971**	0.0898**
	(0.00365)	(0.00421)	(0.0456)	(0.0482)	(0.0308)	(0.0308)	(0.0296)	(0.0302)
Gelişmiş Ülkeler	-0.0477	-0.0244	0.00809	0.00458	0.108*	0.0562	0.0810*	0.0372
	(0.0405)	(0.0362)	(0.0623)	(0.0492)	(0.0395)	(0.0337)	(0.0367)	(0.0396)
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.0433***	0.0462***	-0.0395	-0.0448	0.104	0.114	0.0934*	0.100*
	(0.00433)	(0.00482)	(0.0630)	(0.0651)	(0.0579)	(0.0572)	(0.0450)	(0.0451)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	-0.128	-0.0417	0.0962	0.0833	0.258***	0.156*	0.211***	0.102**
	(0.109)	(0.109)	(0.122)	(0.0928)	(0.0488)	(0.0586)	(0.0332)	(0.0252)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.00897	0.0233	0.00194	0.0136	0.0298	-0.00329	0.0647	-0.0120
	(0.0667)	(0.0625)	(0.0743)	(0.0557)	(0.0212)	(0.0210)	(0.0536)	(0.0371)
Latin Amerika	0.0412***	0.0434***	-0.0307	-0.0138	0.188	0.107	0.0920	0.0648
	(0.00370)	(0.00429)	(0.0750)	(0.0743)	(0.131)	(0.145)	(0.0884)	(0.0648)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	0.0102	0.260	0.140	0.0730	-0.0880	-0.0701	0.0635	0.0999
	(0.108)	(0.216)	(0.0841)	(0.0543)	(0.122)	(0.133)	(0.0376)	(0.0441)
Afrika	0.0330	0.0364	-0.237	-0.217	-0.0500	-0.0579	-0.0427	-0.0286
	(0.101)	(0.107)	(0.173)	(0.165)	(0.139)	(0.139)	(0.147)	(0.132)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.7. (Devam) Borç Akımlarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	2000-2004		2005-2010		2000-2010		1990-2010	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.0590**	0.0428*	0.0410***	0.0328***	0.0298***	0.0244***	0.0315***	0.0242***
	(0.0188)	(0.0194)	(0.00758)	(0.00677)	(0.00656)	(0.00621)	(0.00669)	(0.00666)
Gelişmiş Ülkeler	0.0454**	0.0204	0.0285**	0.0203**	0.0298**	0.0204**	0.0304***	0.0224***
	(0.0146)	(0.0151)	(0.00798)	(0.00632)	(0.00881)	(0.00687)	(0.00646)	(0.00539)
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.104**	0.0965*	0.0429	0.0357	0.0659**	0.0598**	0.0560	0.0542*
	(0.0370)	(0.0385)	(0.0251)	(0.0278)	(0.0231)	(0.0211)	(0.0291)	(0.0257)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	0.00280	0.00343	0.0440*	0.0361*	0.0405**	0.0296**	0.0842***	0.0414**
	(0.0451)	(0.0212)	(0.0163)	(0.0128)	(0.0112)	(0.00857)	(0.0181)	(0.0108)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.0212	-0.00872	0.0128	0.00351	0.0212*	0.00620	0.0304***	0.0135**
	(0.0206)	(0.0175)	(0.00806)	(0.00723)	(0.00738)	(0.00706)	(0.00340)	(0.00402)
Latin Amerika	0.114*	0.0641	0.0310	-0.0290	0.0817*	0.0531	0.0910*	0.0779
	(0.0399)	(0.0309)	(0.0476)	(0.0610)	(0.0281)	(0.0283)	(0.0376)	(0.0375)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	0.242	0.371*	0.115	0.119	0.190*	0.234**	0.0658	0.0688
	(0.182)	(0.127)	(0.107)	(0.0920)	(0.0740)	(0.0619)	(0.0530)	(0.0623)
Afrika	-0.0753	-0.0698	-0.00175	-0.00863	-0.00480	-0.00566	-0.0393	-0.0211
	(0.0672)	(0.0860)	(0.0167)	(0.0212)	(0.0130)	(0.0118)	(0.0385)	(0.0287)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.8. Toplam Yükümlülük Akımlarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	1984-1989		1990-1994		1995-1999		1990-1999	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.0435***	0.0468***	0.00256	-0.00140	0.122***	0.105***	0.113***	0.104***
	(0.00381)	(0.00440)	(0.0477)	(0.0505)	(0.0231)	(0.0237)	(0.0253)	(0.0270)
Gelişmiş Ülkeler	-0.0307	-0.0158	0.0181	0.0155	0.103***	0.0614**	0.0872**	0.0535
	(0.0383)	(0.0384)	(0.0601)	(0.0530)	(0.0180)	(0.0182)	(0.0241)	(0.0268)
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.0414***	0.0440***	-0.00353	-0.0134	0.132*	0.122	0.116*	0.116*
	(0.00404)	(0.00457)	(0.0630)	(0.0641)	(0.0589)	(0.0614)	(0.0474)	(0.0466)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	-0.113	-0.0145	0.139	0.112	0.158*	0.0824	0.174**	0.0812
	(0.120)	(0.121)	(0.0966)	(0.0898)	(0.0583)	(0.0542)	(0.0392)	(0.0406)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.0194	0.0325	0.00798	0.0190	0.0584*	0.0289	0.0876	0.0119
	(0.0660)	(0.0625)	(0.0684)	(0.0541)	(0.0201)	(0.0230)	(0.0492)	(0.0329)
Latin Amerika	0.0393***	0.0415***	-0.00938	-0.000981	0.129*	0.0345	0.0984	0.0668
	(0.00346)	(0.00401)	(0.0830)	(0.0798)	(0.0604)	(0.0607)	(0.0849)	(0.0636)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	0.0265	0.246	0.155	0.0894	-0.112	-0.106	0.0628	0.0972
	(0.112)	(0.219)	(0.0644)	(0.0486)	(0.160)	(0.191)	(0.0361)	(0.0483)
Afrika	-0.00138	0.00349	-0.175	-0.171	-0.0423	-0.0798	0.00766	-0.0105
	(0.0921)	(0.0979)	(0.172)	(0.156)	(0.121)	(0.135)	(0.127)	(0.121)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.8. (Devam) Toplam Yükümlülük Akımlarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	2000-2004		2005-2010		2000-2010		1990-2010	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.0742***	0.0628***	0.0366***	0.0303***	0.0303***	0.0258***	0.0335***	0.0271***
	(0.0129)	(0.0129)	(0.00615)	(0.00540)	(0.00582)	(0.00549)	(0.00681)	(0.00653)
Gelişmiş Ülkeler	0.0578***	0.0357*	0.0261**	0.0193**	0.0290***	0.0205**	0.0312***	0.0229***
	(0.0125)	(0.0131)	(0.00729)	(0.00567)	(0.00779)	(0.00587)	(0.00601)	(0.00500)
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.111**	0.0966**	0.0277	0.0217	0.0497*	0.0407*	0.0576*	0.0512*
	(0.0329)	(0.0328)	(0.0174)	(0.0202)	(0.0223)	(0.0197)	(0.0237)	(0.0210)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	0.0915***	0.0731***	0.0365*	0.0307*	0.0404***	0.0308**	0.0833***	0.0453**
	(0.0128)	(0.00945)	(0.0130)	(0.0101)	(0.00756)	(0.00702)	(0.0172)	(0.0121)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.0308*	0.0154	0.00841	0.00328	0.0174**	0.00703	0.0279***	0.0139***
	(0.0127)	(0.00805)	(0.00679)	(0.00589)	(0.00587)	(0.00525)	(0.00317)	(0.00335)
Latin Amerika	0.0977*	0.0492	0.0279	-0.0382	0.0858**	0.0455	0.0894*	0.0779*
	(0.0362)	(0.0315)	(0.0443)	(0.0589)	(0.0283)	(0.0284)	(0.0355)	(0.0360)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	0.238	0.296*	0.110	0.0870	0.179	0.193*	0.0672	0.0607
	(0.146)	(0.0968)	(0.0571)	(0.0548)	(0.0803)	(0.0714)	(0.0494)	(0.0578)
Afrika	0.0167	0.0226	-0.00797	-0.0138	0.00692	0.00497	-0.0121	-0.00532
	(0.104)	(0.116)	(0.0235)	(0.0264)	(0.0203)	(0.0200)	(0.0353)	(0.0296)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.9. Birikimli Borç Stoklarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	1984-1989		1990-1994		1995-1999		1990-1999	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.00403	0.000673	-0.0199	-0.0198	-0.0194*	-0.0178*	-0.0118**	-0.0103**
	(0.0158)	(0.0188)	(0.0100)	(0.0115)	(0.00737)	(0.00715)	(0.00369)	(0.00379)
Gelişmiş Ülkeler	-0.0141	-0.0183	-0.0372*	-0.0268	-0.00851	-0.00345	-0.00526	-0.00174
	(0.0159)	(0.0166)	(0.0156)	(0.0142)	(0.00447)	(0.00365)	(0.00481)	(0.00495)
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.00188	-0.00158	-0.0174	-0.0179	-0.119***	-0.113***	-0.0261*	-0.0243*
	(0.0204)	(0.0232)	(0.00949)	(0.0110)	(0.0214)	(0.0230)	(0.0114)	(0.0115)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	-0.0112	-0.0143	-0.00000248	0.0137	-0.0358**	-0.0230*	-0.0152	-0.00766
	(0.0166)	(0.0148)	(0.0123)	(0.0197)	(0.00820)	(0.00812)	(0.00970)	(0.00770)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	-0.0414	-0.0569	-0.0801	-0.0880	0.00847	0.0000341	0.0108	0.000204
	(0.0349)	(0.0506)	(0.0794)	(0.0714)	(0.00508)	(0.00426)	(0.00904)	(0.00680)
Latin Amerika	0.0118	0.0105	-0.159*	-0.117*	-0.103**	-0.0817	-0.0895**	-0.0777***
	(0.0160)	(0.0171)	(0.0562)	(0.0490)	(0.0339)	(0.0392)	(0.0228)	(0.0179)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	-0.0772**	-0.0541	-0.0262	-0.00667	-0.0797	-0.0955	-0.0602	-0.0137
	(0.0138)	(0.0286)	(0.127)	(0.118)	(0.0871)	(0.113)	(0.0409)	(0.0737)
Afrika	-0.0152	-0.0223	-0.0172*	-0.0243**	-0.107**	-0.104**	-0.0217**	-0.0231**
	(0.0235)	(0.0292)	(0.00732)	(0.00630)	(0.0325)	(0.0355)	(0.00746)	(0.00652)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.9. (Devam) Birikimli Borç Stoklarının Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	2000-2004		2005-2010		2000-2010		1990-2010	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	-0.0175	-0.0152	-0.0201***	-0.0150***	-0.0123***	-0.0119***	-0.00896***	-0.00844***
	(0.00972)	(0.0102)	(0.00421)	(0.00406)	(0.00267)	(0.00261)	(0.00190)	(0.00170)
Gelişmiş Ülkeler	0.00813	0.00501	-0.00376	-0.00421	-0.00386	-0.00462*	-0.00195	-0.00210
	(0.00680)	(0.00412)	(0.00460)	(0.00458)	(0.00230)	(0.00202)	(0.00219)	(0.00206)
Gelişmekte Olan Ülkeler	-0.0785***	-0.0639**	-0.0541***	-0.0441**	-0.0281**	-0.0186*	-0.0215***	-0.0174**
	(0.0214)	(0.0199)	(0.0144)	(0.0147)	(0.00831)	(0.00873)	(0.00586)	(0.00519)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	-0.0161	-0.0165	-0.0452*	-0.0394**	-0.0277*	-0.0329**	-0.0113**	-0.00613*
	(0.0493)	(0.0451)	(0.0190)	(0.0122)	(0.0106)	(0.00730)	(0.00314)	(0.00237)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.00378	0.00172	0.00201	0.00187	-0.00285	-0.00284*	-0.00160	-0.00255
	(0.00638)	(0.00835)	(0.00324)	(0.00322)	(0.00183)	(0.00119)	(0.00174)	(0.00151)
Latin Amerika	-0.118*	-0.0596	-0.0611*	-0.0952**	-0.0358*	-0.0639***	-0.0238	-0.0186*
	(0.0503)	(0.0420)	(0.0243)	(0.0294)	(0.0162)	(0.0127)	(0.0121)	(0.00698)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	-0.163	-0.0943	-0.135*	-0.105	-0.0627*	-0.0665*	-0.0353*	-0.0229
	(0.0734)	(0.115)	(0.0553)	(0.0628)	(0.0238)	(0.0264)	(0.0130)	(0.0167)
Afrika	-0.0655	-0.0536	-0.0397	-0.0374	-0.0232*	-0.0128	-0.0217***	-0.0169*
	(0.0334)	(0.0328)	(0.0269)	(0.0230)	(0.00883)	(0.00840)	(0.00541)	(0.00600)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.10. Birikimli Brüt Varlık ve Yükümlülük Stokunun Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	1984-1989		1990-1994		1995-1999		1990-1999	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	0.00199	-0.000271	-0.0127*	-0.0133*	-0.00379	-0.00400	-0.00250	-0.00243
	(0.00560)	(0.00680)	(0.00500)	(0.00597)	(0.00248)	(0.00216)	(0.00183)	(0.00159)
Gelişmiş Ülkeler	-0.00391	-0.00662	-0.00492	-0.00390	-0.00140	-0.00102	-0.00108	-0.000770
	(0.00546)	(0.00607)	(0.00551)	(0.00497)	(0.00267)	(0.00174)	(0.00242)	(0.00193)
Gelişmekte Olan Ülkeler	-0.00221	-0.00463	-0.0152	-0.0155	-0.0782***	-0.0798***	-0.0227*	-0.0214*
	(0.0133)	(0.0153)	(0.00784)	(0.00898)	(0.0174)	(0.0183)	(0.00905)	(0.00959)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	-0.00283	-0.00389	0.00880	0.0107	-0.0120*	-0.00758	-0.00532	-0.00321
	(0.00521)	(0.00485)	(0.0110)	(0.0112)	(0.00464)	(0.00354)	(0.00351)	(0.00243)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	-0.00636	-0.0171	-0.000640	-0.0117	0.00471*	0.000903	0.00857	0.000362
	(0.0112)	(0.0178)	(0.0242)	(0.0270)	(0.00198)	(0.00236)	(0.00460)	(0.00273)
Latin Amerika	0.00632	0.00580	-0.0791*	-0.0578*	-0.0692**	-0.0607*	-0.0599***	-0.0485***
	(0.00817)	(0.00855)	(0.0302)	(0.0257)	(0.0216)	(0.0234)	(0.0102)	(0.00848)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	-0.0651**	-0.0561	0.0487	-0.0372	-0.0180	0.0158	-0.0168	-0.0340
	(0.0108)	(0.0236)	(0.0912)	(0.0726)	(0.0277)	(0.0423)	(0.0219)	(0.0324)
Afrika	-0.0202	-0.0261	-0.0154*	-0.0210***	-0.0559	-0.0768*	-0.0181**	-0.0211**
	(0.0188)	(0.0239)	(0.00629)	(0.00523)	(0.0321)	(0.0288)	(0.00569)	(0.00631)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.10. (Devam) Birikimli Brüt Varlık ve Yükümlülük Stokunun Alt Dönemlerde ve Ülke Gruplarında Ekonomik Büyümeye Etkisi

	2000-2004		2005-2010		2000-2010		1990-2010	
	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2	SE1	SE2
Tüm Ülkeler	-0.00432	-0.00620	-0.00595**	-0.00424*	-0.00472***	-0.00504***	-0.00290***	-0.00309***
	(0.00412)	(0.00432)	(0.00178)	(0.00167)	(0.00111)	(0.00107)	(0.000727)	(0.000734)
Gelişmiş Ülkeler	0.00645*	0.00302	0.00149	-0.000124	-0.000453	-0.00149	-0.000529	-0.000940
	(0.00275)	(0.00210)	(0.00142)	(0.00124)	(0.000761)	(0.000801)	(0.000910)	(0.000849)
Gelişmekte Olan Ülkeler	-0.0513**	-0.0521**	-0.0300***	-0.0298**	-0.0205***	-0.0195***	-0.0170***	-0.0142***
	(0.0179)	(0.0154)	(0.00738)	(0.00893)	(0.00414)	(0.00453)	(0.00355)	(0.00325)
Asya ve Pasifik Ülkeleri	0.00393	0.00381	-0.00579***	-0.00417*	-0.00488*	-0.00457*	-0.00247	-0.00140
	(0.0123)	(0.0134)	(0.00125)	(0.00143)	(0.00176)	(0.00155)	(0.00142)	(0.000805)
Avrupa ve Merkezi Asya Ülkeleri	0.00307	-0.0000313	-0.000573	0.000541	-0.000379	-0.00107	0.000546	-0.000955
	(0.00374)	(0.00497)	(0.00139)	(0.00139)	(0.000975)	(0.000692)	(0.000836)	(0.000915)
Latin Amerika	-0.0640	-0.0673*	-0.0226	-0.0479	-0.0175	-0.0451***	-0.0190*	-0.0173**
	(0.0344)	(0.0253)	(0.0157)	(0.0260)	(0.0107)	(0.0111)	(0.00708)	(0.00473)
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	-0.147**	-0.145**	-0.0470*	-0.0640*	-0.0437**	-0.0593**	-0.0262*	-0.0239
	(0.0403)	(0.0295)	(0.0154)	(0.0214)	(0.0115)	(0.0133)	(0.00893)	(0.0130)
Afrika	-0.0603	-0.0457	-0.0511	-0.0436	-0.0203*	-0.0127	-0.0182**	-0.0146*
	(0.0347)	(0.0373)	(0.0261)	(0.0229)	(0.00936)	(0.00857)	(0.00583)	(0.00618)

Not: SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

anlamsızdır. Ancak borç akımlarının büyüme üzerindeki etkisi gelişmekte olan ülkelerde ve özellikle Asya ülkelerinde zamanla anlamlı olarak azalmaktadır[86].

Tablo 3.9 ve 3.10 birikimli borç ve brüt varlıklar ve yükümlülükler stoklarının ekonomik büyümeye etkisini alt dönemlerde ve ülke grupları için detaylı olarak incelemektedir. Birikimli borç yükümlülükleri stoku ve brüt varlıklar ve yükümlülükler stoku, gelişmekte olan ülkelerde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etkilidir. Ülke grupları arasında bakıldığında ise özellikle Latin Amerika, Asya ve Afrika ülkelerinde büyümeye negatif etki etmektedir. Bulgular sermaye akımları-büyüme ilişkisinin sermaye akımlarının türüne, ülke gruplarına ve döneme göre değişebileceğini öngören Arteta vd. (2001) ile tutarlıdır. Sonuçlar, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy hisse senedi şeklindeki sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini, birikimli borç yükümlülükleri ve brüt varlıklar ve yükümlülükler stoklarının ise ekonomik büyüme için negatif etki ettiğini göstermektedir. Bulgular, farklı çeşitlilikteki sermaye akımlarının etkilerinin farklılaştığını ileri süren Reisen ve Soto (2001)'yu desteklemektedir.

Sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin makroekonomik istikrar, finansal gelişme, kurumsal kalite ve ticari açıklıkla değişip değişmediğini inceleyen etkileşim modeli sonuçları Tablo 3.11-3.24'de gösterilmektedir.

Tablo 3.11 ve Tablo 3.12 sermaye akımlarının ekonomik büyüme etkisinin makroekonomik istikrarsızlığı temsil eden enflasyon düzeyi ile değişip değişmediğini gösteren doğrusal etkileşim modeli sonuçlarını göstermektedir. Finansal bütünleşmenin enflasyon seviyesine bağlı olarak ekonomik büyümeye etkisine baktığımızda, makroekonomik istikrarsızlığa yol açan enflasyon modellerde % 1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Enflasyon oranı ekonomik büyüme oranını azaltmakta, negatif etkilemektedir. Etkileşim modeline göre enflasyon düzeyinin sermaye akımları ile etkileşimi negatif olarak modele girmelidir. Enflasyon ile doğrudan yabancı yatırım değişkenlerinin bulunduğu modele etkileşim terimi eklendiğinde, doğrudan yabancı yatırımlar ekonomik

[86] Tablo 3.7'deki SE1 modeli sonuçlarına göre örneklemdeki tüm ülkelerde borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış 2000-2010 döneminde büyüme oranını (0,0298*0,1921627) 0,005 % arttırmaktadır. Tablo 3.7'deki SE1 modeli sonuçlarına göre etki gelişmiş ülkelerde (0,0298*0,2982755) 0,008 % iken, gelişmekte olan ülkelerde 0,004 %'tir. Gelişmiş ülkelerdeki etki, gelişmekte olan ülkelerdeki etkiyi aşmaktadır. Asya ve Pasifik ve Latin Amerika ülkelerinde etki ise 0,006 %'dir.

Tablo 3.7'deki SE1 modeli sonuçları borç yükümlülükleri toplamının ekonomik büyümeye etkisinin dönemler arasında karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır. SE1 modeline göre gelişmekte olan ülkelerde borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payında bir standart sapmalık artış 1984-1989 döneminde büyüme oranını 0,009 %, 1990-1999 döneminde 0,005 ve 2000-2010 döneminde 0,004 % arttırmaktadır. Etki 2005-2010 döneminde ise 0,003 %'tür. Asya ülkerinde ise 1990-1999 döneminde 0,02 % olan etki 2000-2010 döneminde 0,006 %'ya düşmektedir. *Gelişmekte olan ülkelerde ve Asya ülkelerindeki borç yükümlülükleri toplamının büyüme üzerindeki etkisi zamanla azalmaktadır.*

Tablo 3.11. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Enflasyonun Etkisi (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00477**	-0.0464***	-0.0498***	-0.00484**	-0.0466***	-0.0497***	-0.00508**	-0.0465***	-0.0498***	-0.00481**	-0.0464***	-0.0498***
	(0.00160)	(0.00967)	(0.0100)	(0.00157)	(0.00969)	(0.0100)	(0.00163)	(0.00967)	(0.00997)	(0.00164)	(0.00970)	(0.01000)
Beşeri S.	0.00736*	0.0295**	0.0145	0.00748*	0.0293**	0.0149	0.00779*	0.0283**	0.0140	0.00736*	0.0282**	0.0139
	(0.00335)	(0.0101)	(0.0124)	(0.00333)	(0.0103)	(0.0126)	(0.00342)	(0.00991)	(0.0125)	(0.00339)	(0.00982)	(0.0124)
Yatırım	0.189***	0.162***	0.154***	0.189***	0.164***	0.156***	0.190***	0.162***	0.154***	0.188***	0.159***	0.151***
	(0.0265)	(0.0340)	(0.0348)	(0.0265)	(0.0343)	(0.0350)	(0.0267)	(0.0335)	(0.0344)	(0.0271)	(0.0336)	(0.0345)
Ticaret	-0.00151	0.0319***	0.0238**	-0.00172	0.0322***	0.0242**	0.000651	0.0322***	0.0239**	0.00122	0.0316***	0.0234**
	(0.00231)	(0.00885)	(0.00816)	(0.00237)	(0.00883)	(0.00811)	(0.00227)	(0.00865)	(0.00800)	(0.00231)	(0.00871)	(0.00807)
Kamu H.	-0.0851**	-0.274***	-0.265***	-0.0848**	-0.274***	-0.265***	-0.0847**	-0.271***	-0.262***	-0.0870**	-0.271***	-0.262***
	(0.0300)	(0.0424)	(0.0446)	(0.0298)	(0.0432)	(0.0456)	(0.0298)	(0.0425)	(0.0445)	(0.0300)	(0.0421)	(0.0442)
Nüfus	-0.00655***	-0.00706***	-0.00722***	-0.00654***	-0.00705***	-0.00721***	-0.00680***	-0.00718***	-0.00736***	-0.00682***	-0.00722***	-0.00738***
	(0.00172)	(0.00197)	(0.00192)	(0.00172)	(0.00197)	(0.00193)	(0.00175)	(0.00196)	(0.00191)	(0.00178)	(0.00195)	(0.00190)
Enflasyon	-0.0168**	-0.0244***	-0.0244***	-0.0159*	-0.0219**	-0.0213**	-0.0168**	-0.0244***	-0.0244***	-0.0211***	-0.0268***	-0.0265***
	(0.00584)	(0.00600)	(0.00598)	(0.00685)	(0.00687)	(0.00686)	(0.00585)	(0.00599)	(0.00598)	(0.00576)	(0.00614)	(0.00605)
DYY	0.116**	0.101*	0.0929*	0.124**	0.124**	0.123**						
	(0.0396)	(0.0413)	(0.0395)	(0.0411)	(0.0455)	(0.0439)						
DYY* Enflasyon				-0.168	-0.515*	-0.636*						
				(0.263)	(0.256)	(0.297)						
DYY+ PHS							0.0512	0.0965***	0.0917***	0.0309	0.0830**	0.0792**
							(0.0277)	(0.0269)	(0.0261)	(0.0296)	(0.0292)	(0.0293)
DYY+ PHS* Enflasyon										0.627	0.369	0.332
										(0.399)	(0.419)	(0.408)
Kriz	-0.0147***	-0.0107***	0.0192*	-0.0147***	-0.0106**	0.0189*	-0.0142***	-0.00989**	0.0189*	-0.0143***	-0.00990**	0.0189*
	(0.00259)	(0.00308)	(0.00828)	(0.00262)	(0.00313)	(0.00827)	(0.00262)	(0.00309)	(0.00831)	(0.00257)	(0.00305)	(0.00826)
Sabit	0.0265*	0.330***	0.392***	0.0268*	0.331***	0.390***	0.0278*	0.332***	0.393***	0.0271*	0.332***	0.394***
	(0.0113)	(0.0684)	(0.0790)	(0.0112)	(0.0683)	(0.0784)	(0.0115)	(0.0684)	(0.0787)	(0.0115)	(0.0686)	(0.0791)
Düzeltilmiş R^2	0.203	0.194	0.256	0.203	0.195	0.258	0.198	0.198	0.260	0.201	0.199	0.261

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.11. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Enflasyonun Etkisi (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00565**	-0.0473***	-0.0511***	-0.00561**	-0.0472***	-0.0512***	-0.00566**	-0.0478***	-0.0511***	-0.00556**	-0.0476***	-0.0511***
	(0.00171)	(0.0100)	(0.0103)	(0.00172)	(0.00999)	(0.0103)	(0.00171)	(0.0101)	(0.0103)	(0.00172)	(0.0100)	(0.0103)
Beşeri S.	0.00843*	0.0297**	0.0127	0.00867*	0.0301**	0.0124	0.00817*	0.0281**	0.0131	0.00834*	0.0285**	0.0127
	(0.00361)	(0.00979)	(0.0134)	(0.00357)	(0.00989)	(0.0134)	(0.00356)	(0.00976)	(0.0133)	(0.00349)	(0.00983)	(0.0132)
Yatırım	0.180***	0.157***	0.149***	0.182***	0.157***	0.150***	0.182***	0.151***	0.145***	0.182***	0.151***	0.145***
	(0.0280)	(0.0321)	(0.0336)	(0.0279)	(0.0324)	(0.0340)	(0.0276)	(0.0319)	(0.0334)	(0.0275)	(0.0320)	(0.0337)
Ticaret	0.00316	0.0351***	0.0267**	0.00329	0.0352***	0.0267**	0.00169	0.0330***	0.0251**	0.00199	0.0331***	0.0251**
	(0.00187)	(0.00875)	(0.00830)	(0.00186)	(0.00877)	(0.00827)	(0.00196)	(0.00869)	(0.00826)	(0.00194)	(0.00871)	(0.00824)
Kamu H.	-0.0891**	-0.270***	-0.260***	-0.0906**	-0.271***	-0.261***	-0.0872**	-0.267***	-0.258***	-0.0894**	-0.268***	-0.258***
	(0.0301)	(0.0449)	(0.0468)	(0.0295)	(0.0455)	(0.0473)	(0.0303)	(0.0442)	(0.0459)	(0.0297)	(0.0447)	(0.0463)
Nüfus	-0.00727***	-0.00842***	-0.00839***	-0.00735***	-0.00846***	-0.00842***	-0.00720***	-0.00858***	-0.00853***	-0.00728***	-0.00863***	-0.00856***
	(0.00180)	(0.00210)	(0.00207)	(0.00181)	(0.00211)	(0.00208)	(0.00181)	(0.00208)	(0.00205)	(0.00183)	(0.00209)	(0.00206)
Enflasyon	-0.0162**	-0.0250***	-0.0247***	-0.0126*	-0.0233***	-0.0225***	-0.0162**	-0.0247***	-0.0245***	-0.0133*	-0.0232***	-0.0227***
	(0.00588)	(0.00601)	(0.00597)	(0.00554)	(0.00649)	(0.00651)	(0.00584)	(0.00598)	(0.00597)	(0.00516)	(0.00620)	(0.00623)
BORÇ	0.0310***	0.0347***	0.0308***	0.0263**	0.0328***	0.0284***						
	(0.00734)	(0.00529)	(0.00652)	(0.00886)	(0.00609)	(0.00787)						
BORÇ* Enflasyon				0.122	0.0500	0.0615						
				(0.0923)	(0.0836)	(0.0832)						
TOPLAM							0.0276***	0.0354***	0.0317***	0.0226*	0.0332***	0.0292***
							(0.00780)	(0.00502)	(0.00576)	(0.00922)	(0.00591)	(0.00718)
TOPLAM* Enflasyon										0.128	0.0541	0.0629
										(0.0947)	(0.0849)	(0.0849)
Kriz	-0.0134***	-0.00942**	0.0212*	-0.0133***	-0.00945**	0.0218*	-0.0135***	-0.00869**	0.0206*	-0.0134***	-0.00873**	0.0213*
	(0.00269)	(0.00295)	(0.00872)	(0.00268)	(0.00296)	(0.00879)	(0.00267)	(0.00298)	(0.00865)	(0.00265)	(0.00298)	(0.00873)
Sabit	0.0332**	0.339***	0.408***	0.0319*	0.336***	0.408***	0.0335**	0.347***	0.408***	0.0320*	0.345***	0.409***
	(0.0121)	(0.0708)	(0.0820)	(0.0121)	(0.0700)	(0.0819)	(0.0122)	(0.0714)	(0.0819)	(0.0122)	(0.0707)	(0.0820)
Düzeltilmiş R^2	0.208	0.208	0.266	0.210	0.209	0.267	0.209	0.212	0.270	0.213	0.213	0.271

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.12. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Enflasyonun Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00408*	-0.0435***	-0.0469***	-0.00411*	-0.0435***	-0.0470***	-0.00401*	-0.0450***	-0.0472***	-0.00395*	-0.0447***	-0.0467***
	(0.00164)	(0.00946)	(0.00952)	(0.00167)	(0.00948)	(0.00953)	(0.00164)	(0.00982)	(0.00975)	(0.00167)	(0.00997)	(0.00992)
Beşeri S.	0.00763*	0.0329***	0.0143	0.00767*	0.0330***	0.0143	0.00763*	0.0341**	0.0178	0.00733*	0.0313**	0.0170
	(0.00353)	(0.00943)	(0.0129)	(0.00352)	(0.00952)	(0.0130)	(0.00342)	(0.00997)	(0.0134)	(0.00347)	(0.0106)	(0.0136)
Yatırım	0.197***	0.181***	0.172***	0.197***	0.181***	0.172***	0.202***	0.196***	0.185***	0.201***	0.196***	0.185***
	(0.0279)	(0.0326)	(0.0336)	(0.0278)	(0.0324)	(0.0335)	(0.0265)	(0.0326)	(0.0335)	(0.0267)	(0.0324)	(0.0332)
Ticaret	0.00337	0.0366**	0.0297**	0.00336	0.0366**	0.0298**	0.00271	0.0298**	0.0234**	0.00254	0.0283**	0.0225**
	(0.00282)	(0.0110)	(0.0103)	(0.00281)	(0.0110)	(0.0102)	(0.00191)	(0.00871)	(0.00834)	(0.00196)	(0.00875)	(0.00840)
Kamu H.	-0.0997**	-0.274***	-0.258***	-0.0993**	-0.274***	-0.258***	-0.0987**	-0.271***	-0.254***	-0.0994**	-0.266***	-0.251***
	(0.0300)	(0.0466)	(0.0481)	(0.0306)	(0.0468)	(0.0486)	(0.0295)	(0.0465)	(0.0476)	(0.0296)	(0.0466)	(0.0477)
Nüfus	-0.00613***	-0.00558*	-0.00593*	-0.00614***	-0.00558*	-0.00594*	-0.00604***	-0.00564*	-0.00598*	-0.00600***	-0.00574*	-0.00604*
	(0.00169)	(0.00242)	(0.00233)	(0.00169)	(0.00242)	(0.00233)	(0.00171)	(0.00239)	(0.00231)	(0.00174)	(0.00238)	(0.00230)
Enflasyon	-0.0183***	-0.0269***	-0.0271***	-0.0179**	-0.0268***	-0.0268***	-0.0156***	-0.0242***	-0.0245***	-0.0181***	-0.0274***	-0.0268***
	(0.00507)	(0.00528)	(0.00552)	(0.00640)	(0.00672)	(0.00679)	(0.00428)	(0.00498)	(0.00533)	(0.00505)	(0.00646)	(0.00658)
DYY	-0.00132	-0.00586	-0.00686	-0.00118	-0.00586	-0.00683						
	(0.00278)	(0.00534)	(0.00472)	(0.00298)	(0.00536)	(0.00480)						
DYY* Enflasyon				-0.00287	-0.000115	-0.00257						
				(0.0154)	(0.0192)	(0.0235)						
PHS							-0.000603	0.00607	0.00239	-0.00187	0.00793	0.00405
							(0.00217)	(0.00697)	(0.00759)	(0.00205)	(0.00544)	(0.00646)
PHS* Enflasyon										0.104***	0.127**	0.0931**
										(0.0251)	(0.0384)	(0.0337)
Kriz	-0.0134***	-0.0105***	0.0203*	-0.0134***	-0.0105***	0.0203*	-0.0135***	-0.0114***	0.0179	-0.0134***	-0.0110***	0.0173
	(0.00258)	(0.00288)	(0.00890)	(0.00258)	(0.00288)	(0.00890)	(0.00266)	(0.00290)	(0.00905)	(0.00263)	(0.00284)	(0.00901)
Sabit	0.0196	0.290***	0.360***	0.0197	0.290***	0.360***	0.0176	0.299***	0.354***	0.0183	0.303***	0.352***
	(0.0113)	(0.0660)	(0.0726)	(0.0113)	(0.0661)	(0.0727)	(0.0113)	(0.0680)	(0.0734)	(0.0114)	(0.0680)	(0.0740)
Düzeltilmiş R^2	0.200	0.182	0.241	0.200	0.182	0.241	0.198	0.175	0.234	0.200	0.178	0.235

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.12. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Enflasyonun Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00401*	-0.0440***	-0.0468***	-0.00403*	-0.0439***	-0.0468***	-0.00344*	-0.0434***	-0.0466***	-0.00330*	-0.0431***	-0.0464***
	(0.00164)	(0.00961)	(0.00966)	(0.00167)	(0.00964)	(0.00969)	(0.00161)	(0.00960)	(0.00967)	(0.00161)	(0.00960)	(0.00965)
Beşeri S.	0.00765*	0.0342***	0.0157	0.00768*	0.0340***	0.0158	0.00675	0.0361***	0.0187	0.00655	0.0357***	0.0175
	(0.00344)	(0.00975)	(0.0130)	(0.00346)	(0.00987)	(0.0131)	(0.00346)	(0.00967)	(0.0131)	(0.00347)	(0.00964)	(0.0132)
Yatırım	0.202***	0.191***	0.180***	0.202***	0.191***	0.179***	0.184***	0.167***	0.159***	0.184***	0.167***	0.159***
	(0.0272)	(0.0329)	(0.0337)	(0.0272)	(0.0328)	(0.0336)	(0.0278)	(0.0335)	(0.0342)	(0.0277)	(0.0336)	(0.0345)
Ticaret	0.00311	0.0327**	0.0269**	0.00313	0.0325**	0.0269**	0.00591*	0.0331***	0.0254**	0.00618**	0.0332***	0.0255**
	(0.00244)	(0.0102)	(0.00979)	(0.00244)	(0.0102)	(0.00979)	(0.00227)	(0.00896)	(0.00852)	(0.00220)	(0.00902)	(0.00858)
Kamu H.	-0.0989**	-0.271***	-0.253***	-0.0987**	-0.271***	-0.253***	-0.0990***	-0.261***	-0.245***	-0.0992***	-0.260***	-0.244***
	(0.0295)	(0.0462)	(0.0476)	(0.0299)	(0.0462)	(0.0480)	(0.0289)	(0.0458)	(0.0471)	(0.0285)	(0.0458)	(0.0472)
Nüfus	-0.00606***	-0.00560*	-0.00593*	-0.00607***	-0.00559*	-0.00593*	-0.00584***	-0.00458	-0.00499*	-0.00588***	-0.00464	-0.00505*
	(0.00170)	(0.00241)	(0.00234)	(0.00171)	(0.00242)	(0.00234)	(0.00169)	(0.00239)	(0.00231)	(0.00168)	(0.00237)	(0.00229)
Enflasyon	-0.0156***	-0.0243***	-0.0246***	-0.0154**	-0.0248***	-0.0244***	-0.0180***	-0.0254***	-0.0257***	-0.0225*	-0.0292**	-0.0303**
	(0.00430)	(0.00498)	(0.00532)	(0.00508)	(0.00625)	(0.00625)	(0.00501)	(0.00534)	(0.00559)	(0.0102)	(0.0102)	(0.0108)
DYY+PHS	-0.000696	-0.000902	-0.00249	-0.000663	-0.000892	-0.00250						
	(0.00153)	(0.00366)	(0.00340)	(0.00158)	(0.00364)	(0.00339)						
DYY+PHS* Enflasyon				-0.00151	0.00411	-0.00107						
				(0.00982)	(0.0136)	(0.0150)						
BORÇ							-0.00393**	-0.00637***	-0.00611***	-0.00458***	-0.00696***	-0.00682***
							(0.00120)	(0.00148)	(0.00138)	(0.00122)	(0.00187)	(0.00179)
BORÇ* Enflasyon										0.00602	0.00499	0.00604
										(0.00788)	(0.00824)	(0.00871)
Kriz	-0.0134***	-0.0112***	0.0200*	-0.0134***	-0.0112***	0.0200*	-0.0130***	-0.0110***	0.0188*	-0.0129***	-0.0109***	0.0195*
	(0.00263)	(0.00286)	(0.00912)	(0.00263)	(0.00285)	(0.00913)	(0.00249)	(0.00271)	(0.00859)	(0.00247)	(0.00269)	(0.00864)
Sabit	0.0177	0.290***	0.354***	0.0177	0.290***	0.354***	0.0197	0.288***	0.353***	0.0194	0.286***	0.354***
	(0.0112)	(0.0669)	(0.0733)	(0.0113)	(0.0668)	(0.0734)	(0.0112)	(0.0662)	(0.0737)	(0.0112)	(0.0661)	(0.0733)
Düzeltilmiş R^2	0.198	0.174	0.234	0.198	0.174	0.234	0.207	0.192	0.250	0.207	0.193	0.250

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.12. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Enflasyonun Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00354*	-0.0421***	-0.0460***	-0.00350*	-0.0420***	-0.0459***	-0.00341*	-0.0412***	-0.0448***	-0.00343*	-0.0415***	-0.0449***
	(0.00162)	(0.00957)	(0.00974)	(0.00164)	(0.00959)	(0.00974)	(0.00168)	(0.00961)	(0.00964)	(0.00168)	(0.00965)	(0.00965)
Beşeri S.	0.00723*	0.0373***	0.0159	0.00718*	0.0371***	0.0153	0.00702*	0.0358***	0.0149	0.00705*	0.0363***	0.0155
	(0.00342)	(0.00955)	(0.0128)	(0.00343)	(0.00952)	(0.0128)	(0.00353)	(0.00954)	(0.0129)	(0.00352)	(0.00956)	(0.0130)
Yatırım	0.191***	0.168***	0.159***	0.191***	0.169***	0.160***	0.194***	0.172***	0.161***	0.194***	0.172***	0.161***
	(0.0280)	(0.0340)	(0.0348)	(0.0280)	(0.0341)	(0.0349)	(0.0287)	(0.0343)	(0.0350)	(0.0287)	(0.0343)	(0.0349)
Ticaret	0.00618*	0.0388***	0.0313***	0.00623*	0.0389***	0.0314***	0.00562*	0.0380***	0.0309***	0.00562*	0.0379***	0.0308***
	(0.00248)	(0.00848)	(0.00804)	(0.00245)	(0.00853)	(0.00808)	(0.00257)	(0.00864)	(0.00812)	(0.00257)	(0.00869)	(0.00818)
Kamu H.	-0.1000***	-0.260***	-0.242***	-0.100***	-0.260***	-0.241***	-0.101***	-0.262***	-0.243***	-0.101***	-0.262***	-0.244***
	(0.0285)	(0.0453)	(0.0469)	(0.0286)	(0.0455)	(0.0471)	(0.0287)	(0.0451)	(0.0466)	(0.0288)	(0.0456)	(0.0472)
Nüfus	-0.00597***	-0.00459	-0.00492*	-0.00598***	-0.00460	-0.00494*	-0.00600***	-0.00479	-0.00508*	-0.00599***	-0.00473	-0.00504*
	(0.00171)	(0.00248)	(0.00239)	(0.00171)	(0.00247)	(0.00238)	(0.00174)	(0.00247)	(0.00239)	(0.00174)	(0.00245)	(0.00238)
Enflasyon	-0.0155***	-0.0233***	-0.0234***	-0.0167*	-0.0241**	-0.0253**	-0.0156***	-0.0236***	-0.0237***	-0.0150	-0.0215*	-0.0221*
	(0.00431)	(0.00501)	(0.00536)	(0.00836)	(0.00884)	(0.00954)	(0.00429)	(0.00501)	(0.00538)	(0.00800)	(0.00828)	(0.00875)
TOPLAM	-0.00233**	-0.00518***	-0.00531***	-0.00243**	-0.00525***	-0.00548***						
	(0.000839)	(0.00112)	(0.00104)	(0.000847)	(0.00129)	(0.00125)						
TOPLAM* Enflasyon				0.00137	0.000860	0.00199						
				(0.00578)	(0.00607)	(0.00668)						
BRÜT							-0.000944*	-0.00228***	-0.00252***	-0.000927*	-0.00222**	-0.00247**
							(0.000398)	(0.000646)	(0.000701)	(0.000402)	(0.000675)	(0.000741)
BRÜT* Enflasyon										-0.000475	-0.00177	-0.00140
										(0.00454)	(0.00453)	(0.00494)
Kriz	-0.0126***	-0.0107***	0.0230*	-0.0126***	-0.0107***	0.0233*	-0.0127***	-0.0108***	0.0226*	-0.0128***	-0.0108***	0.0223*
	(0.00257)	(0.00272)	(0.00879)	(0.00256)	(0.00270)	(0.00887)	(0.00261)	(0.00277)	(0.00890)	(0.00260)	(0.00275)	(0.00892)
Sabit	0.0173	0.270***	0.348***	0.0172	0.270***	0.348***	0.0157	0.266***	0.340***	0.0157	0.266***	0.340***
	(0.0112)	(0.0662)	(0.0745)	(0.0112)	(0.0664)	(0.0745)	(0.0115)	(0.0670)	(0.0735)	(0.0115)	(0.0673)	(0.0735)
Düzeltilmiş R^2	0.202	0.183	0.243	0.202	0.183	0.243	0.204	0.182	0.244	0.204	0.183	0.244

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.13. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Makroekonomik İstikrarın Etkisi (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00609***	-0.0536***	-0.0516***	-0.00611***	-0.0549***	-0.0530***	-0.00638***	-0.0538***	-0.0517***	-0.00632***	-0.0543***	-0.0524***
	(0.00144)	(0.0105)	(0.0114)	(0.00145)	(0.0107)	(0.0116)	(0.00147)	(0.0105)	(0.0114)	(0.00147)	(0.0105)	(0.0114)
Beşeri S.	0.00504	0.0200	0.0201	0.00506	0.0207*	0.0202	0.00528	0.0190	0.0197	0.00524	0.0193	0.0196
	(0.00313)	(0.0101)	(0.0117)	(0.00316)	(0.0103)	(0.0116)	(0.00319)	(0.00994)	(0.0117)	(0.00319)	(0.0101)	(0.0116)
Yatırım	0.169***	0.134***	0.115**	0.170***	0.140***	0.121***	0.170***	0.134***	0.115**	0.169***	0.136***	0.117**
	(0.0278)	(0.0373)	(0.0355)	(0.0283)	(0.0366)	(0.0346)	(0.0278)	(0.0371)	(0.0353)	(0.0282)	(0.0363)	(0.0344)
Ticaret	-0.00130	0.0282**	0.0219**	-0.00137	0.0273**	0.0209**	0.000239	0.0282**	0.0219**	0.000359	0.0279**	0.0215**
	(0.00214)	(0.00838)	(0.00751)	(0.00231)	(0.00830)	(0.00741)	(0.00216)	(0.00827)	(0.00732)	(0.00217)	(0.00820)	(0.00724)
Kamu H.	-0.0700*	-0.251***	-0.246***	-0.0698*	-0.249***	-0.244***	-0.0698*	-0.248***	-0.243***	-0.0704*	-0.247***	-0.241***
	(0.0282)	(0.0449)	(0.0456)	(0.0280)	(0.0453)	(0.0462)	(0.0281)	(0.0449)	(0.0455)	(0.0281)	(0.0451)	(0.0459)
Nüfus	-0.00669***	-0.00626**	-0.00628***	-0.00670***	-0.00650**	-0.00653***	-0.00689***	-0.00639**	-0.00644***	-0.00685***	-0.00651**	-0.00664***
	(0.00158)	(0.00191)	(0.00181)	(0.00157)	(0.00196)	(0.00185)	(0.00159)	(0.00190)	(0.00180)	(0.00158)	(0.00194)	(0.00183)
İstikrar	0.0249***	0.0330***	0.0425***	0.0247***	0.0316***	0.0412***	0.0255***	0.0328***	0.0424***	0.0260***	0.0323***	0.0416***
	(0.00623)	(0.00634)	(0.00834)	(0.00661)	(0.00683)	(0.00863)	(0.00605)	(0.00632)	(0.00832)	(0.00635)	(0.00664)	(0.00851)
DYY	0.0917*	0.0807*	0.0854*	0.0360	-0.373	-0.458						
	(0.0363)	(0.0374)	(0.0363)	(0.756)	(0.786)	(0.837)						
DYY*İstikrar				0.0155*	0.127*	0.151*						
				(0.071)	(0.067)	(0.073)						
DYY+ PHS							0.0424	0.0823**	0.0855***	0.178	-0.0539	-0.163
							(0.0226)	(0.0245)	(0.0241)	(0.404)	(0.357)	(0.368)
DYY+ PHS*İstikrar										-0.0370	0.0376	0.0686
										(0.107)	(0.0933)	(0.0966)
Kriz	-0.0171***	-0.0102**	0.0101	-0.0171***	-0.00977***	0.0112	-0.0167***	-0.00942**	0.00979	-0.0169***	-0.00922**	0.0107
	(0.00248)	(0.00299)	(0.0101)	(0.00241)	(0.00277)	(0.0101)	(0.00254)	(0.00304)	(0.0102)	(0.00245)	(0.00283)	(0.0101)
Sabit	-0.0409	0.306***	0.262**	-0.0402	0.319***	0.278**	-0.0414	0.310***	0.264**	-0.0435	0.315***	0.273**
	(0.0221)	(0.0744)	(0.0986)	(0.0234)	(0.0764)	(0.100)	(0.0216)	(0.0742)	(0.0982)	(0.0226)	(0.0746)	(0.0988)
Düzeltilmiş R^2	0.204	0.198	0.275	0.204	0.198	0.276	0.201	0.201	0.279	0.201	0.202	0.280

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.13. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Makroekonomik İstikrarın Etkisi (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00689***	-0.0547***	-0.0527***	-0.00667***	-0.0539***	-0.0522***	-0.00688***	-0.0550***	-0.0527***	-0.00664***	-0.0542***	-0.0520***
	(0.00155)	(0.0107)	(0.0116)	(0.00156)	(0.0107)	(0.0115)	(0.00154)	(0.0108)	(0.0116)	(0.00156)	(0.0108)	(0.0115)
Beşeri S.	0.00574	0.0202*	0.0191	0.00574	0.0201*	0.0178	0.00551	0.0191	0.0194	0.00554	0.0190	0.0186
	(0.00337)	(0.00988)	(0.0121)	(0.00336)	(0.00972)	(0.0119)	(0.00332)	(0.00984)	(0.0120)	(0.00332)	(0.00972)	(0.0119)
Yatırım	0.161***	0.128***	0.111**	0.159***	0.128***	0.112**	0.162***	0.123***	0.107**	0.159***	0.122***	0.106**
	(0.0289)	(0.0358)	(0.0344)	(0.0293)	(0.0358)	(0.0348)	(0.0284)	(0.0356)	(0.0342)	(0.0291)	(0.0356)	(0.0345)
Ticaret	0.00236	0.0301***	0.0243**	0.00282	0.0307***	0.0248**	0.00102	0.0282***	0.0229**	0.00189	0.0290***	0.0236**
	(0.00190)	(0.00809)	(0.00778)	(0.00198)	(0.00820)	(0.00766)	(0.00198)	(0.00802)	(0.00775)	(0.00211)	(0.00816)	(0.00766)
Kamu H.	-0.0749*	-0.249***	-0.244***	-0.0748**	-0.245***	-0.238***	-0.0727*	-0.245***	-0.241***	-0.0737*	-0.244***	-0.238***
	(0.0286)	(0.0471)	(0.0477)	(0.0283)	(0.0465)	(0.0470)	(0.0287)	(0.0464)	(0.0468)	(0.0285)	(0.0460)	(0.0465)
Nüfus	-0.00741***	-0.00770***	-0.00751***	-0.00739***	-0.00770***	-0.00753***	-0.00735***	-0.00788***	-0.00769***	-0.00732***	-0.00784***	-0.00765***
	(0.00166)	(0.00200)	(0.00189)	(0.00165)	(0.00197)	(0.00184)	(0.00167)	(0.00199)	(0.00188)	(0.00167)	(0.00195)	(0.00183)
İstikrar	0.0236***	0.0324***	0.0413***	0.0239***	0.0325***	0.0407***	0.0233***	0.0317***	0.0409***	0.0240***	0.0321***	0.0408***
	(0.00625)	(0.00613)	(0.00809)	(0.00620)	(0.00609)	(0.00808)	(0.00631)	(0.00614)	(0.00813)	(0.00630)	(0.00613)	(0.00813)
BORÇ	0.0299***	0.0339***	0.0298***	0.153**	0.130**	0.167***						
	(0.00747)	(0.00552)	(0.00619)	(0.0456)	(0.0401)	(0.0379)						
BORÇ*İstikrar				-0.0358*	-0.0284*	-0.0404***						
				(0.0140)	(0.0123)	(0.0114)						
TOPLAM							0.0260**	0.0339***	0.0306***	0.152***	0.109**	0.128***
							(0.00776)	(0.00529)	(0.00556)	(0.0393)	(0.0326)	(0.0270)
TOPLAM*İstikrar										-0.0361**	-0.0219*	-0.0284***
										(0.0120)	(0.01000)	(0.00821)
Kriz	-0.0159***	-0.00891**	0.0120	-0.0160***	-0.00929**	0.0126	-0.0159***	-0.00830**	0.0114	-0.0161***	-0.00872**	0.0116
	(0.00263)	(0.00293)	(0.0103)	(0.00261)	(0.00295)	(0.0103)	(0.00261)	(0.00296)	(0.0102)	(0.00261)	(0.00300)	(0.0102)
Sabit	-0.0292	0.320***	0.279**	-0.0318	0.312***	0.279**	-0.0283	0.329***	0.281**	-0.0323	0.320***	0.277**
	(0.0227)	(0.0760)	(0.100)	(0.0224)	(0.0763)	(0.0993)	(0.0230)	(0.0772)	(0.100)	(0.0228)	(0.0777)	(0.0997)
Düzeltilmiş R^2	0.210	0.213	0.285	0.213	0.215	0.288	0.211	0.216	0.289	0.215	0.218	0.291

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.14. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Makroekonomik İstikrarın Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00534***	-0.0491***	-0.0475***	-0.00581***	-0.0507***	-0.0494***	-0.00523***	-0.0515***	-0.0487***	-0.00529***	-0.0522***	-0.0494***
	(0.00152)	(0.00968)	(0.0106)	(0.00151)	(0.00965)	(0.0107)	(0.00149)	(0.0101)	(0.0107)	(0.00150)	(0.0102)	(0.0108)
Beşeri S.	0.00441	0.0197*	0.0185	0.00496	0.0235*	0.0198	0.00448	0.0204	0.0236	0.00452	0.0207	0.0249*
	(0.00328)	(0.00987)	(0.0114)	(0.00333)	(0.00991)	(0.0117)	(0.00323)	(0.0103)	(0.0119)	(0.00324)	(0.0104)	(0.0121)
Yatırım	0.178***	0.155***	0.137***	0.178***	0.159***	0.140***	0.183***	0.173***	0.151***	0.184***	0.175***	0.153***
	(0.0303)	(0.0370)	(0.0346)	(0.0293)	(0.0364)	(0.0344)	(0.0289)	(0.0377)	(0.0344)	(0.0288)	(0.0378)	(0.0342)
Ticaret	0.00338	0.0314**	0.0255**	0.00335	0.0302**	0.0250**	0.00162	0.0213*	0.0171*	0.00148	0.0200*	0.0154
	(0.00298)	(0.0102)	(0.00903)	(0.00321)	(0.0102)	(0.00911)	(0.00197)	(0.00818)	(0.00778)	(0.00200)	(0.00840)	(0.00802)
Kamu H.	-0.0818**	-0.207**	-0.203**	-0.0728**	-0.194**	-0.192**	-0.0825**	-0.211**	-0.206***	-0.0813**	-0.208**	-0.203**
	(0.0270)	(0.0618)	(0.0606)	(0.0272)	(0.0616)	(0.0601)	(0.0270)	(0.0623)	(0.0602)	(0.0271)	(0.0625)	(0.0604)
Nüfus	-0.00583**	-0.00338	-0.00386	-0.00598***	-0.00368	-0.00408	-0.00564**	-0.00363	-0.00411	-0.00569**	-0.00388	-0.00443
	(0.00175)	(0.00290)	(0.00265)	(0.00171)	(0.00276)	(0.00250)	(0.00172)	(0.00285)	(0.00259)	(0.00173)	(0.00284)	(0.00254)
İstikrar	0.0299***	0.0406***	0.0500***	0.0256***	0.0350***	0.0447***	0.0295***	0.0395***	0.0506***	0.0290***	0.0387***	0.0501***
	(0.00695)	(0.00766)	(0.0101)	(0.00708)	(0.00680)	(0.00920)	(0.00714)	(0.00784)	(0.0105)	(0.00730)	(0.00791)	(0.0105)
DYY	-0.00332	-0.0100*	-0.00822	-0.109*	-0.166*	-0.157*						
	(0.00272)	(0.00476)	(0.00415)	(0.0460)	(0.0725)	(0.0751)						
DYY*İstikrar				0.0288*	0.0413*	0.0394						
				(0.0127)	(0.0194)	(0.0201)						
PHS							-0.00143	0.00641	0.00697	-0.0416	-0.0537*	-0.0721**
							(0.00174)	(0.00536)	(0.00749)	(0.0259)	(0.0218)	(0.0213)
PHS*İstikrar										0.0111	0.0171*	0.0226**
										(0.00744)	(0.00684)	(0.00705)
Kriz	-0.0163***	-0.0101***	0.0118	-0.0156***	-0.00863**	0.0153	-0.0167***	-0.0112***	0.00738	-0.0164***	-0.0108***	0.00725
	(0.00246)	(0.00274)	(0.0102)	(0.00235)	(0.00262)	(0.0107)	(0.00254)	(0.00285)	(0.0103)	(0.00255)	(0.00285)	(0.0103)
Sabit	-0.0646*	0.229**	0.192	-0.0473	0.253***	0.223*	-0.0652*	0.252**	0.190	-0.0632*	0.260**	0.195
	(0.0267)	(0.0750)	(0.103)	(0.0267)	(0.0708)	(0.0993)	(0.0271)	(0.0760)	(0.102)	(0.0278)	(0.0772)	(0.102)
Düzeltilmiş R^2	0.202	0.183	0.256	0.207	0.190	0.262	0.206	0.184	0.259	0.206	0.185	0.261

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.14. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Makroekonomik İstikrarın Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00522***	-0.0498***	-0.0480***	-0.00558***	-0.0509***	-0.0493***	-0.00485**	-0.0491***	-0.0475***	-0.00469**	-0.0487***	-0.0471***
	(0.00149)	(0.00988)	(0.0107)	(0.00149)	(0.00985)	(0.0107)	(0.00150)	(0.00985)	(0.0107)	(0.00147)	(0.00975)	(0.0106)
Beşeri S.	0.00454	0.0203*	0.0206	0.00499	0.0224*	0.0217	0.00399	0.0232*	0.0221	0.00357	0.0217*	0.0198
	(0.00326)	(0.0101)	(0.0116)	(0.00330)	(0.0102)	(0.0117)	(0.00317)	(0.0102)	(0.0118)	(0.00320)	(0.00957)	(0.0116)
Yatırım	0.181***	0.164***	0.144***	0.181***	0.166***	0.145***	0.173***	0.153***	0.136***	0.172***	0.151***	0.133***
	(0.0298)	(0.0378)	(0.0345)	(0.0290)	(0.0375)	(0.0343)	(0.0302)	(0.0378)	(0.0353)	(0.0302)	(0.0384)	(0.0360)
Ticaret	0.00263	0.0264**	0.0210*	0.00250	0.0246*	0.0196*	0.00379	0.0247**	0.0198**	0.00472	0.0256**	0.0208**
	(0.00254)	(0.00954)	(0.00861)	(0.00265)	(0.00968)	(0.00870)	(0.00246)	(0.00817)	(0.00748)	(0.00243)	(0.00827)	(0.00758)
Kamu H.	-0.0832**	-0.210**	-0.204**	-0.0758**	-0.201**	-0.196**	-0.0807**	-0.203**	-0.200**	-0.0817**	-0.200**	-0.197**
	(0.0269)	(0.0620)	(0.0603)	(0.0270)	(0.0620)	(0.0600)	(0.0263)	(0.0607)	(0.0593)	(0.0257)	(0.0608)	(0.0598)
Nüfus	-0.00570**	-0.00351	-0.00401	-0.00587***	-0.00392	-0.00440	-0.00556**	-0.00296	-0.00359	-0.00560**	-0.00287	-0.00347
	(0.00173)	(0.00287)	(0.00261)	(0.00170)	(0.00276)	(0.00248)	(0.00175)	(0.00291)	(0.00267)	(0.00173)	(0.00289)	(0.00263)
İstikrar	0.0297***	0.0400***	0.0503***	0.0260***	0.0365***	0.0469***	0.0284***	0.0367***	0.0467***	0.0356***	0.0429***	0.0541***
	(0.00716)	(0.00783)	(0.0105)	(0.00737)	(0.00750)	(0.0101)	(0.00707)	(0.00795)	(0.0105)	(0.00679)	(0.00747)	(0.00975)
DYY+PHS	-0.00175	-0.00274	-0.00179	-0.0714*	-0.0723	-0.0742*						
	(0.00144)	(0.00318)	(0.00318)	(0.0278)	(0.0379)	(0.0364)						
DYY+PHS*İstikrar				0.0190*	0.0187	0.0195						
				(0.00756)	(0.0101)	(0.00984)						
BORÇ							-0.00256	-0.00445**	-0.00322*	0.0185*	0.0127	0.0170*
							(0.00134)	(0.00140)	(0.00124)	(0.00791)	(0.00649)	(0.00718)
BORÇ*İstikrar										-0.00623**	-0.00516*	-0.00607**
										(0.00230)	(0.00205)	(0.00223)
Kriz	-0.0164***	-0.0109***	0.0104	-0.0155***	-0.00983***	0.0127	-0.0162***	-0.0111***	0.00993	-0.0165***	-0.0110***	0.0104
	(0.00250)	(0.00278)	(0.0103)	(0.00246)	(0.00272)	(0.0106)	(0.00246)	(0.00274)	(0.0101)	(0.00246)	(0.00272)	(0.0101)
Sabit	-0.0656*	0.236**	0.191	-0.0512	0.253***	0.211*	-0.0610*	0.239**	0.199	-0.0862**	0.217**	0.175
	(0.0271)	(0.0755)	(0.103)	(0.0276)	(0.0734)	(0.101)	(0.0271)	(0.0745)	(0.103)	(0.0262)	(0.0756)	(0.102)
Düzeltilmiş R^2	0.206	0.184	0.259	0.210	0.187	0.262	0.204	0.186	0.257	0.208	0.188	0.260

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.14. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Makroekonomik İstikrarın Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00490**	-0.0483***	-0.0475***	-0.00483**	-0.0480***	-0.0471***	-0.00482**	-0.0480***	-0.0467***	-0.00479**	-0.0479***	-0.0466***
	(0.00149)	(0.00983)	(0.0108)	(0.00150)	(0.00981)	(0.0107)	(0.00153)	(0.00987)	(0.0106)	(0.00155)	(0.00990)	(0.0106)
Beşeri S.	0.00432	0.0232*	0.0205	0.00415	0.0223*	0.0188	0.00396	0.0218*	0.0200	0.00388	0.0217*	0.0194
	(0.00322)	(0.0102)	(0.0118)	(0.00327)	(0.00973)	(0.0116)	(0.00331)	(0.0101)	(0.0118)	(0.00337)	(0.00987)	(0.0116)
Yatırım	0.176***	0.153***	0.136***	0.175***	0.151***	0.134***	0.178***	0.154***	0.135***	0.178***	0.154***	0.134***
	(0.0306)	(0.0386)	(0.0356)	(0.0307)	(0.0388)	(0.0359)	(0.0312)	(0.0390)	(0.0357)	(0.0313)	(0.0391)	(0.0358)
Ticaret	0.00410	0.0291***	0.0230**	0.00454	0.0301***	0.0245**	0.00376	0.0285***	0.0230**	0.00385	0.0286**	0.0235**
	(0.00270)	(0.00811)	(0.00747)	(0.00264)	(0.00840)	(0.00758)	(0.00278)	(0.00829)	(0.00766)	(0.00276)	(0.00854)	(0.00772)
Kamu H.	-0.0833**	-0.203**	-0.199**	-0.0848**	-0.203**	-0.199**	-0.0836**	-0.203**	-0.198**	-0.0841**	-0.203**	-0.199**
	(0.0263)	(0.0611)	(0.0596)	(0.0264)	(0.0612)	(0.0600)	(0.0265)	(0.0608)	(0.0593)	(0.0268)	(0.0610)	(0.0596)
Nüfus	-0.00560**	-0.00290	-0.00354	-0.00562**	-0.00284	-0.00345	-0.00563**	-0.00297	-0.00358	-0.00562**	-0.00296	-0.00355
	(0.00175)	(0.00292)	(0.00267)	(0.00174)	(0.00292)	(0.00267)	(0.00175)	(0.00288)	(0.00264)	(0.00175)	(0.00288)	(0.00263)
İstikrar	0.0288***	0.0376***	0.0476***	0.0324***	0.0403***	0.0517***	0.0297***	0.0389***	0.0494***	0.0308***	0.0391***	0.0505***
	(0.00726)	(0.00816)	(0.0109)	(0.00697)	(0.00721)	(0.00966)	(0.00726)	(0.00810)	(0.0110)	(0.00709)	(0.00763)	(0.0102)
TOPLAM	-0.00174	-0.00382***	-0.00280**	0.00691	0.00239	0.00634						
	(0.000902)	(0.000993)	(0.000929)	(0.00950)	(0.00776)	(0.00851)						
TOPLAM*İstikrar				-0.00247	-0.00181	-0.00267						
				(0.00263)	(0.00229)	(0.00251)						
BRÜT							-0.000742	-0.00176**	-0.00138*	0.00117	-0.00143	0.000471
							(0.000455)	(0.000574)	(0.000581)	(0.00470)	(0.00442)	(0.00484)
BRÜT*İstikrar										-0.000534	-0.0000918	-0.000518
										(0.00128)	(0.00122)	(0.00134)
Kriz	-0.0160***	-0.0108***	0.0123	-0.0162***	-0.0108***	0.0127	-0.0162***	-0.0109***	0.0117	-0.0163***	-0.0109***	0.0116
	(0.00248)	(0.00275)	(0.0103)	(0.00252)	(0.00278)	(0.0104)	(0.00249)	(0.00275)	(0.0103)	(0.00251)	(0.00280)	(0.0103)
Sabit	-0.0634*	0.227**	0.196	-0.0760**	0.217**	0.182	-0.0670*	0.222**	0.185	-0.0708*	0.221**	0.181
	(0.0275)	(0.0745)	(0.103)	(0.0266)	(0.0761)	(0.102)	(0.0276)	(0.0751)	(0.102)	(0.0270)	(0.0757)	(0.102)
Düzeltilmiş R^2	0.208	0.189	0.261	0.209	0.189	0.262	0.212	0.191	0.267	0.212	0.191	0.267

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

büyüme üzerindeki anlamlılığını korumakta ve büyümeye pozitif etki etmektedir. Etkileşim terimi ise % 10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır ve ekonomik büyümeye negatif etki etmektedir. Doğrudan yabancı yatırım akımları ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, enflasyonla etkileşimi büyümeyi negatif etkilemektedir. Yüksek enflasyon seviyesi, doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisini azaltmaktadır.

Tablo 3.13 ve Tablo 3.14 sermaye akımlarının ekonomik büyüme etkisinin makroekonomik istikrarı temsil eden ICRG istikrar endeksine bağlı olarak değişip değişmediğini gösteren doğrusal etkileşim modeli sonuçlarını göstermektedir. Alternatif makroekonomik istikrar göstergesine göre, makroekonomik istikrardaki artışlar ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Makroekonomik istikrarın büyüme üzerindeki etkisi, % 1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak da anlamlıdır (Tablo 3.13). Etkileşim modeline göre makroekonomik istikrar göstergesinin sermaye akımları etkileşimi pozitif olarak modele girmelidir. Doğrudan yabancı yatırım akımlarının (DYY) olduğu modele etkileşim terimi eklendiğinde, doğrudan yabancı yatırımların etkisi negatif olmakta ve anlamsızlaşmaktadır. Ancak etkileşim terimi pozitif ve % 10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır (Tablo 3.13). Bulgulara göre, doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkisi bulunmazken, yüksek makroekonomik istikrar seviyesine bağlı olan pozitif dolaylı büyüme etkisi bulunmaktadır.

Tablo 3.14'de birikimli doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri stokuna (DYY) ilişkin etkileşim modelinde, birikimli doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri stokunun büyüme üzerindeki etkisi negatif ve istatistiksel olarak % 10 düzeyinde anlamlıyken, etkileşim terimi pozitif ve istatistiksel olarak % 10 düzeyinde anlamlıdır. Birikimli portföy hisse senedi yükümlülükleri stokunun (PHS) etkileşim modelinde de portföy yükümlülüklerinin büyüme etkisi negatif ancak etkileşim etkisi pozitiftir. Sonuçlar, birikimli doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri stokunun ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkilerinin negatif, makroekonomik istikrara bağlı dolaylı etkilerinin ise pozitif olduğunu göstermektedir. Bulgulara göre yüksek makroekonomik istikrar seviyesi, birikimli doğrudan yabancı yatırım ve portföy hisse senedi yükümlülükleri stokunun büyüme üzerindeki negatif etkisini azaltmaktadır. Sonuçlar, özellikle doğrudan yabancı yatırım akımlarının büyüme etkisinin yüksek makroekonomik istikrar ortamında arttığını göstermektedir[87]. Enflasyon ve makroekonomik istikrar değişkenlerine ilişkin analiz sonuçları, doğrudan yabancı yatırımların

[87] Ancak Tablo 3.13'deki borç akımları (BORÇ), toplam yükümlülük (TOPLAM) akımları ve Tablo 3.14'deki birikimli borç stoklarının (BORÇ) olduğu modellere etkileşim teriminin dahil edilmesi durumunda eşik hipotezi yaklaşımının öngörülerinin aksine etkileşim terimi negatif değer almaktadır.

ekonomik büyüme etkisinin yüksek makroekonomik istikrar seviyesine bağlı olarak arttığını gösteren Arteta vd. (2001), Bengoa ve Sanchez-Robles (2003), Alguacil vd. (2011)'nin bulguları ile tutarlıdır.

Tablo 3.15 ve Tablo 3.16 sermaye akımlarının ekonomik büyüme etkisinin özel sektöre verilen bankacılık kredilerinin GSYİH içindeki payı ile temsil edilen finansal gelişme seviyesi ile değişip değişmediğini gösteren doğrusal etkileşim modeli sonuçlarını göstermektedir. Tablo 3.17 ve Tablo 3.18 ise M2 para arzının GSYİH içindeki payı ile temsil edilen alternatif finansal gelişme göstergesine ilişkin doğrusal etkileşim modeli sonuçlarını göstermektedir. Sermaye akımları-finansal gelişme etkileşimine baktığımızda, özel sektör kredilerinin ve M2 para arzının GSYİH içindeki payı ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Etki, modeller arasında anlamsız ya da negatiftir. Çalışmada finansal gelişme seviyesine ilişkin etkileşim etkilerine de rastlanmaktadır. Özel sektör kredilerinin finansal gelişme eşiği olarak kullanıldığı modelde, birikimli borç yükümlülükleri stoku (BORÇ) ekonomik büyümeyi negatif etkilerken, birikimli borç yükümlülükleri stoku-finansal gelişme seviyesi etkileşimi pozitif değer almaktadır (Tablo 3.16). Ayrıca artan finansal gelişme düzeyi, birikimli toplam yükümlülük stoklarının büyüme üzerindeki negatif etkisini azaltmaktadır. Birikimli toplam yükümlülük stokuna (TOPLAM) ilişkin etkileşim modelinde, birikimli toplam yükümlülük stokunun büyüme üzerindeki doğrudan etkisi negatifken, finansal gelişme düzeyine bağlı dolaylı etkisi pozitiftir. Modelde etkileşim terimi istatistiksel olarak anlamlı ve pozitiftir (Tablo 3.16). Finansal gelişme, birikimli borç ve yükümlülük stoklarının büyüme üzerindeki negatif etkisini azaltmaktadır[88].

M2 para arzının finansal gelişme göstergesi olarak kullanıldığı durumda, birikimli borç yükümlülükleri stokunun, birikimli toplam yükümlülük stokunun ve brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun büyüme üzerindeki doğrudan etkileri negatifken, finansal gelişme seviyesine bağlı etkileşim etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır (Tablo 3.18)[89]. Bulgular, finansal sistemdeki gelişmelerin sermaye akımlarının büyüme etkisini arttırdığına ilişkin sınırlı kanıtlar sunmaktadır. Artan finansal gelişme seviyesi, özellikle borç yükümlülükleri ve toplam yükümlülükler şeklindeki sermaye akımlarının büyüme üzerindeki negatif etkisini azaltmaktadır. Finansal sistemdeki gelişme, borç stokları şeklindeki sermaye akımlarının büyümeye etkisini farklılaştırmaktadır. Bulgular, birikimli borç yükümlülükleri

[88] Tablo 3.15'deki toplam yükümlülük (TOPLAM) akımları ve Tablo 3.16'daki birikimli portföy hisse senedi stoklarının (PHS) olduğu modellere etkileşim teriminin dahil edilmesi durumunda eşik hipotezi yaklaşımının öngörülerinin aksine etkileşim terimi negatif değer almaktadır.

[89] Tablo 3.17'deki borç (BORÇ) ve toplam yükümlülük (TOPLAM) akımları ve Tablo 3.18'deki birikimli portföy hisse senedi stoklarının (PHS) olduğu modellere etkileşim teriminin dahil edilmesi durumunda eşik hipotezi yaklaşımının öngörülerinin aksine etkileşim terimi negatif değer almaktadır.

Tablo 3.15. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (Özel Sektör Kredileri) (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00429*	-0.0424***	-0.0474***	-0.00427*	-0.0427***	-0.0474***	-0.00456*	-0.0427***	-0.0476***	-0.00460*	-0.0434***	-0.0480***
	(0.00182)	(0.00922)	(0.00971)	(0.00181)	(0.00930)	(0.00976)	(0.00185)	(0.00916)	(0.00962)	(0.00183)	(0.00932)	(0.00977)
Beşeri S.	0.00998**	0.0407***	0.0103	0.00945**	0.0404***	0.0102	0.0105**	0.0397***	0.00980	0.00950**	0.0389***	0.0105
	(0.00315)	(0.0105)	(0.0123)	(0.00312)	(0.0107)	(0.0122)	(0.00325)	(0.0104)	(0.0124)	(0.00311)	(0.0105)	(0.0123)
Yatırım	0.208***	0.169***	0.160***	0.205***	0.168***	0.160***	0.210***	0.170***	0.160***	0.203***	0.167***	0.157***
	(0.0283)	(0.0344)	(0.0369)	(0.0288)	(0.0347)	(0.0366)	(0.0284)	(0.0340)	(0.0366)	(0.0287)	(0.0344)	(0.0367)
Ticaret	0.000243	0.0301**	0.0195*	0.000399	0.0299**	0.0195*	0.00219	0.0309***	0.0200*	0.00126	0.0303**	0.0195*
	(0.00219)	(0.00907)	(0.00825)	(0.00220)	(0.00908)	(0.00827)	(0.00219)	(0.00887)	(0.00808)	(0.00203)	(0.00889)	(0.00811)
Kamu H.	-0.0654*	-0.217***	-0.204***	-0.0666*	-0.217***	-0.204***	-0.0651*	-0.215***	-0.202***	-0.0665*	-0.214***	-0.202***
	(0.0259)	(0.0404)	(0.0435)	(0.0260)	(0.0404)	(0.0436)	(0.0254)	(0.0406)	(0.0438)	(0.0260)	(0.0404)	(0.0434)
Nüfus	-0.00698***	-0.00610**	-0.00592**	-0.00683***	-0.00606**	-0.00592**	-0.00721***	-0.00624**	-0.00607**	-0.00687***	-0.00617**	-0.00603**
	(0.00184)	(0.00209)	(0.00203)	(0.00181)	(0.00209)	(0.00203)	(0.00187)	(0.00208)	(0.00203)	(0.00183)	(0.00207)	(0.00202)
Kredi	-0.00791*	-0.0155**	-0.0195***	-0.00539	-0.0143*	-0.0196***	-0.00825*	-0.0150**	-0.0191***	-0.00391	-0.0124*	-0.0164**
	(0.00348)	(0.00512)	(0.00496)	(0.00373)	(0.00569)	(0.00570)	(0.00351)	(0.00490)	(0.00478)	(0.00375)	(0.00539)	(0.00546)
DYY	0.118**	0.124*	0.110*	0.173*	0.141	0.109						
	(0.0411)	(0.0479)	(0.0444)	(0.0783)	(0.0854)	(0.0830)						
DYY* Kredi				-0.0551	-0.0175	0.00118						
				(0.0435)	(0.0490)	(0.0471)						
DYY+ PHS							0.0569*	0.110***	0.0999**	0.166**	0.149*	0.138*
							(0.0277)	(0.0314)	(0.0296)	(0.0566)	(0.0588)	(0.0579)
DYY+ PHS* Kredi										-0.0804*	-0.0335	-0.0320
										(0.0311)	(0.0285)	(0.0300)
Kriz	-0.0131***	-0.0101**	0.0292**	-0.0134***	-0.0101***	0.0292**	-0.0125***	-0.00921**	0.0289**	-0.0129***	-0.00929**	0.0280**
	(0.00260)	(0.00298)	(0.00880)	(0.00257)	(0.00289)	(0.00875)	(0.00264)	(0.00300)	(0.00882)	(0.00259)	(0.00298)	(0.00876)
Sabit	0.0112	0.266***	0.377***	0.0112	0.268***	0.377***	0.0122	0.268***	0.379***	0.0129	0.275***	0.380***
	(0.0122)	(0.0655)	(0.0763)	(0.0121)	(0.0666)	(0.0764)	(0.0122)	(0.0653)	(0.0759)	(0.0123)	(0.0669)	(0.0768)
Düzeltilmiş R^2	0.187	0.160	0.229	0.188	0.161	0.229	0.183	0.164	0.232	0.189	0.165	0.233

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.15. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (Özel Sektör Kredileri) (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00499*	-0.0414***	-0.0473***	-0.00508*	-0.0417***	-0.0480***	-0.00496*	-0.0417***	-0.0472***	-0.00510**	-0.0422***	-0.0480***
	(0.00196)	(0.00936)	(0.00984)	(0.00194)	(0.00953)	(0.00998)	(0.00195)	(0.00938)	(0.00986)	(0.00192)	(0.00963)	(0.0100)
Beşeri S.	0.0115**	0.0417***	0.00655	0.0114**	0.0415***	0.00613	0.0112**	0.0400***	0.00684	0.0109**	0.0396***	0.00663
	(0.00354)	(0.0104)	(0.0128)	(0.00351)	(0.0104)	(0.0128)	(0.00347)	(0.0102)	(0.0127)	(0.00343)	(0.0102)	(0.0126)
Yatırım	0.202***	0.163***	0.153***	0.200***	0.164***	0.154***	0.203***	0.157***	0.149***	0.200***	0.157***	0.148***
	(0.0298)	(0.0321)	(0.0353)	(0.0296)	(0.0321)	(0.0354)	(0.0295)	(0.0317)	(0.0351)	(0.0292)	(0.0317)	(0.0351)
Ticaret	0.00502*	0.0342***	0.0227**	0.00489*	0.0340***	0.0223**	0.00337	0.0317***	0.0208*	0.00306	0.0313***	0.0202*
	(0.00190)	(0.00910)	(0.00832)	(0.00192)	(0.00905)	(0.00821)	(0.00193)	(0.00901)	(0.00825)	(0.00198)	(0.00887)	(0.00806)
Kamu H.	-0.0707**	-0.209***	-0.194***	-0.0711**	-0.208***	-0.192***	-0.0681**	-0.205***	-0.191***	-0.0690**	-0.203***	-0.189***
	(0.0250)	(0.0422)	(0.0448)	(0.0250)	(0.0426)	(0.0452)	(0.0253)	(0.0415)	(0.0441)	(0.0254)	(0.0418)	(0.0443)
Nüfus	-0.00770***	-0.00755**	-0.00717**	-0.00754***	-0.00756**	-0.00719**	-0.00763***	-0.00766***	-0.00727**	-0.00735***	-0.00766***	-0.00728**
	(0.00192)	(0.00226)	(0.00220)	(0.00191)	(0.00226)	(0.00220)	(0.00194)	(0.00223)	(0.00217)	(0.00191)	(0.00223)	(0.00216)
Kredi	-0.00976**	-0.0194***	-0.0238***	-0.00848*	-0.0181**	-0.0216***	-0.0101**	-0.0204***	-0.0244***	-0.00760*	-0.0181**	-0.0211***
	(0.00337)	(0.00461)	(0.00461)	(0.00368)	(0.00552)	(0.00544)	(0.00338)	(0.00461)	(0.00454)	(0.00373)	(0.00566)	(0.00556)
BORÇ	0.0353***	0.0409***	0.0376***	0.0490***	0.0470***	0.0492***						
	(0.00624)	(0.00481)	(0.00562)	(0.00714)	(0.00831)	(0.00782)						
BORÇ* Kredi				-0.0108*	-0.00499	-0.00945						
				(0.00463)	(0.00564)	(0.00573)						
TOPLAM							0.0316***	0.0418***	0.0383***	0.0511***	0.0504***	0.0508***
							(0.00730)	(0.00419)	(0.00448)	(0.00680)	(0.00846)	(0.00717)
TOPLAM* Kredi										-0.0149***	-0.00691	-0.0101*
										(0.00428)	(0.00500)	(0.00481)
Kriz	-0.0115***	-0.00842**	-0.00590	-0.0115***	-0.00849**	-0.00596	-0.0115***	-0.00755**	-0.00663	-0.0116***	-0.00766**	0.0324***
	(0.00271)	(0.00278)	(0.00874)	(0.00268)	(0.00277)	(0.00877)	(0.00268)	(0.00280)	(0.00867)	(0.00265)	(0.00277)	(0.00904)
Sabit	0.0163	0.258***	0.387***	0.0166	0.260***	0.391***	0.0163	0.266***	0.387***	0.0169	0.270***	0.392***
	(0.0128)	(0.0669)	(0.0784)	(0.0127)	(0.0679)	(0.0788)	(0.0128)	(0.0675)	(0.0787)	(0.0127)	(0.0692)	(0.0794)
Düzeltilmiş R^2	0.195	0.176	0.242	0.196	0.176	0.243	0.197	0.182	0.247	0.200	0.182	0.248

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.16. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (Özel Sektör Kredileri) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00344	-0.0374***	-0.0423***	-0.00340	-0.0375***	-0.0423***	-0.00342	-0.0376***	-0.0418***	-0.00385	-0.0399***	-0.0435***
	(0.00199)	(0.00938)	(0.00947)	(0.00200)	(0.00937)	(0.00948)	(0.00199)	(0.00960)	(0.00948)	(0.00200)	(0.00986)	(0.00976)
Beşeri S.	0.00996**	0.0412***	0.00831	0.00974**	0.0409***	0.00841	0.0102**	0.0404***	0.0101	0.0100**	0.0381***	0.0103
	(0.00328)	(0.0101)	(0.0124)	(0.00336)	(0.0106)	(0.0125)	(0.00327)	(0.0103)	(0.0129)	(0.00328)	(0.0103)	(0.0131)
Yatırım	0.222***	0.200***	0.186***	0.221***	0.200***	0.187***	0.227***	0.213***	0.198***	0.225***	0.215***	0.200***
	(0.0302)	(0.0333)	(0.0360)	(0.0303)	(0.0339)	(0.0364)	(0.0291)	(0.0343)	(0.0366)	(0.0285)	(0.0343)	(0.0362)
Ticaret	0.00403	0.0344**	0.0256*	0.00403	0.0344**	0.0257*	0.00351	0.0317***	0.0223*	0.00269	0.0301**	0.0210*
	(0.00292)	(0.0114)	(0.0106)	(0.00295)	(0.0114)	(0.0107)	(0.00198)	(0.00911)	(0.00862)	(0.00205)	(0.00903)	(0.00852)
Kamu H.	-0.0773**	-0.210***	-0.190***	-0.0788**	-0.210***	-0.190***	-0.0790**	-0.208***	-0.188***	-0.0807**	-0.204***	-0.185***
	(0.0257)	(0.0426)	(0.0453)	(0.0262)	(0.0433)	(0.0460)	(0.0260)	(0.0437)	(0.0455)	(0.0266)	(0.0441)	(0.0457)
Nüfus	-0.00631**	-0.00448	-0.00445	-0.00630**	-0.00449	-0.00443	-0.00621**	-0.00437	-0.00442	-0.00602**	-0.00469	-0.00476
	(0.00186)	(0.00286)	(0.00278)	(0.00186)	(0.00287)	(0.00281)	(0.00185)	(0.00283)	(0.00275)	(0.00184)	(0.00279)	(0.00272)
Kredi	-0.00796*	-0.0154*	-0.0198**	-0.00716	-0.0149*	-0.0204**	-0.00877*	-0.0169**	-0.0206***	-0.00721	-0.0143*	-0.0180**
	(0.00367)	(0.00612)	(0.00599)	(0.00401)	(0.00657)	(0.00624)	(0.00376)	(0.00625)	(0.00598)	(0.00382)	(0.00631)	(0.00617)
DYY	0.000133	0.000907	-0.00261	0.00290	0.00239	-0.00440						
	(0.00292)	(0.00577)	(0.00489)	(0.00675)	(0.0127)	(0.0107)						
DYY* Kredi				-0.00242	-0.00126	0.00147						
				(0.00433)	(0.00805)	(0.00666)						
PHS							0.00219	0.0129	0.00743	0.0289***	0.0381***	0.0309**
							(0.00286)	(0.00724)	(0.00666)	(0.00815)	(0.0106)	(0.00933)
PHS* Kredi										-0.0154***	-0.0136***	-0.0124***
										(0.00413)	(0.00374)	(0.00332)
Kriz	-0.0116***	-0.0108***	0.0301**	-0.0116***	-0.0108***	0.0303**	-0.0118***	-0.0109***	0.0280**	-0.0114***	-0.00995**	0.0272**
	(0.00269)	(0.00286)	(0.00921)	(0.00269)	(0.00287)	(0.00916)	(0.00271)	(0.00295)	(0.00944)	(0.00269)	(0.00292)	(0.00955)
Sabit	0.00205	0.212**	0.326***	0.00191	0.213**	0.326***	0.00123	0.213**	0.317***	0.00427	0.236**	0.329***
	(0.0132)	(0.0658)	(0.0721)	(0.0132)	(0.0665)	(0.0723)	(0.0131)	(0.0676)	(0.0716)	(0.0134)	(0.0701)	(0.0735)
Düzeltilmiş R^2	0.177	0.143	0.207	0.177	0.143	0.207	0.182	0.148	0.212	0.187	0.151	0.214

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.16. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (Özel Sektör Kredileri) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00337	-0.0373***	-0.0416***	-0.00336	-0.0382***	-0.0421***	-0.00318	-0.0393***	-0.0437***	-0.00316	-0.0379***	-0.0422***
	(0.00198)	(0.00946)	(0.00946)	(0.00197)	(0.00954)	(0.00956)	(0.00197)	(0.00949)	(0.00962)	(0.00200)	(0.00960)	(0.00977)
Beşeri S.	0.0101**	0.0402***	0.00921	0.00957**	0.0384***	0.00905	0.00893**	0.0433***	0.0123	0.00891**	0.0446***	0.0143
	(0.00327)	(0.0102)	(0.0126)	(0.00328)	(0.0103)	(0.0125)	(0.00319)	(0.00976)	(0.0120)	(0.00322)	(0.00969)	(0.0116)
Yatırım	0.227***	0.210***	0.194***	0.226***	0.209***	0.193***	0.205***	0.176***	0.168***	0.203***	0.170***	0.164***
	(0.0298)	(0.0342)	(0.0365)	(0.0296)	(0.0343)	(0.0364)	(0.0297)	(0.0347)	(0.0368)	(0.0300)	(0.0342)	(0.0364)
Ticaret	0.00302	0.0311**	0.0232*	0.00192	0.0302**	0.0224*	0.00697**	0.0373***	0.0262**	0.00715**	0.0384***	0.0274**
	(0.00253)	(0.0107)	(0.0102)	(0.00272)	(0.0107)	(0.0102)	(0.00228)	(0.00873)	(0.00817)	(0.00241)	(0.00854)	(0.00803)
Kamu H.	-0.0790**	-0.209***	-0.189***	-0.0820**	-0.209***	-0.189***	-0.0770**	-0.201***	-0.184***	-0.0753**	-0.204***	-0.186***
	(0.0259)	(0.0433)	(0.0454)	(0.0263)	(0.0431)	(0.0452)	(0.0253)	(0.0413)	(0.0437)	(0.0256)	(0.0413)	(0.0432)
Nüfus	-0.00616**	-0.00445	-0.00444	-0.00601**	-0.00459	-0.00460	-0.00607**	-0.00352	-0.00369	-0.00611**	-0.00322	-0.00341
	(0.00185)	(0.00282)	(0.00275)	(0.00184)	(0.00283)	(0.00278)	(0.00184)	(0.00284)	(0.00276)	(0.00184)	(0.00285)	(0.00278)
Kredi	-0.00867*	-0.0162*	-0.0201**	-0.00653	-0.0138*	-0.0180**	-0.00566	-0.00863	-0.0139*	-0.00787	-0.0198**	-0.0226**
	(0.00377)	(0.00619)	(0.00596)	(0.00403)	(0.00646)	(0.00627)	(0.00389)	(0.00638)	(0.00630)	(0.00423)	(0.00707)	(0.00674)
DYY+PHS	0.00116	0.00423	0.00109	0.00855	0.0102	0.00618						
	(0.00168)	(0.00388)	(0.00331)	(0.00493)	(0.00643)	(0.00574)						
DYY+PHS* Kredi				-0.00486	-0.00406	-0.00336						
				(0.00252)	(0.00277)	(0.00241)						
BORÇ							-0.00382**	-0.00719***	-0.00626***	-0.00605*	-0.0137***	-0.0115***
							(0.00125)	(0.00143)	(0.00128)	(0.00294)	(0.00280)	(0.00254)
BORÇ* Kredi										0.00194	0.00642**	0.00512*
										(0.00169)	(0.00232)	(0.00214)
Kriz	-0.0119***	-0.0112***	0.0288**	-0.0120***	-0.0110***	0.0280**	-0.0113***	-0.0110***	0.0281**	-0.0118***	-0.0124***	0.0266**
	(0.00269)	(0.00288)	(0.00943)	(0.00269)	(0.00288)	(0.00943)	(0.00260)	(0.00267)	(0.00894)	(0.00261)	(0.00253)	(0.00875)
Sabit	0.000825	0.213**	0.317***	0.000961	0.223**	0.321***	0.00521	0.224**	0.331***	0.00713	0.218**	0.320***
	(0.0131)	(0.0664)	(0.0715)	(0.0132)	(0.0681)	(0.0725)	(0.0131)	(0.0665)	(0.0733)	(0.0128)	(0.0677)	(0.0746)
Düzeltilmiş R^2	0.182	0.146	0.211	0.184	0.147	0.211	0.182	0.154	0.216	0.183	0.161	0.220

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.16. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (Özel Sektör Kredileri) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00321	-0.0376***	-0.0426***	-0.00318	-0.0361***	-0.0414***	-0.00312	-0.0364***	-0.0414***	-0.00305	-0.0344***	-0.0398***
	(0.00197)	(0.00951)	(0.00960)	(0.00200)	(0.00957)	(0.00969)	(0.00201)	(0.00943)	(0.00942)	(0.00207)	(0.00947)	(0.00947)
Beşeri S.	0.00969**	0.0426***	0.00925	0.00973**	0.0457***	0.0116	0.00956**	0.0413***	0.00817	0.00954**	0.0445***	0.0105
	(0.00323)	(0.0100)	(0.0121)	(0.00326)	(0.0101)	(0.0118)	(0.00328)	(0.00999)	(0.0120)	(0.00329)	(0.00999)	(0.0118)
Yatırım	0.213***	0.181***	0.170***	0.211***	0.177***	0.168***	0.219***	0.186***	0.173***	0.218***	0.180***	0.169***
	(0.0304)	(0.0356)	(0.0377)	(0.0307)	(0.0353)	(0.0376)	(0.0313)	(0.0360)	(0.0380)	(0.0319)	(0.0358)	(0.0379)
Ticaret	0.00651**	0.0421***	0.0309***	0.00700*	0.0431***	0.0319***	0.00559*	0.0409***	0.0303***	0.00586*	0.0427***	0.0319***
	(0.00243)	(0.00929)	(0.00858)	(0.00266)	(0.00925)	(0.00856)	(0.00250)	(0.00953)	(0.00875)	(0.00291)	(0.00949)	(0.00872)
Kamu H.	-0.0813**	-0.205***	-0.185***	-0.0794**	-0.207***	-0.187***	-0.0812**	-0.206***	-0.185***	-0.0807**	-0.207***	-0.186***
	(0.0252)	(0.0424)	(0.0449)	(0.0256)	(0.0423)	(0.0445)	(0.0257)	(0.0422)	(0.0446)	(0.0257)	(0.0419)	(0.0441)
Nüfus	-0.00614**	-0.00370	-0.00373	-0.00619**	-0.00323	-0.00332	-0.00619**	-0.00385	-0.00386	-0.00619**	-0.00329	-0.00334
	(0.00184)	(0.00289)	(0.00281)	(0.00183)	(0.00293)	(0.00286)	(0.00187)	(0.00288)	(0.00280)	(0.00187)	(0.00295)	(0.00288)
Kredi	-0.00657	-0.00956	-0.0146*	-0.00837*	-0.0190*	-0.0221**	-0.00713	-0.0112	-0.0157*	-0.00767	-0.0191*	-0.0224**
	(0.00392)	(0.00673)	(0.00654)	(0.00418)	(0.00754)	(0.00695)	(0.00383)	(0.00683)	(0.00662)	(0.00422)	(0.00758)	(0.00700)
TOPLAM	-0.00188*	-0.00494***	-0.00476***	-0.00359	-0.0102***	-0.00893***						
	(0.000884)	(0.00126)	(0.00108)	(0.00219)	(0.00235)	(0.00209)						
TOPLAM* Kredi				0.00122	0.00432*	0.00343*						
				(0.00112)	(0.00194)	(0.00167)						
BRÜT							-0.000598	-0.00197**	-0.00210**	-0.000961	-0.00510**	-0.00473**
							(0.000392)	(0.000731)	(0.000687)	(0.00129)	(0.00169)	(0.00163)
BRÜT* Kredi										0.000233	0.00221	0.00185
										(0.000658)	(0.00118)	(0.00103)
Kriz	-0.0111***	-0.0106***	0.0313***	-0.0114***	-0.0120***	0.0305***	-0.0113***	-0.0106***	0.0311***	-0.0114***	-0.0117***	0.0306***
	(0.00267)	(0.00274)	(0.00902)	(0.00264)	(0.00259)	(0.00889)	(0.00272)	(0.00282)	(0.00898)	(0.00270)	(0.00269)	(0.00883)
Sabit	0.00273	0.209**	0.325***	0.00412	0.197**	0.315***	0.00113	0.201**	0.317***	0.00114	0.183**	0.302***
	(0.0131)	(0.0662)	(0.0725)	(0.0129)	(0.0673)	(0.0736)	(0.0132)	(0.0656)	(0.0708)	(0.0132)	(0.0666)	(0.0716)
Düzeltilmiş R^2	0.184	0.152	0.217	0.185	0.158	0.221	0.186	0.150	0.217	0.186	0.155	0.220

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.17. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (M2 Para Arzı) (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00485**	-0.0446***	-0.0473***	-0.00488**	-0.0446***	-0.0472***	-0.00509**	-0.0450***	-0.0476***	-0.00519**	-0.0452***	-0.0479***
	(0.00181)	(0.0100)	(0.0105)	(0.00181)	(0.0101)	(0.0105)	(0.00184)	(0.00999)	(0.0104)	(0.00186)	(0.0101)	(0.0104)
Beşeri S.	0.00966**	0.0528***	0.0266	0.00944**	0.0527***	0.0266	0.0100**	0.0519***	0.0262	0.00950**	0.0513***	0.0263
	(0.00332)	(0.0102)	(0.0139)	(0.00333)	(0.0107)	(0.0139)	(0.00341)	(0.00997)	(0.0140)	(0.00336)	(0.0104)	(0.0139)
Yatırım	0.204***	0.157***	0.147***	0.200***	0.157***	0.147***	0.207***	0.158***	0.148***	0.198***	0.157***	0.146***
	(0.0284)	(0.0346)	(0.0363)	(0.0296)	(0.0348)	(0.0359)	(0.0287)	(0.0341)	(0.0359)	(0.0293)	(0.0343)	(0.0357)
Ticaret	0.00100	0.0325***	0.0237**	0.00145	0.0326**	0.0236**	0.00300	0.0331***	0.0240**	0.00313	0.0332***	0.0241**
	(0.00223)	(0.00937)	(0.00828)	(0.00236)	(0.00963)	(0.00845)	(0.00226)	(0.00938)	(0.00831)	(0.00228)	(0.00946)	(0.00841)
Kamu H.	-0.0691*	-0.222***	-0.211***	-0.0711**	-0.222***	-0.211***	-0.0685**	-0.219***	-0.209***	-0.0728**	-0.220***	-0.210***
	(0.0262)	(0.0420)	(0.0446)	(0.0260)	(0.0425)	(0.0453)	(0.0257)	(0.0422)	(0.0449)	(0.0260)	(0.0423)	(0.0450)
Nüfus	-0.00702***	-0.00496*	-0.00542*	-0.00702***	-0.00496*	-0.00542*	-0.00730***	-0.00508*	-0.00556**	-0.00720***	-0.00508*	-0.00556**
	(0.00189)	(0.00222)	(0.00210)	(0.00190)	(0.00222)	(0.00210)	(0.00192)	(0.00221)	(0.00210)	(0.00192)	(0.00221)	(0.00210)
M2	-0.00650	-0.0192**	-0.0226**	-0.00506	-0.0191**	-0.0228**	-0.00717*	-0.0181**	-0.0216**	-0.00384	-0.0172*	-0.0202**
	(0.00333)	(0.00659)	(0.00683)	(0.00344)	(0.00696)	(0.00733)	(0.00331)	(0.00642)	(0.00668)	(0.00355)	(0.00676)	(0.00723)
DYY	0.118**	0.115*	0.106*	0.143*	0.115	0.102						
	(0.0417)	(0.0469)	(0.0445)	(0.0667)	(0.0753)	(0.0751)						
DYY* M2				-0.0248	-0.000706	0.00342						
				(0.0307)	(0.0381)	(0.0383)						
DYY+ PHS							0.0578*	0.102**	0.0952**	0.129*	0.115*	0.113*
							(0.0279)	(0.0301)	(0.0288)	(0.0502)	(0.0536)	(0.0533)
DYY+ PHS* M2										-0.0468	-0.0102	-0.0146
										(0.0238)	(0.0210)	(0.0219)
Kriz	-0.0128***	-0.0101**	-0.0177	-0.0130***	-0.0101**	-0.0176	-0.0121***	-0.00943**	-0.0175	-0.0126***	-0.00943**	-0.0180
	(0.00265)	(0.00307)	(0.00948)	(0.00263)	(0.00308)	(0.00954)	(0.00271)	(0.00309)	(0.00955)	(0.00266)	(0.00309)	(0.00955)
Sabit	0.0171	0.255***	0.341***	0.0176	0.255***	0.341***	0.0182	0.258***	0.343***	0.0196	0.261***	0.345***
	(0.0115)	(0.0726)	(0.0852)	(0.0116)	(0.0737)	(0.0854)	(0.0116)	(0.0724)	(0.0845)	(0.0119)	(0.0737)	(0.0848)
Düzeltilmiş R^2	0.183	0.163	0.227	0.184	0.163	0.227	0.179	0.166	0.230	0.183	0.166	0.230

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.17. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (M2 Para Arzı) (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00564**	-0.0431***	-0.0466***	-0.00568**	-0.0433***	-0.0471***	-0.00562**	-0.0433***	-0.0465***	-0.00572**	-0.0436***	-0.0471***
	(0.00195)	(0.0102)	(0.0107)	(0.00194)	(0.0103)	(0.0107)	(0.00194)	(0.0103)	(0.0107)	(0.00193)	(0.0104)	(0.0108)
Beşeri S.	0.0109**	0.0540***	0.0232	0.0109**	0.0537***	0.0222	0.0106**	0.0520***	0.0234	0.0106**	0.0517***	0.0227
	(0.00369)	(0.00949)	(0.0147)	(0.00368)	(0.00946)	(0.0146)	(0.00362)	(0.00945)	(0.0146)	(0.00360)	(0.00946)	(0.0145)
Yatırım	0.197***	0.149***	0.139***	0.194***	0.148***	0.138***	0.199***	0.143***	0.134***	0.193***	0.142***	0.133***
	(0.0300)	(0.0324)	(0.0352)	(0.0300)	(0.0324)	(0.0352)	(0.0296)	(0.0322)	(0.0350)	(0.0300)	(0.0321)	(0.0349)
Ticaret	0.00590**	0.0369***	0.0276**	0.00598**	0.0370***	0.0278**	0.00441*	0.0347***	0.0259**	0.00471*	0.0349***	0.0261**
	(0.00217)	(0.00926)	(0.00814)	(0.00220)	(0.00926)	(0.00815)	(0.00209)	(0.00917)	(0.00807)	(0.00221)	(0.00918)	(0.00805)
Kamu H.	-0.0745**	-0.210***	-0.197***	-0.0758**	-0.210***	-0.197***	-0.0719**	-0.206***	-0.195***	-0.0749**	-0.206***	-0.195***
	(0.0255)	(0.0428)	(0.0455)	(0.0255)	(0.0428)	(0.0455)	(0.0257)	(0.0423)	(0.0448)	(0.0258)	(0.0423)	(0.0446)
Nüfus	-0.00781***	-0.00643**	-0.00675**	-0.00771***	-0.00643**	-0.00677**	-0.00776***	-0.00659**	-0.00687**	-0.00763***	-0.00659**	-0.00689**
	(0.00197)	(0.00236)	(0.00226)	(0.00197)	(0.00236)	(0.00225)	(0.00200)	(0.00233)	(0.00223)	(0.00198)	(0.00233)	(0.00223)
M2	-0.00780*	-0.0246***	-0.0279***	-0.00684*	-0.0236***	-0.0259***	-0.00844**	-0.0251***	-0.0281***	-0.00635	-0.0241***	-0.0259***
	(0.00315)	(0.00626)	(0.00655)	(0.00335)	(0.00684)	(0.00711)	(0.00319)	(0.00626)	(0.00654)	(0.00348)	(0.00692)	(0.00722)
BORÇ	0.0344***	0.0397***	0.0360***	0.0451***	0.0442***	0.0458***						
	(0.00666)	(0.00459)	(0.00582)	(0.00775)	(0.00657)	(0.00743)						
BORÇ* M2				-0.00936	-0.00414	-0.00901*						
				(0.00626)	(0.00367)	(0.00399)						
TOPLAM							0.0311***	0.0401***	0.0365***	0.0457***	0.0435***	0.0441***
							(0.00743)	(0.00487)	(0.00555)	(0.00723)	(0.00676)	(0.00732)
TOPLAM* M2										-0.0119*	-0.00312	-0.00701*
										(0.00586)	(0.00329)	(0.00349)
Kriz	-0.0113***	-0.00833**	-0.0121	-0.0113***	-0.00839**	-0.0122	-0.0112***	-0.00750*	-0.0129	-0.0113***	-0.00755*	-0.0132
	(0.00276)	(0.00285)	(0.0103)	(0.00274)	(0.00284)	(0.0103)	(0.00275)	(0.00289)	(0.0103)	(0.00272)	(0.00288)	(0.0102)
Sabit	0.0235	0.243**	0.345***	0.0237	0.245**	0.351***	0.0236	0.251**	0.346***	0.0243	0.254**	0.351***
	(0.0123)	(0.0748)	(0.0894)	(0.0122)	(0.0753)	(0.0888)	(0.0123)	(0.0754)	(0.0895)	(0.0123)	(0.0762)	(0.0892)
Düzeltilmiş R^2	0.191	0.178	0.239	0.192	0.178	0.240	0.193	0.183	0.244	0.195	0.183	0.244

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.18. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (M2 Para Arzı) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00387	-0.0373***	-0.0401***	-0.00388	-0.0368***	-0.0396***	-0.00392	-0.0373***	-0.0395***	-0.00423*	-0.0388***	-0.0406***
	(0.00200)	(0.0104)	(0.0106)	(0.00200)	(0.0104)	(0.0106)	(0.00200)	(0.0104)	(0.0105)	(0.00203)	(0.0108)	(0.0108)
Beşeri S.	0.00934**	0.0507***	0.0217	0.00953**	0.0526***	0.0219	0.00955**	0.0505***	0.0242	0.00948**	0.0486***	0.0245
	(0.00349)	(0.00941)	(0.0137)	(0.00356)	(0.0102)	(0.0139)	(0.00349)	(0.00959)	(0.0143)	(0.00352)	(0.00974)	(0.0145)
Yatırım	0.220***	0.189***	0.177***	0.221***	0.190***	0.178***	0.224***	0.201***	0.188***	0.221***	0.202***	0.189***
	(0.0305)	(0.0321)	(0.0341)	(0.0306)	(0.0321)	(0.0344)	(0.0294)	(0.0328)	(0.0347)	(0.0294)	(0.0331)	(0.0347)
Ticaret	0.00435	0.0357**	0.0281**	0.00454	0.0355**	0.0277*	0.00427*	0.0348***	0.0271**	0.00446*	0.0351***	0.0274**
	(0.00300)	(0.0116)	(0.0106)	(0.00299)	(0.0117)	(0.0107)	(0.00213)	(0.00947)	(0.00881)	(0.00219)	(0.00956)	(0.00890)
Kamu H.	-0.0803**	-0.202***	-0.184***	-0.0790**	-0.200***	-0.180***	-0.0822**	-0.198***	-0.180***	-0.0843**	-0.197***	-0.180***
	(0.0258)	(0.0430)	(0.0458)	(0.0260)	(0.0441)	(0.0474)	(0.0260)	(0.0448)	(0.0467)	(0.0268)	(0.0450)	(0.0467)
Nüfus	-0.00632**	-0.00339	-0.00407	-0.00632**	-0.00325	-0.00378	-0.00625**	-0.00323	-0.00390	-0.00619**	-0.00336	-0.00402
	(0.00191)	(0.00294)	(0.00282)	(0.00190)	(0.00302)	(0.00289)	(0.00190)	(0.00291)	(0.00280)	(0.00190)	(0.00293)	(0.00281)
M2	-0.00665	-0.0229**	-0.0260**	-0.00729*	-0.0243**	-0.0290***	-0.00730*	-0.0257**	-0.0280***	-0.00622	-0.0232**	-0.0257**
	(0.00351)	(0.00762)	(0.00768)	(0.00361)	(0.00791)	(0.00816)	(0.00344)	(0.00768)	(0.00782)	(0.00360)	(0.00830)	(0.00856)
DYY	0.000794	0.00442	0.00229	-0.00167	-0.000392	-0.00729						
	(0.00330)	(0.00679)	(0.00606)	(0.00519)	(0.0107)	(0.00877)						
DYY* M2				0.00128	0.00237	0.00448						
				(0.00159)	(0.00318)	(0.00278)						
PHS							0.00233	0.0178	0.0132	0.0172	0.0326**	0.0261*
							(0.00312)	(0.00936)	(0.00934)	(0.00961)	(0.00980)	(0.00992)
PHS* M2										-0.00799	-0.00763*	-0.00651*
										(0.00479)	(0.00294)	(0.00319)
Kriz	-0.0114***	-0.0108***	0.0229*	-0.0113***	-0.0107***	0.0250*	-0.0115***	-0.0104***	0.0211*	-0.0114***	-0.0100**	0.0201
	(0.00274)	(0.00281)	(0.00962)	(0.00271)	(0.00280)	(0.00980)	(0.00279)	(0.00298)	(0.00993)	(0.00277)	(0.00299)	(0.0101)
Sabit	0.00710	0.188*	0.280**	0.00697	0.181*	0.276**	0.00698	0.187*	0.267**	0.00911	0.201*	0.274**
	(0.0127)	(0.0732)	(0.0819)	(0.0127)	(0.0759)	(0.0830)	(0.0127)	(0.0742)	(0.0816)	(0.0130)	(0.0779)	(0.0829)
Düzeltilmiş R^2	0.173	0.146	0.205	0.173	0.146	0.206	0.179	0.152	0.210	0.180	0.153	0.211

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.18. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (M2 Para Arzı) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00386	-0.0370***	-0.0392***	-0.00387	-0.0372***	-0.0390***	-0.00345	-0.0392***	-0.0417***	-0.00347	-0.0373***	-0.0399***
	(0.00199)	(0.0104)	(0.0106)	(0.00199)	(0.0107)	(0.0107)	(0.00195)	(0.0102)	(0.0104)	(0.00196)	(0.0105)	(0.0107)
Beşeri S.	0.00950**	0.0496***	0.0235	0.00945**	0.0491***	0.0234	0.00831*	0.0523***	0.0226	0.00825*	0.0538***	0.0249
	(0.00349)	(0.00954)	(0.0139)	(0.00353)	(0.0101)	(0.0139)	(0.00343)	(0.00923)	(0.0134)	(0.00344)	(0.00937)	(0.0129)
Yatırım	0.225***	0.200***	0.186***	0.225***	0.200***	0.186***	0.202***	0.167***	0.158***	0.202***	0.164***	0.156***
	(0.0301)	(0.0327)	(0.0344)	(0.0302)	(0.0327)	(0.0344)	(0.0298)	(0.0340)	(0.0356)	(0.0300)	(0.0340)	(0.0356)
Ticaret	0.00358	0.0321**	0.0253*	0.00353	0.0322**	0.0253*	0.00731**	0.0396***	0.0307***	0.00724**	0.0399***	0.0312***
	(0.00259)	(0.0109)	(0.0102)	(0.00261)	(0.0109)	(0.0102)	(0.00245)	(0.00909)	(0.00837)	(0.00244)	(0.00882)	(0.00809)
Kamu H.	-0.0819**	-0.200***	-0.181***	-0.0823**	-0.200***	-0.181***	-0.0796**	-0.196***	-0.179***	-0.0771**	-0.194***	-0.177***
	(0.0259)	(0.0441)	(0.0461)	(0.0264)	(0.0444)	(0.0467)	(0.0253)	(0.0420)	(0.0445)	(0.0259)	(0.0415)	(0.0437)
Nüfus	-0.00620**	-0.00338	-0.00403	-0.00620**	-0.00342	-0.00397	-0.00602**	-0.00229	-0.00310	-0.00607**	-0.00222	-0.00297
	(0.00189)	(0.00289)	(0.00278)	(0.00189)	(0.00295)	(0.00283)	(0.00189)	(0.00299)	(0.00285)	(0.00189)	(0.00300)	(0.00286)
M2	-0.00735*	-0.0253**	-0.0275***	-0.00717	-0.0248**	-0.0281**	-0.00407	-0.0146*	-0.0188*	-0.00615	-0.0255**	-0.0279**
	(0.00362)	(0.00796)	(0.00804)	(0.00384)	(0.00833)	(0.00860)	(0.00363)	(0.00720)	(0.00729)	(0.00417)	(0.00810)	(0.00837)
DYY+PHS	0.00149	0.00764	0.00543	0.00211	0.00877	0.00388						
	(0.00201)	(0.00431)	(0.00402)	(0.00371)	(0.00676)	(0.00614)						
DYY+PHS* M2				-0.000309	-0.000527	0.000684						
				(0.00153)	(0.00196)	(0.00180)						
BORÇ							-0.00397**	-0.00705***	-0.00645***	-0.00596*	-0.0129***	-0.0115***
							(0.00128)	(0.00142)	(0.00127)	(0.00265)	(0.00289)	(0.00267)
BORÇ* M2										0.00172	0.00585**	0.00496*
										(0.00145)	(0.00211)	(0.00216)
Kriz	-0.0116***	-0.0110***	0.0209*	-0.0117***	-0.0110***	-0.0180	-0.0113***	-0.0109***	0.0231*	-0.0117***	-0.0123***	-0.0178
	(0.00275)	(0.00284)	(0.00974)	(0.00275)	(0.00285)	(0.00988)	(0.00271)	(0.00271)	(0.00937)	(0.00269)	(0.00263)	(0.00897)
Sabit	0.00647	0.188*	0.268**	0.00659	0.191*	0.267**	0.00913	0.200**	0.291***	0.0110	0.189*	0.278**
	(0.0126)	(0.0734)	(0.0816)	(0.0128)	(0.0773)	(0.0825)	(0.0125)	(0.0724)	(0.0809)	(0.0122)	(0.0739)	(0.0835)
Düzeltilmiş R^2	0.179	0.150	0.209	0.179	0.150	0.209	0.179	0.156	0.214	0.180	0.161	0.218

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.18. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Finansal Gelişmenin Etkisi (M2 Para Arzı) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00358	-0.0384***	-0.0412***	-0.00351	-0.0361***	-0.0391***	-0.00356	-0.0369***	-0.0397***	-0.00337	-0.0343**	-0.0372***
	(0.00195)	(0.0104)	(0.0106)	(0.00196)	(0.0105)	(0.0108)	(0.00199)	(0.0103)	(0.0104)	(0.00203)	(0.0105)	(0.0106)
Beşeri S.	0.00904*	0.0518***	0.0200	0.00906*	0.0562***	0.0230	0.00909*	0.0506***	0.0189	0.00902*	0.0552***	0.0218
	(0.00345)	(0.00953)	(0.0137)	(0.00346)	(0.00962)	(0.0134)	(0.00354)	(0.00951)	(0.0138)	(0.00355)	(0.00957)	(0.0134)
Yatırım	0.209***	0.173***	0.162***	0.210***	0.174***	0.163***	0.215***	0.178***	0.165***	0.215***	0.177***	0.164***
	(0.0305)	(0.0347)	(0.0363)	(0.0304)	(0.0343)	(0.0361)	(0.0314)	(0.0350)	(0.0365)	(0.0314)	(0.0345)	(0.0363)
Ticaret	0.00695**	0.0437***	0.0349***	0.00699**	0.0411***	0.0325***	0.00606*	0.0428***	0.0345***	0.00625*	0.0404***	0.0319***
	(0.00256)	(0.00984)	(0.00910)	(0.00254)	(0.00986)	(0.00908)	(0.00261)	(0.0101)	(0.00931)	(0.00264)	(0.0101)	(0.00932)
Kamu H.	-0.0845**	-0.201***	-0.181***	-0.0803**	-0.197***	-0.177***	-0.0848**	-0.200***	-0.181***	-0.0826**	-0.196***	-0.176***
	(0.0253)	(0.0434)	(0.0459)	(0.0257)	(0.0432)	(0.0456)	(0.0257)	(0.0431)	(0.0456)	(0.0256)	(0.0428)	(0.0451)
Nüfus	-0.00611**	-0.00252	-0.00327	-0.00612**	-0.00214	-0.00286	-0.00615**	-0.00275	-0.00343	-0.00610**	-0.00223	-0.00287
	(0.00189)	(0.00304)	(0.00289)	(0.00188)	(0.00306)	(0.00292)	(0.00192)	(0.00302)	(0.00288)	(0.00194)	(0.00306)	(0.00292)
M2	-0.00453	-0.0138	-0.0182*	-0.00701	-0.0240**	-0.0277**	-0.00510	-0.0160*	-0.0197*	-0.00646	-0.0247**	-0.0286**
	(0.00374)	(0.00741)	(0.00769)	(0.00410)	(0.00871)	(0.00899)	(0.00366)	(0.00744)	(0.00781)	(0.00410)	(0.00870)	(0.00900)
TOPLAM	-0.00199*	-0.00465***	-0.00455***	-0.00401*	-0.00876***	-0.00836***						
	(0.000935)	(0.00121)	(0.00111)	(0.00164)	(0.00198)	(0.00175)						
TOPLAM* M2				0.00136	0.00341*	0.00317*						
				(0.000717)	(0.00130)	(0.00121)						
BRÜT							-0.000628	-0.00177*	-0.00196**	-0.00146	-0.00413***	-0.00433***
							(0.000427)	(0.000697)	(0.000687)	(0.000863)	(0.00117)	(0.00116)
BRÜT* M2										0.000483	0.00163*	0.00164*
										(0.000365)	(0.000684)	(0.000638)
Kriz	-0.0111***	-0.0108***	0.0256**	-0.0113***	-0.0118***	0.0255**	-0.0112***	-0.0107***	0.0253**	-0.0113***	-0.0116***	0.0257**
	(0.00275)	(0.00278)	(0.00943)	(0.00272)	(0.00264)	(0.00943)	(0.00279)	(0.00283)	(0.00940)	(0.00276)	(0.00270)	(0.00940)
Sabit	0.00745	0.192*	0.289***	0.00857	0.171*	0.272**	0.00598	0.181*	0.279***	0.00549	0.157*	0.258**
	(0.0126)	(0.0733)	(0.0808)	(0.0122)	(0.0750)	(0.0833)	(0.0128)	(0.0728)	(0.0794)	(0.0128)	(0.0751)	(0.0818)
Düzeltilmiş R^2	0.181	0.154	0.214	0.182	0.159	0.218	0.182	0.152	0.214	0.183	0.157	0.219

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

stokunun büyüme üzerindeki negatif etkisinin, artan finansal gelişme seviyesi ile azaldığını gösteren Kose vd. (2011)'nin bulgularıyla tutarlıdır.

Tablo 3.19-3.20-3.21 ve 3.22 sermaye akımlarının ekonomik büyüme etkisinin kurumsal kalite seviyesi ile değişip değişmediğini gösteren doğrusal etkileşim modeli sonuçlarını göstermektedir. Kurumsal gelişme göstergelerine baktığımızda, kurumsal gelişme seviyesi ekonomik büyümeyi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilemektedir (Tablo 3.19-Tablo 3.22).

Bulgular kurumsal kalitenin ekonomik büyümeyi doğrudan pozitif etkilediğini göstermektedir. Çalışmada sermaye akımları-kurumsal kalite ilişkisine yönelik etkileşim etkilerine de rastlanmaktadır. Sermaye akımları-kurumsal kalite seviyesi etkileşim parametresinin regresyona ilave edildiği durumda birikimli toplam yükümlülük stoklarının anlamlı olarak negatif etkiye sahip olduğunu, birikimli toplam yükümlülük stoklarının kurumsal kalite etkileşiminin ise pozitif olarak, negatif etkiyi anlamlı olarak azalttığını göstermektedir. Brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun negatif etkisi de artan kurumsal kalite seviyesi ile azalmaktadır. Etkileşim etkisi pozitif ve anlamlıdır (Tablo 3.20)[90].

Bulgular, birikimli toplam yükümlülük stokunun ve birikimli brüt varlıklar-yükümlülükler stokunun ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisinin, artan kurumsal kalite düzeyi ile azaldığını gösteren Kose vd. (2011)'nin bulgularıyla tutarlıdır.

Tablo 3.23 ve 3.24 sermaye akımlarının ekonomik büyüme etkisinin ticari açıklık seviyesi ile değişip değişmediğini gösteren doğrusal etkileşim modeli sonuçlarını göstermektedir. Ticari açıklık, büyümeyi doğrudan pozitif etkilemektedir (Tablo 3.23-3.24). Etkileşim etkisine bakıldığında, bulgular yalnızca birikimli borç stoklarının ticari açıklık etkileşiminin pozitif etkiye sahip olduğunu göstermektedir (Tablo 3.24). Ticari açıklık, borç stoklarının büyümeye olan negatif etkisini azaltmaktadır.

[90] Ayrıca, Edison vd. (2002), Honig (2008) ve Farla vd. (2014)'nin bulgularına paralel olarak eşik hipotezi yaklaşımının öngörülerinin aksine Tablo 3.19'daki ve Tablo 3.21'deki borç akımları (BORÇ) ve toplam yükümlülük akımları (TOPLAM) kurumsal kalite etkileşimi negatiftir.

Tablo 3.19. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 1) (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00717***	-0.0472***	-0.0545***	-0.00675***	-0.0469***	-0.0539***	-0.00753***	-0.0474***	-0.0546***	-0.00684***	-0.0472***	-0.0538***
	(0.00191)	(0.00975)	(0.0115)	(0.00194)	(0.00972)	(0.0115)	(0.00195)	(0.00975)	(0.0115)	(0.00195)	(0.00974)	(0.0114)
Beşeri S.	0.00757*	0.0357**	0.0128	0.00741*	0.0349**	0.0135	0.00796*	0.0346**	0.0123	0.00758*	0.0332**	0.0132
	(0.00308)	(0.0109)	(0.0133)	(0.00298)	(0.0110)	(0.0128)	(0.00316)	(0.0107)	(0.0134)	(0.00299)	(0.0107)	(0.0128)
Yatırım	0.174***	0.158***	0.148***	0.170***	0.146***	0.138***	0.175***	0.158***	0.147***	0.169***	0.143***	0.135***
	(0.0282)	(0.0352)	(0.0375)	(0.0297)	(0.0358)	(0.0371)	(0.0281)	(0.0347)	(0.0372)	(0.0298)	(0.0354)	(0.0367)
Ticaret	0.000360	0.0306**	0.0206*	0.00129	0.0301**	0.0204*	0.00225	0.0311***	0.0207*	0.00222	0.0302**	0.0203*
	(0.00217)	(0.00915)	(0.00832)	(0.00227)	(0.00929)	(0.00839)	(0.00217)	(0.00896)	(0.00815)	(0.00219)	(0.00923)	(0.00828)
Kamu H.	-0.0774**	-0.242***	-0.225***	-0.0775**	-0.239***	-0.223***	-0.0776**	-0.239***	-0.222***	-0.0770**	-0.235***	-0.220***
	(0.0277)	(0.0439)	(0.0452)	(0.0276)	(0.0430)	(0.0445)	(0.0271)	(0.0439)	(0.0451)	(0.0272)	(0.0428)	(0.0441)
Nüfus	-0.00765***	-0.00818***	-0.00797***	-0.00752***	-0.00778***	-0.00765***	-0.00788***	-0.00829***	-0.00809***	-0.00758***	-0.00782***	-0.00771***
	(0.00182)	(0.00182)	(0.00181)	(0.00180)	(0.00183)	(0.00183)	(0.00184)	(0.00181)	(0.00181)	(0.00181)	(0.00180)	(0.00180)
Kurum1	0.00904*	0.00673	0.0109*	0.0109**	0.00775	0.0116*	0.00935*	0.00693	0.0112*	0.0119**	0.00824	0.0121*
	(0.00393)	(0.00442)	(0.00484)	(0.00405)	(0.00428)	(0.00471)	(0.00395)	(0.00439)	(0.00480)	(0.00407)	(0.00423)	(0.00464)
DYY	0.109**	0.108*	0.0946*	0.501	0.460	0.379						
	(0.0379)	(0.0433)	(0.0400)	(0.281)	(0.329)	(0.335)						
DYY* Kurum1				-0.166	-0.148	-0.119						
				(0.113)	(0.127)	(0.130)						
DYY+ PHS							0.0505	0.101***	0.0926***	0.583*	0.513	0.429
							(0.0259)	(0.0283)	(0.0265)	(0.249)	(0.301)	(0.303)
DYY+ PHS* Kurum1										-0.213*	-0.168	-0.137
										(0.0977)	(0.115)	(0.117)
Kriz	-0.0143***	-0.0121***	0.0217*	-0.0153***	-0.0127***	0.0203*	-0.0137***	-0.0112***	0.0214*	-0.0152***	-0.0119***	0.0196*
	(0.00265)	(0.00305)	(0.0101)	(0.00255)	(0.00291)	(0.00958)	(0.00267)	(0.00307)	(0.0101)	(0.00253)	(0.00294)	(0.00960)
Sabit	0.0272*	0.307***	0.413***	0.0197	0.306***	0.406***	0.0286*	0.309***	0.414***	0.0180	0.310***	0.405***
	(0.0112)	(0.0656)	(0.0906)	(0.0123)	(0.0654)	(0.0895)	(0.0113)	(0.0654)	(0.0903)	(0.0118)	(0.0655)	(0.0891)
Düzeltilmiş R^2	0.182	0.163	0.235	0.186	0.165	0.237	0.178	0.167	0.239	0.186	0.171	0.242

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.19. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 1) (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00812***	-0.0474***	-0.0554***	-0.00793***	-0.0470***	-0.0548***	-0.00811***	-0.0480***	-0.0553***	-0.00782***	-0.0475***	-0.0547***
	(0.00203)	(0.0100)	(0.0117)	(0.00203)	(0.0100)	(0.0116)	(0.00202)	(0.0101)	(0.0117)	(0.00203)	(0.0101)	(0.0116)
Beşeri S.	0.00856*	0.0357**	0.0104	0.00857*	0.0358**	0.00989	0.00827*	0.0340**	0.0107	0.00831*	0.0342**	0.0104
	(0.00339)	(0.0107)	(0.0142)	(0.00337)	(0.0107)	(0.0140)	(0.00332)	(0.0106)	(0.0141)	(0.00329)	(0.0105)	(0.0139)
Yatırım	0.165***	0.154***	0.144***	0.165***	0.155***	0.145***	0.167***	0.148***	0.139***	0.166***	0.148***	0.139***
	(0.0289)	(0.0329)	(0.0363)	(0.0289)	(0.0330)	(0.0364)	(0.0284)	(0.0326)	(0.0359)	(0.0287)	(0.0326)	(0.0361)
Ticaret	0.00465*	0.0342***	0.0237**	0.00486*	0.0341***	0.0229**	0.00315	0.0321***	0.0221*	0.00366	0.0320***	0.0216*
	(0.00185)	(0.00909)	(0.00842)	(0.00191)	(0.00907)	(0.00830)	(0.00195)	(0.00902)	(0.00838)	(0.00208)	(0.00896)	(0.00821)
Kamu H.	-0.0828**	-0.240***	-0.221***	-0.0817**	-0.238***	-0.216***	-0.0803**	-0.236***	-0.219***	-0.0792**	-0.235***	-0.214***
	(0.0274)	(0.0467)	(0.0475)	(0.0273)	(0.0469)	(0.0477)	(0.0276)	(0.0459)	(0.0467)	(0.0275)	(0.0461)	(0.0469)
Nüfus	-0.00839***	-0.00958***	-0.00917***	-0.00832***	-0.00944***	-0.00883***	-0.00832***	-0.00974***	-0.00932***	-0.00822***	-0.00958***	-0.00897***
	(0.00189)	(0.00196)	(0.00195)	(0.00188)	(0.00196)	(0.00193)	(0.00190)	(0.00193)	(0.00193)	(0.00189)	(0.00193)	(0.00191)
Kurum1	0.00916*	0.00723	0.0112*	0.00915*	0.00721	0.0114*	0.00908*	0.00728	0.0112*	0.00931*	0.00734	0.0115*
	(0.00411)	(0.00450)	(0.00493)	(0.00417)	(0.00449)	(0.00488)	(0.00408)	(0.00449)	(0.00491)	(0.00417)	(0.00448)	(0.00486)
BORÇ	0.0321***	0.0353***	0.0308***	0.0668***	0.0558***	0.0777***						
	(0.00676)	(0.00532)	(0.00675)	(0.0116)	(0.0101)	(0.0113)						
BORÇ* Kurum1				-0.0157*	-0.00950	-0.0219***						
				(0.00624)	(0.00499)	(0.00548)						
TOPLAM							0.0284***	0.0362***	0.0319***	0.0757***	0.0573***	0.0742***
							(0.00734)	(0.00511)	(0.00598)	(0.0146)	(0.0138)	(0.0135)
TOPLAM* Kurum1										-0.0208**	-0.00962	-0.0194**
										(0.00717)	(0.00615)	(0.00586)
Kriz	-0.0130***	-0.0109***	0.0241*	-0.0133***	-0.0112***	0.0240*	-0.0130***	-0.0101***	0.0235*	-0.0135***	-0.0105***	0.0233*
	(0.00275)	(0.00288)	(0.0104)	(0.00279)	(0.00291)	(0.0104)	(0.00272)	(0.00293)	(0.0104)	(0.00276)	(0.00295)	(0.0104)
Sabit	0.0350**	0.309***	0.426***	0.0332**	0.304***	0.420***	0.0352**	0.319***	0.426***	0.0321**	0.314***	0.420***
	(0.0118)	(0.0672)	(0.0927)	(0.0119)	(0.0675)	(0.0918)	(0.0119)	(0.0682)	(0.0928)	(0.0120)	(0.0683)	(0.0919)
Düzeltilmiş R^2	0.189	0.175	0.244	0.191	0.176	0.247	0.191	0.180	0.248	0.194	0.181	0.251

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.20. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 1) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00643**	-0.0416***	-0.0502***	-0.00634**	-0.0415***	-0.0500***	-0.00631**	-0.0428***	-0.0500***	-0.00623**	-0.0430***	-0.0500***
	(0.00195)	(0.00959)	(0.0110)	(0.00199)	(0.00958)	(0.0110)	(0.00196)	(0.00993)	(0.0110)	(0.00195)	(0.00998)	(0.0110)
Beşeri S.	0.00698*	0.0382***	0.0105	0.00691*	0.0374***	0.0106	0.00708*	0.0376***	0.0135	0.00688*	0.0367**	0.0132
	(0.00335)	(0.0103)	(0.0131)	(0.00336)	(0.0103)	(0.0129)	(0.00331)	(0.0107)	(0.0136)	(0.00332)	(0.0110)	(0.0137)
Yatırım	0.192***	0.192***	0.178***	0.192***	0.188***	0.176***	0.196***	0.205***	0.190***	0.195***	0.205***	0.190***
	(0.0321)	(0.0351)	(0.0383)	(0.0322)	(0.0369)	(0.0398)	(0.0307)	(0.0360)	(0.0389)	(0.0309)	(0.0361)	(0.0389)
Ticaret	0.00454	0.0314**	0.0235*	0.00464	0.0312**	0.0234*	0.00339	0.0262**	0.0179*	0.00310	0.0249**	0.0174
	(0.00317)	(0.0111)	(0.0103)	(0.00322)	(0.0111)	(0.0103)	(0.00203)	(0.00901)	(0.00839)	(0.00211)	(0.00931)	(0.00874)
Kamu H.	-0.0897***	-0.189**	-0.168*	-0.0912**	-0.192**	-0.170*	-0.0909***	-0.192**	-0.172*	-0.0909***	-0.193**	-0.172*
	(0.0259)	(0.0659)	(0.0659)	(0.0275)	(0.0688)	(0.0685)	(0.0263)	(0.0661)	(0.0653)	(0.0263)	(0.0662)	(0.0652)
Nüfus	-0.00670**	-0.00569	-0.00551	-0.00666**	-0.00538	-0.00537	-0.00656**	-0.00571	-0.00560	-0.00649**	-0.00551	-0.00551
	(0.00201)	(0.00295)	(0.00293)	(0.00201)	(0.00278)	(0.00277)	(0.00199)	(0.00290)	(0.00288)	(0.00199)	(0.00292)	(0.00292)
Kurum1	0.0114**	0.0110*	0.0161**	0.0120*	0.0127*	0.0168**	0.0109*	0.0109	0.0157**	0.0114*	0.0115*	0.0159**
	(0.00430)	(0.00554)	(0.00588)	(0.00484)	(0.00517)	(0.00538)	(0.00429)	(0.00550)	(0.00580)	(0.00434)	(0.00568)	(0.00592)
DYY	-0.00156	-0.00373	-0.00660	0.00714	0.0279	0.00834						
	(0.00306)	(0.00523)	(0.00460)	(0.0266)	(0.0470)	(0.0445)						
DYY* Kurum1				-0.00364	-0.0129	-0.00605						
				(0.0109)	(0.0186)	(0.0179)						
PHS							0.0000361	0.00795	0.00275	0.0604	0.0982	0.0402
							(0.00225)	(0.00750)	(0.00776)	(0.0745)	(0.0947)	(0.0953)
PHS* Kurum1										-0.0232	-0.0345	-0.0143
										(0.0288)	(0.0357)	(0.0365)
Kriz	-0.0128***	-0.0130***	0.0244*	-0.0128***	-0.0131***	0.0241*	-0.0132***	-0.0135***	0.0214*	-0.0134***	-0.0135***	0.0213*
	(0.00265)	(0.00281)	(0.00991)	(0.00263)	(0.00280)	(0.00965)	(0.00269)	(0.00286)	(0.0101)	(0.00264)	(0.00287)	(0.0101)
Sabit	0.0138	0.227**	0.352***	0.0119	0.225**	0.349***	0.0132	0.239**	0.346***	0.0119	0.241**	0.346***
	(0.0152)	(0.0721)	(0.0932)	(0.0157)	(0.0722)	(0.0913)	(0.0152)	(0.0731)	(0.0922)	(0.0152)	(0.0733)	(0.0921)
Düzeltilmiş R^2	0.171	0.135	0.205	0.171	0.135	0.205	0.175	0.138	0.207	0.175	0.138	0.207

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.20. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 1) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00629**	-0.0418***	-0.0496***	-0.00622**	-0.0418***	-0.0495***	-0.00580**	-0.0414***	-0.0498***	-0.00586**	-0.0420***	-0.0497***
	(0.00195)	(0.00968)	(0.0110)	(0.00199)	(0.00967)	(0.0110)	(0.00195)	(0.00956)	(0.0110)	(0.00196)	(0.00956)	(0.0110)
Beşeri S.	0.00711*	0.0377***	0.0114	0.00705*	0.0371***	0.0114	0.00607	0.0413***	0.0154	0.00615	0.0399***	0.0158
	(0.00333)	(0.0106)	(0.0133)	(0.00338)	(0.0107)	(0.0133)	(0.00331)	(0.0100)	(0.0125)	(0.00335)	(0.0101)	(0.0125)
Yatırım	0.196***	0.200***	0.184***	0.196***	0.198***	0.184***	0.178***	0.172***	0.161***	0.177***	0.171***	0.161***
	(0.0315)	(0.0361)	(0.0388)	(0.0315)	(0.0372)	(0.0398)	(0.0322)	(0.0360)	(0.0388)	(0.0321)	(0.0356)	(0.0385)
Ticaret	0.00373	0.0281**	0.0212*	0.00362	0.0274*	0.0211*	0.00699**	0.0305**	0.0205*	0.00688**	0.0305***	0.0207*
	(0.00264)	(0.0104)	(0.00996)	(0.00264)	(0.0104)	(0.00998)	(0.00239)	(0.00905)	(0.00831)	(0.00244)	(0.00873)	(0.00810)
Kamu H.	-0.0913***	-0.192**	-0.170*	-0.0920**	-0.194**	-0.170*	-0.0888***	-0.179**	-0.160*	-0.0874***	-0.181**	-0.162*
	(0.0261)	(0.0659)	(0.0654)	(0.0270)	(0.0679)	(0.0672)	(0.0250)	(0.0641)	(0.0639)	(0.0254)	(0.0635)	(0.0633)
Nüfus	-0.00657**	-0.00571	-0.00554	-0.00653**	-0.00552*	-0.00552*	-0.00642**	-0.00444	-0.00440	-0.00641**	-0.00458	-0.00449
	(0.00199)	(0.00291)	(0.00290)	(0.00199)	(0.00276)	(0.00277)	(0.00199)	(0.00292)	(0.00290)	(0.00199)	(0.00288)	(0.00287)
Kurum1	0.0109*	0.0107	0.0156**	0.0113*	0.0117*	0.0157**	0.0114*	0.0108	0.0157**	0.00951	0.00670	0.0133*
	(0.00428)	(0.00548)	(0.00579)	(0.00475)	(0.00519)	(0.00542)	(0.00445)	(0.00553)	(0.00583)	(0.00492)	(0.00587)	(0.00605)
DYY+PHS	-0.000471	0.000452	-0.00236	0.00461	0.0173	-0.000477						
	(0.00158)	(0.00367)	(0.00328)	(0.0216)	(0.0370)	(0.0348)						
DYY+PHS* Kurum1				-0.00201	-0.00664	-0.000741						
				(0.00846)	(0.0145)	(0.0139)						
BORÇ							-0.00396**	-0.00762***	-0.00726***	-0.00911	-0.0212*	-0.0150
							(0.00122)	(0.00168)	(0.00153)	(0.00814)	(0.00974)	(0.00825)
BORÇ* Kurum1										0.00219	0.00581	0.00331
										(0.00315)	(0.00380)	(0.00326)
Kriz	-0.0130***	-0.0135***	0.0235*	-0.0131***	-0.0136***	0.0235*	-0.0124***	-0.0129***	0.0228*	-0.0129***	-0.0135***	0.0217*
	(0.00266)	(0.00281)	(0.0102)	(0.00259)	(0.00277)	(0.00990)	(0.00255)	(0.00261)	(0.00960)	(0.00262)	(0.00264)	(0.00968)
Sabit	0.0130	0.231**	0.346***	0.0118	0.231**	0.346***	0.0141	0.225**	0.346***	0.0188	0.244**	0.351***
	(0.0151)	(0.0721)	(0.0924)	(0.0156)	(0.0721)	(0.0912)	(0.0152)	(0.0712)	(0.0931)	(0.0160)	(0.0715)	(0.0923)
Düzeltilmiş R^2	0.175	0.137	0.208	0.175	0.137	0.208	0.177	0.149	0.217	0.178	0.152	0.218

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.20. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 1) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00585**	-0.0394***	-0.0488***	-0.00604**	-0.0406***	-0.0490***	-0.00581**	-0.0387***	-0.0478***	-0.00586**	-0.0400***	-0.0483***
	(0.00195)	(0.00960)	(0.0110)	(0.00197)	(0.00959)	(0.0110)	(0.00202)	(0.00969)	(0.0109)	(0.00205)	(0.00965)	(0.0109)
Beşeri S.	0.00672*	0.0405***	0.0115	0.00685*	0.0398***	0.0128	0.00649	0.0394***	0.0105	0.00666	0.0391***	0.0116
	(0.00333)	(0.0101)	(0.0124)	(0.00343)	(0.0103)	(0.0125)	(0.00340)	(0.0101)	(0.0125)	(0.00350)	(0.0101)	(0.0125)
Yatırım	0.184***	0.173***	0.160***	0.181***	0.173***	0.161***	0.189***	0.178***	0.163***	0.186***	0.176***	0.162***
	(0.0327)	(0.0367)	(0.0395)	(0.0322)	(0.0361)	(0.0389)	(0.0331)	(0.0371)	(0.0397)	(0.0329)	(0.0369)	(0.0394)
Ticaret	0.00693*	0.0370***	0.0273***	0.00712*	0.0378***	0.0283***	0.00605*	0.0358***	0.0267**	0.00666*	0.0381***	0.0289***
	(0.00267)	(0.00851)	(0.00777)	(0.00283)	(0.00836)	(0.00770)	(0.00273)	(0.00871)	(0.00789)	(0.00280)	(0.00848)	(0.00771)
Kamu H.	-0.0927***	-0.181**	-0.159*	-0.0893***	-0.182**	-0.161*	-0.0932***	-0.181**	-0.158*	-0.0908***	-0.177**	-0.156*
	(0.0251)	(0.0648)	(0.0643)	(0.0258)	(0.0636)	(0.0631)	(0.0255)	(0.0648)	(0.0642)	(0.0257)	(0.0633)	(0.0627)
Nüfus	-0.00650**	-0.00457	-0.00440	-0.00652**	-0.00485	-0.00463	-0.00655**	-0.00486	-0.00465	-0.00653**	-0.00519	-0.00494
	(0.00199)	(0.00298)	(0.00295)	(0.00199)	(0.00289)	(0.00288)	(0.00202)	(0.00295)	(0.00292)	(0.00203)	(0.00283)	(0.00283)
Kurum1	0.0111*	0.0104	0.0155**	0.00738	0.00306	0.00994	0.0112*	0.0106	0.0157**	0.00816	0.00313	0.00952
	(0.00436)	(0.00545)	(0.00578)	(0.00503)	(0.00589)	(0.00601)	(0.00436)	(0.00546)	(0.00576)	(0.00488)	(0.00558)	(0.00573)
TOPLAM	-0.00231*	-0.00585***	-0.00612***	-0.0116	-0.0274**	-0.0218*						
	(0.000890)	(0.00118)	(0.00108)	(0.00745)	(0.00988)	(0.00934)						
TOPLAM* Kurum1				0.00377	0.00876*	0.00641						
				(0.00284)	(0.00381)	(0.00363)						
BRÜT							-0.000831*	-0.00252***	-0.00291***	-0.00663	-0.0200**	-0.0169**
							(0.000404)	(0.000653)	(0.000745)	(0.00413)	(0.00655)	(0.00613)
BRÜT* Kurum1										0.00226	0.00686**	0.00549*
										(0.00160)	(0.00251)	(0.00238)
Kriz	-0.0122***	-0.0126***	0.0271**	-0.0128***	-0.0135***	0.0254*	-0.0125***	-0.0128***	0.0268**	-0.0128***	-0.0134***	0.0258*
	(0.00260)	(0.00265)	(0.00986)	(0.00264)	(0.00262)	(0.00991)	(0.00265)	(0.00271)	(0.00989)	(0.00267)	(0.00267)	(0.00986)
Sabit	0.0126	0.208**	0.342***	0.0230	0.237**	0.354***	0.0111	0.203**	0.334***	0.0187	0.232**	0.350***
	(0.0152)	(0.0720)	(0.0933)	(0.0160)	(0.0711)	(0.0915)	(0.0154)	(0.0729)	(0.0924)	(0.0158)	(0.0716)	(0.0907)
Düzeltilmiş R^2	0.179	0.148	0.220	0.181	0.155	0.223	0.180	0.146	0.220	0.182	0.154	0.225

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.21. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 2) (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00777***	-0.0512***	-0.0564***	-0.00726***	-0.0505***	-0.0559***	-0.00814***	-0.0514***	-0.0565***	-0.00740***	-0.0507***	-0.0559***
	(0.00182)	(0.0104)	(0.0126)	(0.00185)	(0.0103)	(0.0125)	(0.00186)	(0.0104)	(0.0125)	(0.00186)	(0.0102)	(0.0124)
Beşeri S.	0.00654	0.0258*	0.0120	0.00645	0.0257*	0.0125	0.00685*	0.0246*	0.0116	0.00666*	0.0245*	0.0121
	(0.00334)	(0.0104)	(0.0118)	(0.00324)	(0.0105)	(0.0116)	(0.00340)	(0.0103)	(0.0119)	(0.00324)	(0.0104)	(0.0117)
Yatırım	0.171***	0.133***	0.120**	0.166***	0.127***	0.117**	0.171***	0.133***	0.119**	0.166***	0.127**	0.116**
	(0.0280)	(0.0380)	(0.0400)	(0.0291)	(0.0370)	(0.0380)	(0.0279)	(0.0377)	(0.0398)	(0.0290)	(0.0371)	(0.0382)
Ticaret	-0.000378	0.0300**	0.0206*	0.000567	0.0300**	0.0207*	0.00130	0.0303***	0.0206*	0.00108	0.0304***	0.0207*
	(0.00209)	(0.00878)	(0.00807)	(0.00214)	(0.00885)	(0.00808)	(0.00210)	(0.00860)	(0.00790)	(0.00205)	(0.00876)	(0.00794)
Kamu H.	-0.0719*	-0.228***	-0.211***	-0.0715*	-0.227***	-0.211***	-0.0719*	-0.224***	-0.208***	-0.0710*	-0.224***	-0.208***
	(0.0303)	(0.0405)	(0.0424)	(0.0298)	(0.0405)	(0.0423)	(0.0299)	(0.0405)	(0.0421)	(0.0294)	(0.0405)	(0.0421)
Nüfus	-0.00694***	-0.00737***	-0.00723***	-0.00689***	-0.00716***	-0.00711***	-0.00712***	-0.00748***	-0.00735***	-0.00688***	-0.00722***	-0.00720***
	(0.00169)	(0.00160)	(0.00159)	(0.00167)	(0.00167)	(0.00164)	(0.00169)	(0.00159)	(0.00158)	(0.00167)	(0.00164)	(0.00161)
Kurum2	0.0263*	0.0392***	0.0485***	0.0280**	0.0389***	0.0484***	0.0274**	0.0393***	0.0487***	0.0288**	0.0388***	0.0485***
	(0.0101)	(0.00875)	(0.00937)	(0.00986)	(0.00890)	(0.00953)	(0.0102)	(0.00867)	(0.00930)	(0.00979)	(0.00878)	(0.00942)
DYY	0.0993**	0.0952*	0.0832*	1.482	0.742	0.429						
	(0.0373)	(0.0400)	(0.0365)	(0.942)	(1.141)	(1.213)						
DYY* Kurum2				-0.320	-0.149	-0.0797						
				(0.215)	(0.258)	(0.274)						
DYY+ PHS							0.0460	0.0927***	0.0858***	1.586*	0.760	0.436
							(0.0247)	(0.0261)	(0.0241)	(0.708)	(0.875)	(0.906)
DYY+ PHS* Kurum2										-0.349*	-0.153	-0.0802
										(0.159)	(0.197)	(0.204)
Kriz	-0.0150***	-0.0101**	0.0185	-0.0160***	-0.0106***	0.0178	-0.0145***	-0.00931**	0.0181	-0.0159***	-0.00992***	0.0173
	(0.00257)	(0.00307)	(0.00997)	(0.00250)	(0.00284)	(0.00966)	(0.00258)	(0.00309)	(0.0100)	(0.00253)	(0.00280)	(0.00970)
Sabit	-0.0558	0.217**	0.257*	-0.0670	0.213**	0.253*	-0.0580	0.220**	0.257*	-0.0700*	0.217**	0.253*
	(0.0337)	(0.0737)	(0.0989)	(0.0340)	(0.0730)	(0.0975)	(0.0340)	(0.0733)	(0.0986)	(0.0329)	(0.0727)	(0.0975)
Düzeltilmiş R^2	0.189	0.178	0.253	0.193	0.179	0.254	0.186	0.182	0.257	0.193	0.183	0.258

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.21. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 2) (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00858***	-0.0519***	-0.0573***	-0.00839***	-0.0514***	-0.0568***	-0.00854***	-0.0523***	-0.0572***	-0.00826***	-0.0518***	-0.0565***
	(0.00192)	(0.0106)	(0.0128)	(0.00192)	(0.0105)	(0.0127)	(0.00191)	(0.0107)	(0.0128)	(0.00192)	(0.0106)	(0.0126)
Beşeri S.	0.00743*	0.0249*	0.00987	0.00745*	0.0251*	0.00934	0.00719*	0.0235*	0.0102	0.00726*	0.0238*	0.00996
	(0.00357)	(0.0102)	(0.0126)	(0.00354)	(0.0102)	(0.0123)	(0.00353)	(0.0102)	(0.0125)	(0.00349)	(0.0101)	(0.0123)
Yatırım	0.162***	0.126***	0.114**	0.161***	0.127***	0.116**	0.163***	0.121**	0.110**	0.161***	0.121**	0.110**
	(0.0289)	(0.0359)	(0.0387)	(0.0290)	(0.0360)	(0.0389)	(0.0285)	(0.0359)	(0.0385)	(0.0288)	(0.0359)	(0.0386)
Ticaret	0.00349	0.0329***	0.0232**	0.00378*	0.0327***	0.0224**	0.00209	0.0308***	0.0217**	0.00273	0.0308***	0.0213**
	(0.00180)	(0.00864)	(0.00822)	(0.00185)	(0.00860)	(0.00803)	(0.00188)	(0.00858)	(0.00819)	(0.00200)	(0.00852)	(0.00798)
Kamu H.	-0.0773*	-0.224***	-0.207***	-0.0768*	-0.222***	-0.201***	-0.0749*	-0.222***	-0.206***	-0.0747*	-0.220***	-0.201***
	(0.0303)	(0.0429)	(0.0441)	(0.0300)	(0.0428)	(0.0442)	(0.0304)	(0.0423)	(0.0436)	(0.0300)	(0.0423)	(0.0438)
Nüfus	-0.00761***	-0.00868***	-0.00834***	-0.00755***	-0.00860***	-0.00812***	-0.00756***	-0.00885***	-0.00848***	-0.00749***	-0.00875***	-0.00825***
	(0.00173)	(0.00166)	(0.00167)	(0.00173)	(0.00167)	(0.00166)	(0.00175)	(0.00164)	(0.00166)	(0.00174)	(0.00165)	(0.00165)
Kurum2	0.0258*	0.0415***	0.0496***	0.0262*	0.0415***	0.0498***	0.0253*	0.0406***	0.0490***	0.0259*	0.0406***	0.0492***
	(0.0105)	(0.00883)	(0.00940)	(0.0104)	(0.00879)	(0.00931)	(0.0104)	(0.00883)	(0.00937)	(0.0103)	(0.00878)	(0.00932)
BORÇ	0.0308***	0.0350***	0.0301***	0.177**	0.109*	0.206***						
	(0.00695)	(0.00536)	(0.00659)	(0.0559)	(0.0488)	(0.0501)						
BORÇ* Kurum2				-0.0346*	-0.0177	-0.0420***						
				(0.0136)	(0.0120)	(0.0122)						
TOPLAM							0.0271***	0.0354***	0.0309***	0.211**	0.106	0.177***
							(0.00749)	(0.00511)	(0.00577)	(0.0686)	(0.0546)	(0.0496)
TOPLAM* Kurum2										-0.0430**	-0.0168	-0.0348**
										(0.0161)	(0.0131)	(0.0118)
Kriz	-0.0138***	-0.00872**	0.0205*	-0.0141***	-0.00903**	-0.0211*	-0.0139***	-0.00806**	0.0200	-0.0143***	-0.00842**	0.0198
	(0.00265)	(0.00301)	(0.0102)	(0.00266)	(0.00306)	(0.00933)	(0.00263)	(0.00304)	(0.0102)	(0.00266)	(0.00309)	(0.0101)
Sabit	-0.0465	0.218**	0.266**	-0.0497	0.213**	0.261*	-0.0446	0.229**	0.268**	-0.0497	0.224**	0.261*
	(0.0351)	(0.0744)	(0.100)	(0.0348)	(0.0744)	(0.0995)	(0.0348)	(0.0755)	(0.100)	(0.0344)	(0.0753)	(0.0995)
Düzeltilmiş R^2	0.196	0.193	0.263	0.198	0.193	0.266	0.197	0.197	0.267	0.201	0.197	0.269

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.22. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 2) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00698***	-0.0465***	-0.0524***	-0.00730***	-0.0467***	-0.0532***	-0.00683***	-0.0484***	-0.0528***	-0.00674***	-0.0485***	-0.0529***
	(0.00196)	(0.00987)	(0.0120)	(0.00194)	(0.00981)	(0.0120)	(0.00195)	(0.0102)	(0.0121)	(0.00195)	(0.0102)	(0.0121)
Beşeri S.	0.00575	0.0262*	0.00955	0.00594	0.0267*	0.00868	0.00587	0.0264*	0.0138	0.00567	0.0265*	0.0142
	(0.00361)	(0.0102)	(0.0113)	(0.00363)	(0.0101)	(0.0114)	(0.00357)	(0.0106)	(0.0118)	(0.00350)	(0.0106)	(0.0119)
Yatırım	0.187***	0.159***	0.143***	0.186***	0.161***	0.147***	0.192***	0.175***	0.158***	0.191***	0.176***	0.158***
	(0.0314)	(0.0371)	(0.0393)	(0.0308)	(0.0375)	(0.0398)	(0.0302)	(0.0379)	(0.0396)	(0.0302)	(0.0379)	(0.0395)
Ticaret	0.00377	0.0316**	0.0240*	0.00367	0.0319**	0.0246*	0.00248	0.0239**	0.0163	0.00216	0.0238**	0.0162
	(0.00321)	(0.0107)	(0.00973)	(0.00325)	(0.0105)	(0.00961)	(0.00204)	(0.00895)	(0.00848)	(0.00208)	(0.00892)	(0.00844)
Kamu H.	-0.0845**	-0.173**	-0.153*	-0.0812**	-0.169*	-0.147*	-0.0854**	-0.177**	-0.158*	-0.0864**	-0.177**	-0.157*
	(0.0289)	(0.0630)	(0.0633)	(0.0291)	(0.0651)	(0.0648)	(0.0291)	(0.0634)	(0.0627)	(0.0285)	(0.0632)	(0.0624)
Nüfus	-0.00591**	-0.00478	-0.00467	-0.00600**	-0.00495	-0.00496	-0.00580**	-0.00490	-0.00483	-0.00568**	-0.00504	-0.00507
	(0.00193)	(0.00281)	(0.00276)	(0.00192)	(0.00261)	(0.00256)	(0.00191)	(0.00276)	(0.00271)	(0.00192)	(0.00273)	(0.00268)
Kurum2	0.0307**	0.0489***	0.0592***	0.0286*	0.0474***	0.0564***	0.0294*	0.0476***	0.0583***	0.0302**	0.0474***	0.0581***
	(0.0113)	(0.0102)	(0.0112)	(0.0113)	(0.00935)	(0.0101)	(0.0114)	(0.0102)	(0.0112)	(0.0114)	(0.0102)	(0.0112)
DYY	-0.00209	-0.00636	-0.00806	-0.0923	-0.0800	-0.134						
	(0.00316)	(0.00490)	(0.00420)	(0.0577)	(0.131)	(0.141)						
DYY* Kurum2				0.0208	0.0167	0.0284						
				(0.0135)	(0.0297)	(0.0320)						
PHS							-0.000327	0.00870	0.00541	0.177	-0.105	-0.178
							(0.00217)	(0.00735)	(0.00822)	(0.200)	(0.188)	(0.147)
PHS* Kurum2										-0.0397	0.0259	0.0417
										(0.0448)	(0.0420)	(0.0330)
Kriz	-0.0138***	-0.0103***	0.0209*	-0.0137***	-0.0101***	0.0226*	-0.0141***	-0.0111***	0.0170	-0.0145***	-0.0109***	0.0172
	(0.00257)	(0.00281)	(0.00984)	(0.00254)	(0.00270)	(0.0101)	(0.00260)	(0.00288)	(0.00997)	(0.00258)	(0.00281)	(0.00997)
Sabit	-0.0822*	0.120	0.168	-0.0709	0.127	0.187	-0.0788	0.141	0.166	-0.0825	0.143	0.167
	(0.0411)	(0.0831)	(0.111)	(0.0414)	(0.0781)	(0.105)	(0.0413)	(0.0833)	(0.110)	(0.0416)	(0.0831)	(0.110)
Düzeltilmiş R^2	0.180	0.156	0.229	0.181	0.156	0.230	0.183	0.158	0.231	0.184	0.158	0.231

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.22. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 2) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00681***	-0.0470***	-0.0522***	-0.00706***	-0.0472***	-0.0529***	-0.00630**	-0.0461***	-0.0518***	-0.00638**	-0.0460***	-0.0518***
	(0.00195)	(0.00997)	(0.0120)	(0.00194)	(0.00994)	(0.0121)	(0.00199)	(0.00986)	(0.0119)	(0.00192)	(0.00989)	(0.0120)
Beşeri S.	0.00591	0.0266*	0.0112	0.00612	0.0271*	0.0104	0.00505	0.0301**	0.0145	0.00493	0.0299**	0.0133
	(0.00359)	(0.0104)	(0.0114)	(0.00362)	(0.0103)	(0.0116)	(0.00349)	(0.0102)	(0.0114)	(0.00352)	(0.0101)	(0.0113)
Yatırım	0.191***	0.169***	0.151***	0.189***	0.171***	0.154***	0.177***	0.149***	0.137***	0.178***	0.149***	0.136**
	(0.0310)	(0.0378)	(0.0394)	(0.0306)	(0.0379)	(0.0396)	(0.0314)	(0.0379)	(0.0398)	(0.0314)	(0.0380)	(0.0401)
Ticaret	0.00300	0.0271**	0.0202*	0.00357	0.0276**	0.0211*	0.00546*	0.0282**	0.0193*	0.00568*	0.0283**	0.0194*
	(0.00266)	(0.0101)	(0.00956)	(0.00268)	(0.00997)	(0.00946)	(0.00246)	(0.00893)	(0.00824)	(0.00239)	(0.00897)	(0.00831)
Kamu H.	-0.0859**	-0.177**	-0.156*	-0.0839**	-0.173**	-0.150*	-0.0829**	-0.168**	-0.150*	-0.0834**	-0.166**	-0.146*
	(0.0289)	(0.0632)	(0.0628)	(0.0289)	(0.0642)	(0.0632)	(0.0281)	(0.0622)	(0.0623)	(0.0282)	(0.0622)	(0.0621)
Nüfus	-0.00583**	-0.00488	-0.00478	-0.00596**	-0.00515*	-0.00521*	-0.00572**	-0.00391	-0.00397	-0.00569**	-0.00391	-0.00393
	(0.00192)	(0.00278)	(0.00273)	(0.00193)	(0.00257)	(0.00251)	(0.00192)	(0.00281)	(0.00275)	(0.00192)	(0.00281)	(0.00275)
Kurum2	0.0295*	0.0473***	0.0579***	0.0280*	0.0455***	0.0549***	0.0287*	0.0437***	0.0537***	0.0342**	0.0451***	0.0584***
	(0.0114)	(0.0102)	(0.0112)	(0.0114)	(0.00939)	(0.0103)	(0.0118)	(0.0104)	(0.0115)	(0.0114)	(0.0108)	(0.0115)
DYY+PHS	-0.000812	-0.000454	-0.00221	-0.0565	-0.0773	-0.125						
	(0.00160)	(0.00359)	(0.00316)	(0.0429)	(0.0987)	(0.104)						
DYY+PHS* Kurum2				0.0126	0.0174	0.0278						
				(0.00972)	(0.0225)	(0.0238)						
BORÇ							-0.00330*	-0.00629***	-0.00564***	0.0145	-0.00131	0.0101
							(0.00136)	(0.00154)	(0.00140)	(0.0120)	(0.0115)	(0.00923)
BORÇ* Kurum2										-0.00421	-0.00119	-0.00375
										(0.00274)	(0.00272)	(0.00221)
Kriz	-0.0140***	-0.0111***	0.0197	-0.0136***	-0.0107***	0.0218*	-0.0136***	-0.0108***	0.0188	-0.0132***	-0.0107***	0.0197*
	(0.00258)	(0.00281)	(0.00999)	(0.00254)	(0.00268)	(0.0102)	(0.00248)	(0.00269)	(0.00977)	(0.00249)	(0.00266)	(0.00984)
Sabit	-0.0793	0.130	0.168	-0.0711	0.138	0.187	-0.0756	0.136	0.179	-0.0976*	0.129	0.162
	(0.0413)	(0.0827)	(0.110)	(0.0419)	(0.0787)	(0.105)	(0.0428)	(0.0816)	(0.110)	(0.0416)	(0.0850)	(0.111)
Düzeltilmiş R^2	0.183	0.157	0.230	0.184	0.157	0.232	0.184	0.165	0.235	0.186	0.165	0.236

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.22. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Kurumsal Kalitenin Etkisi (Kurum 2) (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00636**	-0.0447***	-0.0512***	-0.00638**	-0.0450***	-0.0512***	-0.00644**	-0.0446***	-0.0506***	-0.00646**	-0.0450***	-0.0507***
	(0.00197)	(0.00980)	(0.0119)	(0.00194)	(0.00983)	(0.0119)	(0.00202)	(0.00989)	(0.0119)	(0.00201)	(0.00990)	(0.0119)
Beşeri S.	0.00559	0.0298**	0.0116	0.00557	0.0303**	0.0113	0.00539	0.0283**	0.0106	0.00537	0.0293**	0.0111
	(0.00352)	(0.0102)	(0.0113)	(0.00354)	(0.0102)	(0.0113)	(0.00362)	(0.0101)	(0.0114)	(0.00364)	(0.0101)	(0.0113)
Yatırım	0.182***	0.150***	0.136**	0.183***	0.151***	0.136**	0.186***	0.152***	0.136**	0.186***	0.154***	0.137**
	(0.0318)	(0.0384)	(0.0403)	(0.0319)	(0.0383)	(0.0403)	(0.0322)	(0.0388)	(0.0404)	(0.0323)	(0.0387)	(0.0404)
Ticaret	0.00553	0.0339***	0.0248**	0.00551	0.0335***	0.0249**	0.00463	0.0326***	0.0241**	0.00455	0.0320***	0.0240**
	(0.00278)	(0.00845)	(0.00785)	(0.00278)	(0.00858)	(0.00788)	(0.00281)	(0.00866)	(0.00800)	(0.00289)	(0.00888)	(0.00809)
Kamu H.	-0.0864**	-0.169**	-0.149*	-0.0867**	-0.170**	-0.148*	-0.0868**	-0.167**	-0.145*	-0.0869**	-0.168**	-0.146*
	(0.0280)	(0.0626)	(0.0625)	(0.0283)	(0.0625)	(0.0623)	(0.0285)	(0.0622)	(0.0619)	(0.0286)	(0.0618)	(0.0616)
Nüfus	-0.00578**	-0.00399	-0.00396	-0.00577**	-0.00400	-0.00395	-0.00579**	-0.00426	-0.00419	-0.00579**	-0.00429	-0.00421
	(0.00192)	(0.00284)	(0.00278)	(0.00192)	(0.00284)	(0.00278)	(0.00194)	(0.00280)	(0.00274)	(0.00194)	(0.00278)	(0.00273)
Kurum2	0.0286*	0.0440***	0.0537***	0.0302**	0.0412***	0.0545***	0.0300*	0.0470***	0.0568***	0.0308*	0.0426***	0.0553***
	(0.0118)	(0.0103)	(0.0116)	(0.0114)	(0.0105)	(0.0113)	(0.0118)	(0.0102)	(0.0115)	(0.0117)	(0.0106)	(0.0114)
TOPLAM	-0.00201*	-0.00498***	-0.00486***	0.00266	-0.0135	-0.00258						
	(0.000943)	(0.00106)	(0.000965)	(0.0147)	(0.0163)	(0.0144)						
TOPLAM* Kurum2				-0.00108	0.00200	-0.000533						
				(0.00330)	(0.00375)	(0.00334)						
BRÜT							-0.000690	-0.00209***	-0.00227***	0.00110	-0.0126	-0.00574
							(0.000432)	(0.000583)	(0.000648)	(0.00854)	(0.0116)	(0.0112)
BRÜT* Kurum2										-0.000408	0.00242	0.000795
										(0.00191)	(0.00264)	(0.00255)
Kriz	-0.0134***	-0.0106***	0.0225*	-0.0133***	-0.0107***	0.0226*	-0.0136***	-0.0106***	0.0221*	-0.0136***	-0.0108***	0.0220*
	(0.00252)	(0.00271)	(0.00996)	(0.00254)	(0.00266)	(0.0101)	(0.00256)	(0.00274)	(0.00993)	(0.00256)	(0.00271)	(0.00994)
Sabit	-0.0766	0.120	0.177	-0.0832*	0.133	0.174	-0.0822	0.109	0.161	-0.0854*	0.129	0.166
	(0.0428)	(0.0820)	(0.111)	(0.0410)	(0.0841)	(0.110)	(0.0426)	(0.0825)	(0.110)	(0.0420)	(0.0831)	(0.109)
Düzeltilmiş R^2	0.186	0.165	0.238	0.186	0.165	0.238	0.189	0.165	0.241	0.189	0.166	0.241

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.23. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Dış Ticaretin Etkisi (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00538**	-0.0490***	-0.0541***	-0.00530**	-0.0489***	-0.0541***	-0.00566**	-0.0491***	-0.0542***	-0.00557**	-0.0492***	-0.0542***
	(0.00164)	(0.00882)	(0.00954)	(0.00167)	(0.00880)	(0.00955)	(0.00167)	(0.00881)	(0.00949)	(0.00169)	(0.00881)	(0.00949)
Beşeri S.	0.00853**	0.0371**	0.0125	0.00825*	0.0374**	0.0123	0.00900**	0.0360**	0.0120	0.00852*	0.0357**	0.0121
	(0.00308)	(0.0109)	(0.0136)	(0.00325)	(0.0111)	(0.0135)	(0.00316)	(0.0107)	(0.0136)	(0.00329)	(0.0110)	(0.0136)
Yatırım	0.198***	0.176***	0.168***	0.196***	0.178***	0.171***	0.200***	0.177***	0.168***	0.197***	0.175***	0.167***
	(0.0271)	(0.0331)	(0.0349)	(0.0278)	(0.0327)	(0.0337)	(0.0272)	(0.0326)	(0.0346)	(0.0280)	(0.0323)	(0.0337)
Ticaret	-0.000101	0.0326***	0.0232**	0.00103	0.0319**	0.0220*	0.00189	0.0331***	0.0234**	0.00369	0.0338**	0.0241*
	(0.00223)	(0.00915)	(0.00846)	(0.00367)	(0.0108)	(0.0100)	(0.00220)	(0.00899)	(0.00832)	(0.00339)	(0.00999)	(0.00926)
Kamu H.	-0.0708**	-0.239***	-0.230***	-0.0728**	-0.239***	-0.229***	-0.0711**	-0.237***	-0.227***	-0.0743**	-0.237***	-0.228***
	(0.0266)	(0.0403)	(0.0430)	(0.0272)	(0.0407)	(0.0434)	(0.0263)	(0.0404)	(0.0431)	(0.0269)	(0.0405)	(0.0431)
Nüfus	-0.00716***	-0.00714***	-0.00717***	-0.00719***	-0.00715***	-0.00719***	-0.00737***	-0.00724***	-0.00729***	-0.00744***	-0.00724***	-0.00729***
	(0.00178)	(0.00199)	(0.00194)	(0.00179)	(0.00198)	(0.00194)	(0.00180)	(0.00197)	(0.00194)	(0.00181)	(0.00197)	(0.00194)
DYY	0.112**	0.110*	0.0968*	0.129*	0.100	0.0817						
	(0.0390)	(0.0435)	(0.0407)	(0.0533)	(0.0548)	(0.0546)						
DYY* Ticaret				-0.0122	0.00673	0.0105						
				(0.0265)	(0.0286)	(0.0268)						
DYY+ PHS							0.0507	0.102***	0.0933***	0.0792	0.111*	0.102*
							(0.0272)	(0.0285)	(0.0269)	(0.0475)	(0.0432)	(0.0436)
DYY+ PHS* Ticaret										-0.0175	-0.00578	-0.00512
										(0.0224)	(0.0197)	(0.0188)
Kriz	-0.0145***	-0.0113***	0.0246**	-0.0145***	-0.0114***	0.0249**	-0.0140***	-0.0105***	0.0243**	-0.0140***	-0.0105***	0.0242**
	(0.00261)	(0.00299)	(0.00898)	(0.00260)	(0.00301)	(0.00903)	(0.00263)	(0.00300)	(0.00903)	(0.00262)	(0.00303)	(0.00901)
Sabit	0.0230*	0.322***	0.419***	0.0228*	0.321***	0.419***	0.0241*	0.324***	0.419***	0.0242*	0.325***	0.419***
	(0.0110)	(0.0611)	(0.0773)	(0.0110)	(0.0611)	(0.0773)	(0.0112)	(0.0610)	(0.0770)	(0.0112)	(0.0611)	(0.0768)
Düzeltilmiş R^2	0.182	0.157	0.220	0.182	0.157	0.220	0.178	0.160	0.224	0.178	0.161	0.224

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.23. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Dış Ticaretin Etkisi (Sermaye Akımları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00621***	-0.0494***	-0.0552***	-0.00618***	-0.0494***	-0.0552***	-0.00622***	-0.0500***	-0.0552***	-0.00622***	-0.0500***	-0.0552***
	(0.00174)	(0.00920)	(0.00979)	(0.00173)	(0.00926)	(0.00984)	(0.00174)	(0.00925)	(0.00981)	(0.00174)	(0.00931)	(0.00984)
Beşeri S.	0.00970**	0.0375***	0.0101	0.00972**	0.0375***	0.0101	0.00941**	0.0359**	0.0105	0.00945**	0.0358**	0.0105
	(0.00337)	(0.0108)	(0.0146)	(0.00335)	(0.0108)	(0.0146)	(0.00331)	(0.0106)	(0.0145)	(0.00333)	(0.0107)	(0.0145)
Yatırım	0.190***	0.173***	0.165***	0.192***	0.173***	0.165***	0.191***	0.168***	0.161***	0.192***	0.167***	0.160***
	(0.0285)	(0.0316)	(0.0340)	(0.0285)	(0.0314)	(0.0339)	(0.0280)	(0.0313)	(0.0338)	(0.0284)	(0.0311)	(0.0335)
Ticaret	0.00427*	0.0365***	0.0265**	0.00356	0.0366***	0.0265**	0.00279	0.0344***	0.0249**	0.00245	0.0347***	0.0250**
	(0.00183)	(0.00920)	(0.00862)	(0.00213)	(0.00969)	(0.00902)	(0.00193)	(0.00916)	(0.00860)	(0.00276)	(0.00991)	(0.00917)
Kamu H.	-0.0767**	-0.236***	-0.225***	-0.0751**	-0.236***	-0.225***	-0.0745**	-0.233***	-0.223***	-0.0738**	-0.233***	-0.223***
	(0.0265)	(0.0427)	(0.0449)	(0.0266)	(0.0428)	(0.0449)	(0.0267)	(0.0420)	(0.0442)	(0.0271)	(0.0421)	(0.0442)
Nüfus	-0.00779***	-0.00842***	-0.00827***	-0.00779***	-0.00842***	-0.00827***	-0.00772***	-0.00857***	-0.00840***	-0.00772***	-0.00857***	-0.00840***
	(0.00185)	(0.00215)	(0.00210)	(0.00184)	(0.00215)	(0.00210)	(0.00185)	(0.00213)	(0.00208)	(0.00186)	(0.00213)	(0.00208)
BORÇ	0.0316***	0.0346***	0.0303***	0.0220*	0.0354***	0.0301**						
	(0.00724)	(0.00542)	(0.00676)	(0.0107)	(0.0103)	(0.0111)						
BORÇ* Ticaret				0.00728	-0.000623	0.000161						
				(0.00557)	(0.00566)	(0.00510)						
TOPLAM							0.0280***	0.0356***	0.0315***	0.0258*	0.0368***	0.0317**
							(0.00778)	(0.00520)	(0.00604)	(0.0112)	(0.00970)	(0.0105)
TOPLAM* Ticaret										0.00160	-0.000849	-0.000140
										(0.00608)	(0.00510)	(0.00476)
Kriz	-0.0133***	-0.0102***	-0.0119	-0.0132***	-0.0102***	-0.0119	-0.0133***	-0.00947**	0.0265**	-0.0133***	-0.00946**	-0.0126
	(0.00270)	(0.00284)	(0.00967)	(0.00269)	(0.00284)	(0.00967)	(0.00268)	(0.00288)	(0.00947)	(0.00268)	(0.00287)	(0.00964)
Sabit	0.0294*	0.325***	0.432***	0.0291*	0.325***	0.432***	0.0297*	0.334***	0.433***	0.0296*	0.335***	0.433***
	(0.0117)	(0.0636)	(0.0800)	(0.0117)	(0.0643)	(0.0803)	(0.0118)	(0.0644)	(0.0800)	(0.0118)	(0.0651)	(0.0802)
Düzeltilmiş R^2	0.188	0.168	0.228	0.188	0.168	0.228	0.189	0.172	0.232	0.189	0.172	0.232

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.24. Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Dış Ticaretin Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00433*	-0.0418***	-0.0465***	-0.00440*	-0.0418***	-0.0468***	-0.00429*	-0.0429***	-0.0464***	-0.00428*	-0.0433***	-0.0464***
	(0.00177)	(0.00902)	(0.00952)	(0.00179)	(0.00907)	(0.00947)	(0.00177)	(0.00924)	(0.00948)	(0.00177)	(0.00940)	(0.00949)
Beşeri S.	0.00803*	0.0388***	0.0113	0.00833*	0.0388***	0.0107	0.00814*	0.0378***	0.0141	0.00818*	0.0353**	0.0138
	(0.00336)	(0.0102)	(0.0134)	(0.00353)	(0.0107)	(0.0135)	(0.00332)	(0.0105)	(0.0139)	(0.00333)	(0.0105)	(0.0139)
Yatırım	0.218***	0.215***	0.204***	0.218***	0.215***	0.207***	0.222***	0.228***	0.216***	0.222***	0.224***	0.214***
	(0.0311)	(0.0344)	(0.0372)	(0.0310)	(0.0351)	(0.0376)	(0.0298)	(0.0352)	(0.0377)	(0.0302)	(0.0359)	(0.0380)
Ticaret	0.00414	0.0339**	0.0268*	0.00369	0.0338**	0.0247*	0.00314	0.0282**	0.0209*	0.00289	0.0323**	0.0234*
	(0.00308)	(0.0114)	(0.0108)	(0.00333)	(0.0120)	(0.0115)	(0.00200)	(0.00934)	(0.00880)	(0.00275)	(0.0109)	(0.0104)
Kamu H.	-0.0784**	-0.186**	-0.170**	-0.0766**	-0.186**	-0.169**	-0.0804**	-0.188**	-0.172**	-0.0801**	-0.187**	-0.172**
	(0.0244)	(0.0575)	(0.0590)	(0.0251)	(0.0581)	(0.0600)	(0.0246)	(0.0577)	(0.0584)	(0.0248)	(0.0577)	(0.0584)
Nüfus	-0.00627**	-0.00478	-0.00485	-0.00626**	-0.00478	-0.00478	-0.00612**	-0.00484	-0.00493	-0.00611**	-0.00495	-0.00500
	(0.00192)	(0.00297)	(0.00296)	(0.00192)	(0.00299)	(0.00298)	(0.00190)	(0.00291)	(0.00290)	(0.00191)	(0.00295)	(0.00293)
DYY	-0.00131	-0.00463	-0.00714	-0.00382	-0.00480	-0.0158						
	(0.00298)	(0.00529)	(0.00484)	(0.00549)	(0.00963)	(0.00935)						
DYY* Ticaret				0.000976	0.0000550	0.00267						
				(0.00157)	(0.00228)	(0.00226)						
PHS							-0.0000453	0.00751	0.00236	-0.00129	0.0191*	0.00915
							(0.00234)	(0.00714)	(0.00736)	(0.00718)	(0.00791)	(0.0101)
PHS* Ticaret										0.000795	-0.00670	-0.00380
										(0.00405)	(0.00356)	(0.00382)
Kriz	-0.0132***	-0.0126***	0.0252**	-0.0131***	-0.0126***	-0.0124	-0.0135***	-0.0132***	0.0222*	-0.0135***	-0.0130***	0.0216*
	(0.00259)	(0.00277)	(0.00905)	(0.00254)	(0.00275)	(0.00961)	(0.00262)	(0.00283)	(0.00925)	(0.00263)	(0.00283)	(0.00931)
Sabit	0.0108	0.240***	0.338***	0.0110	0.240***	0.343***	0.0100	0.252***	0.332***	0.00988	0.258***	0.331***
	(0.0133)	(0.0669)	(0.0802)	(0.0132)	(0.0690)	(0.0791)	(0.0133)	(0.0676)	(0.0789)	(0.0134)	(0.0698)	(0.0788)
Düzeltilmiş R^2	0.173	0.129	0.188	0.173	0.129	0.188	0.177	0.132	0.190	0.177	0.133	0.190

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.24. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Dış Ticaretin Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00427*	-0.0420***	-0.0459***	-0.00429*	-0.0423***	-0.0460***	-0.00372*	-0.0418***	-0.0464***	-0.00374*	-0.0423***	-0.0474***
	(0.00176)	(0.00905)	(0.00947)	(0.00175)	(0.00923)	(0.00944)	(0.00176)	(0.00898)	(0.00944)	(0.00176)	(0.00892)	(0.00943)
Beşeri S.	0.00816*	0.0379***	0.0120	0.00836*	0.0361**	0.0118	0.00715*	0.0420***	0.0160	0.00720*	0.0429***	0.0153
	(0.00334)	(0.0104)	(0.0136)	(0.00342)	(0.0107)	(0.0137)	(0.00332)	(0.00984)	(0.0128)	(0.00333)	(0.00971)	(0.0124)
Yatırım	0.221***	0.222***	0.210***	0.222***	0.221***	0.210***	0.204***	0.194***	0.186***	0.204***	0.196***	0.189***
	(0.0306)	(0.0353)	(0.0378)	(0.0307)	(0.0359)	(0.0380)	(0.0312)	(0.0347)	(0.0370)	(0.0310)	(0.0342)	(0.0367)
Ticaret	0.00344	0.0305**	0.0245*	0.00287	0.0323**	0.0239*	0.00684**	0.0323***	0.0234*	0.00609	0.0290**	0.0191*
	(0.00260)	(0.0107)	(0.0104)	(0.00314)	(0.0116)	(0.0112)	(0.00238)	(0.00942)	(0.00888)	(0.00349)	(0.0101)	(0.00942)
Kamu H.	-0.0807**	-0.188**	-0.171**	-0.0794**	-0.188**	-0.170**	-0.0771**	-0.176**	-0.161**	-0.0758**	-0.175**	-0.160**
	(0.0245)	(0.0575)	(0.0586)	(0.0249)	(0.0578)	(0.0591)	(0.0234)	(0.0560)	(0.0572)	(0.0244)	(0.0558)	(0.0571)
Nüfus	-0.00613**	-0.00481	-0.00487	-0.00611**	-0.00486	-0.00485	-0.00601**	-0.00353	-0.00370	-0.00600**	-0.00346	-0.00361
	(0.00190)	(0.00293)	(0.00292)	(0.00190)	(0.00295)	(0.00295)	(0.00191)	(0.00295)	(0.00294)	(0.00191)	(0.00294)	(0.00293)
DYY+PHS	-0.000432	-0.000105	-0.00274	-0.00165	0.00358	-0.00423						
	(0.00160)	(0.00369)	(0.00343)	(0.00274)	(0.00550)	(0.00633)						
DYY+PHS* Ticaret				0.000585	-0.00133	0.000493						
				(0.00104)	(0.00142)	(0.00157)						
BORÇ							-0.00407**	-0.00774***	-0.00750***	-0.00458*	-0.0102***	-0.0105***
							(0.00122)	(0.00167)	(0.00159)	(0.00217)	(0.00266)	(0.00254)
BORÇ* Ticaret										0.000407	0.00185*	0.00222*
										(0.00109)	(0.000926)	(0.000902)
Kriz	-0.0134***	-0.0131***	0.0244*	-0.0133***	-0.0132***	0.0250*	-0.0128***	-0.0127***	-0.0158	-0.0128***	-0.0127***	-0.0146
	(0.00260)	(0.00280)	(0.00930)	(0.00260)	(0.00280)	(0.00986)	(0.00248)	(0.00258)	(0.00876)	(0.00247)	(0.00255)	(0.00858)
Sabit	0.00993	0.243***	0.331***	0.00980	0.249***	0.332***	0.0112	0.239***	0.334***	0.0117	0.243***	0.346***
	(0.0132)	(0.0666)	(0.0792)	(0.0132)	(0.0697)	(0.0784)	(0.0132)	(0.0662)	(0.0792)	(0.0131)	(0.0659)	(0.0790)
Düzeltilmiş R^2	0.177	0.131	0.190	0.177	0.131	0.190	0.179	0.142	0.200	0.179	0.144	0.202

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.24. (Devam) Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisine Dış Ticaretin Etkisi (Birikimli Sermaye Stokları)

	Temel Model			Etkileşim Modeli			Temel Model			Etkileşim Modeli		
	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2	HEKK	SE1	SE2
Başlangıç Gelir	-0.00382*	-0.0399***	-0.0452***	-0.00386*	-0.0401***	-0.0461***	-0.00374*	-0.0390***	-0.0440***	-0.00370*	-0.0391***	-0.0450***
	(0.00176)	(0.00907)	(0.00952)	(0.00175)	(0.00895)	(0.00937)	(0.00181)	(0.00915)	(0.00947)	(0.00180)	(0.00901)	(0.00927)
Beşeri S.	0.00779*	0.0412***	0.0121	0.00800*	0.0429***	0.0123	0.00763*	0.0400***	0.0112	0.00784*	0.0423***	0.0111
	(0.00334)	(0.00994)	(0.0126)	(0.00336)	(0.00999)	(0.0125)	(0.00341)	(0.00996)	(0.0127)	(0.00342)	(0.0100)	(0.0126)
Yatırım	0.210***	0.195***	0.184***	0.210***	0.198***	0.189***	0.214***	0.199***	0.187***	0.215***	0.202***	0.191***
	(0.0317)	(0.0353)	(0.0378)	(0.0315)	(0.0352)	(0.0377)	(0.0322)	(0.0358)	(0.0381)	(0.0320)	(0.0356)	(0.0381)
Ticaret	0.00671*	0.0390***	0.0304***	0.00500	0.0351**	0.0243*	0.00589*	0.0379***	0.0298***	0.00427	0.0335**	0.0221*
	(0.00263)	(0.00885)	(0.00827)	(0.00389)	(0.0111)	(0.0103)	(0.00273)	(0.00903)	(0.00838)	(0.00374)	(0.0110)	(0.0104)
Kamu H.	-0.0815***	-0.178**	-0.161**	-0.0783**	-0.178**	-0.160**	-0.0824***	-0.178**	-0.161**	-0.0792**	-0.178**	-0.158**
	(0.0235)	(0.0566)	(0.0578)	(0.0244)	(0.0564)	(0.0577)	(0.0240)	(0.0564)	(0.0576)	(0.0244)	(0.0563)	(0.0577)
Nüfus	-0.00607**	-0.00365	-0.00370	-0.00602**	-0.00357	-0.00357	-0.00609**	-0.00390	-0.00391	-0.00602**	-0.00373	-0.00361
	(0.00191)	(0.00300)	(0.00298)	(0.00190)	(0.00300)	(0.00298)	(0.00193)	(0.00299)	(0.00297)	(0.00194)	(0.00300)	(0.00297)
TOPLAM	-0.00233**	-0.00599***	-0.00633***	-0.00315*	-0.00739***	-0.00847***						
	(0.000869)	(0.00120)	(0.00116)	(0.00134)	(0.00212)	(0.00202)						
TOPLAM* Ticaret				0.000560	0.000891	0.00133						
				(0.000633)	(0.000798)	(0.000813)						
BRÜT							-0.000866*	-0.00265***	-0.00302***	-0.00139*	-0.00379**	-0.00496***
							(0.000410)	(0.000692)	(0.000798)	(0.000644)	(0.00135)	(0.00130)
BRÜT* Ticaret										0.000294	0.000553	0.000909*
										(0.000281)	(0.000437)	(0.000450)
Kriz	-0.0126***	-0.0123***	0.0279**	-0.0126***	-0.0124***	0.0293**	-0.0128***	-0.0124***	0.0274**	-0.0127***	-0.0124***	0.0302**
	(0.00254)	(0.00263)	(0.00877)	(0.00253)	(0.00260)	(0.00907)	(0.00259)	(0.00269)	(0.00885)	(0.00259)	(0.00264)	(0.00932)
Sabit	0.00966	0.222**	0.328***	0.0104	0.223**	0.338***	0.00812	0.216**	0.319***	0.00812	0.214**	0.331***
	(0.0133)	(0.0671)	(0.0797)	(0.0130)	(0.0663)	(0.0781)	(0.0134)	(0.0679)	(0.0793)	(0.0133)	(0.0674)	(0.0770)
Düzeltilmiş R^2	0.181	0.142	0.202	0.181	0.143	0.204	0.182	0.140	0.202	0.183	0.141	0.205

Not: HEKK havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SE1 yalnızca ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine sahip tek yönlü sabit etkiler modelini, SE2 ise hem ülkeler arasında gözlenemeyen birim etkilerine hem de gözlenemeyen ortak zaman etkilerine sahip iki yönlü sabit etkiler modelini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir. Tüm modellerde değişen varyans ve ardışık bağımlılık durumunda tutarlı ülkelerin kümelenmesine dayalı dirençli standart hatalar kullanılmıştır. * , **, *** sembolleri sırasıyla 10 %, 5 % ve 1 % seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

3.4. Uygulama Bulgularının Genel Değerlendirmesi

Bulgular genel olarak değerlendirildiğinde;

(i) Bulgulara göre finansal bütünleşme seviyesinin yüksek olduğu ülkeler, finansal bütünleşme seviyesinin düşük olduğu ülkelere nispeten daha hızlı büyümektedir (kural-temelli finansal bütünleşme endeksi KAOPEN ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir).

(ii) Sermaye akımlarının ekonomik büyümeye etkisi, sermaye akımlarının kompozisyonuna göre değişmektedir. Analiz sonuçları, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy hisse senedi yatırımları şeklindeki sermaye akımlarının ekonomik büyüme için önemli olduğunu göstermektedir. Bulgular, ekonomik büyümeyi desteklemede doğrudan yabancı yatırımların ve portföy hisse senedi yatırımlarının önemini vurgulayan Gruben ve Mc Leod (1998), Reisen ve Soto (2001) ve Mody ve Murshid (2005) çalışmalarıyla tutarlıdır. Borç şeklindeki sermaye akımlarının ekonomik büyümeye katkısı sınırlı, hatta birikimli borç stoklarının ekonomik büyümeye etkisi negatiftir. Ayrıca literatürde genel olarak finansal bütünleşmeyi temsil etmek için kullanılan birikimli brüt varlıklar ve yükümlülükler stokunun da ekonomik büyümeye etkisi negatiftir. Bulgular finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisinin sermaye akımlarının türüne göre değişebileceğini öngören Arteta vd. (2001), Reisen ve Soto (2001), Stiglitz (2004; 2006) ve Kose vd. (2009b; 2011) çalışmalarını ve kompozisyon hipotezi yaklaşımını desteklemektedir.

(iii) Yurt içi tasarrufların ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisi, sermaye akımlarının pozitif etkisinden daha yüksektir. Yurt içi tasarrufları temsil etmek için modelde bulunan yurt içi yatırımların ekonomik büyümeye katkısı, sermaye akımlarının katkısını aşmaktadır. Ekonomik büyümeyi desteklemede yurt içi tasarruflar, yurt dışı tasarruflardan daha önemlidir.

(iv) Sermaye akımlarının gelir seviyesine etkisi, gelirdeki büyümeye etkisinden daha yüksektir. Sermaye akımlarının kişi başına gelirdeki büyümeye nispeten kişi başına gelir seviyesi üzerinde anlamlı etkileri bulunmaktadır. Bulgular sermaye akımlarının gelir seviyesine etkisinin büyümeye etkisini aştığını ileri süren Henry (2007)'i ve günümüzdeki sermaye akımlarının kalkınma finansmanından çok risk çeşitlendirme fırsatları sağlayarak gelir seviyesi üzerinde etkili olduğunu ileri süren Obstfeld ve Taylor (2003)'ı desteklemektedir.

(v) Sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi inceleme dönemine ve ülkenin bulunduğu bölgeye göre değişmektedir. Sermaye akımları ve büyüme arasındaki ilişki dönem olarak 1980'lerde, ülke grupları arasında Latin Amerika ve Doğu Asya Ülkelerinde ve gelişmekte olan ülkelere nispeten gelişmiş ülkelerde daha güçlüdür. İnceleme dönemindeki finansal krizler (Latin Amerika, Doğu Asya ve özellikle 2008 küresel kriz) ve ayrıca sermaye akımlarındaki daralma-genişleme dönemleri, sermaye akımlarının büyüme etkilerini engellemekte, gölgelemektedir. Krizlerin yoğunlaştığı 1990'lardan sonra sermaye akımlarının ve özellikle doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisi azalmaktadır. Krizlerin maliyeti, sermaye akımlarının pozitif büyüme etkilerini baskılamaktadır. Bulgular, finansal bütünleşmenin ya da doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin 1980'lerde daha güçlü olduğunu ileri süren Arteta vd. (2001), Mody ve Murshid (2005) ve Bumann vd. (2013) ile tutarlıdır. Ayrıca Obstfeld ve Taylor (2003) günümüzdeki sermaye akımlarının kalkınma finansmanından çok risk çeşitlendirme fırsatları sağlayarak gelir seviyesi üzerinde etkili olduğunu ve Mody ve Murshid (2005) 1990'larda doğrudan yabancı yatırımların yeni yatırımlara nispeten mevcut yatırımlarda pay sahipliği şekline dönüştüğünü ileri sürmektedir. Sonuçların bu doğrultuda yorumlanması durumunda, 1980'lerde doğrudan yabancı yatırımların büyüme etkisi yüksekken, 1990'larla birlikte düşmektedir.

(vi) Çalışmada etkileşim (eşik veya dolaylı etkiler) etkilerine yönelik sınırlı kanıtlar bulunmaktadır. Ayrıca farklı sermaye akımlarına ilişkin farklı eşik koşulları geçerli olmaktadır. Özellikle doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi makroekonomik istikrarla birlikte artmaktadır. Yüksek enflasyon seviyesi, doğrudan yabancı yatırım akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisini azaltmaktadır. Sonuçlar makroekonomik istikrarsızlığın yalnızca ekonomik büyümeyi değil, doğrudan yabancı yatırımların potansiyel etkilerini de daralttığını göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, enflasyon seviyesi, bütçe ve cari işlemler dengesi, büyüme oranı gibi yapısal makroekonomik faktörlere duyarlıdır. Bulgular doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin yüksek makroekonomik istikrar seviyesine bağlı olarak arttığını gösteren Arteta vd. (2001), Bengoa ve Sanchez-Robles (2003), Alguacil vd. (2011)'nin bulguları ile tutarlıdır.

(vii) Birikimli borç yükümlülükleri stoklarının büyüme üzerindeki negatif etkisi, artan finansal gelişme seviyesi ile azalmaktadır. Özellikle bankacılık piyasasındaki gelişmeler, borç yükümlülüklerinin ekonomik büyümeye pozitif katkı yapmasını

sağlamaktadır. Ayrıca kurumsal kalite düzeyindeki artış birikimli toplam yükümlülük stokunun ve birikimli brüt varlıklar-yükümlülükler stokunun ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisini azaltmaktadır. Ülkedeki yolsuzluk düzeyi, bürokrasinin kalitesi, kanun ve düzen gibi kurumsal faktörlerde sağlanan ilerlemeler toplam yükümlülüklerin ve brüt varlıklar ve yükümlülüklerin büyüme etkisini arttırmaktadır. Bulgular finansal ve kurumsal gelişme seviyesindeki artışın borç yükümlülüklerinin, toplam yükümlülüklerin ve brüt varlıkların ve yükümlülüklerin ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisini azaltacağını gösteren Kose vd. (2011)'nin bulgularıyla tutarlıdır.

(viii) Ağırlıklı kanıtlar, finansal bütünleşme (sermaye akımları) ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin genellikle doğrusal olduğunu, dolaylı etkileşim etkilerinin tüm sermaye akım türleri için geçerli olmadığını göstermektedir.

Çalışmanın devamında sonuç ve politika önerileri yer almaktadır.

SONUÇ

Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme sürecine yaptığı katkı, iktisatçılar ve politika yapıcılar arasında son yıllarda tartışma konusu olmuştur. Geleneksel yaklaşım, finansal bütünleşmenin, uluslararası finans kaynaklarına erişim ve küresel risk paylaşımı kanalıyla ülkelerdeki tasarrufların etkin küresel tahsisini kolaylaştırdığını ve en verimli kullanıldığı alana kaynakları aktararak ekonomik büyümeyi ve makroekonomik istikrarı anlamlı olarak arttırdığını ileri sürerken, Keynesyen yaklaşım finansal bütünleşmenin meydana getirdiği krizleri ve finansal istikrarsızlığı ön plana çıkararak finansal bütünleşmenin büyüme etkisi yaratmadığını ileri sürmektedir.

Finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme sürecindeki tüm faydalarına karşın, uygulamalı çalışmalar finansal bütünleşmenin güçlü etkilerini ortaya koyamamışlardır. Finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalardaki sonuçların çelişkili olmasına karşın, sermaye akımları ve bu akımların kompozisyonunun ekonomik büyümeye etkisine yönelik kanıtların üstünlüğü dikkat çekecek derecede birbiri ile uyumlu sonuçlar üretmektedir. Bulgulara göre, sermaye akımları içerisinde doğrudan yabancı yatırım akımlarındaki artış, daha yüksek büyüme oranı ile nitelendirilmektedir. Ancak borç stoklarının ekonomik büyümeye etkisi negatiftir. Bu çalışmanın bulguları da bu sonuçları desteklemektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar büyümeyi en destekleyici sermaye akım türüdür. Doğrudan yabancı yatırımların hem doğrudan hem de dolaylı olarak büyüme etkileri bulunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, yurt içi tasarrufları tamamlayarak sermaye finansmanı sağlamasının yanında teknolojik gelişme ve bilgi birikimi artışına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım akımları, portföy ve borç akımlarına nispeten daha az oynaktır ve sermaye çıkışlarına (geri dönüşlere) daha az maruz kalmaktadır. Portföy menkul kıymetlerinin ve borç akımlarının (özellikle kısa vadeli borçların) oynaklığındaki artış ekonomik büyümeye negatif etki etmekte ve kriz riskini arttırmaktadır. Çalışmanın sonuçları birikimli borç stoklarının ve toplam yükümlülük stokları içinde artan borç yükümlülükleri stokunun ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini ortaya koymaktadır. Bulgular, finansal bütünleşme-ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalarda finansal bütünleşmenin brüt sermaye akımları ile temsil edildiğini, ancak bu durumun sermaye akımları arasındaki ayrımı yeterince vurgulayamadığını, sermaye akımlarından doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif, dış borçların etkisinin ise negatif olduğunu, artan dış borç yükümlülüklerinin makroekonomik ve finansal istikrara

olumsuz etki ederek ülkelerdeki kriz riskini arttırdığını ileri süren Stiglitz (2000; 2004; 2006)'in çalışmalarını ve Keynesyen yaklaşımı desteklemektedir.

Politika yapıcılar sermaye akımlarının farklı çeşitlerinin ekonomik büyüme, makroekonomik ve finansal istikrar üzerinde farklı etkilerinin bulunduğunu, ekonomik büyüme sürecinde doğrudan yabancı yatırımların en arzu edilen sermaye akımı olduğunu dikkate almalılardır. Ayrıca sermaye akımlarının farklı çeşitlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin farklılaşması gibi doğrudan yabancı yatırım akımlarının da farklı türlerinin büyüme etkisi farklılaşmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların içinde yeni bir üretim tesisi kuran yatırımlar (greenfield investment), ülke ekonomilerinde istihdama ve ekonomik büyümeye diğer doğrudan yabancı yatırım akımlarına nispeten daha yüksek katkı sağlamaktadır. Bu nedenle sermaye akımlarının yönetimine yönelik politika uygulamaları, sermaye akımları arasında seçici ve hedefleyici politika uygulamaları olmalıdır. Politika yapıcılar, diğer başarılı ülke uygulamalarını taklit etmek yerine ülke ekonomilerindeki kırılganlıklarını göz önünde bulundurarak sermaye akımlarının kompozisyonunu istikrarsızlık ve krizlere neden olabilecek yüksek derecede oynaklığa sahip akımlardan doğrudan yabancı yatırım akımlarına kaydırabilecek politikalar uygulamalıdır. Örneğin doğrudan yabancı yatırım akımlarını teşvik edici vergi politikaları, bütçe dengesini bozmamalıdır. Sermaye akımlarına açılım, uygun para, kur ve maliye politikalarıyla aktif olarak desteklemeli ve yönetilmelidir. Finansal bütünleşme sürecinin başındaki ülkeler, öncelikle ülke ekonomilerinin kırılganlıklarını ortadan kaldırdıktan sonra doğrudan yabancı yatırım girişlerinde serbestleşme yaşamalı, ülkelerdeki makroekonomik istikrara ve ekonomik büyümeye katkı sağlamayan sermaye akımlarına daha ihtiyatlı yaklaşmalıdır.

Finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişkiyi ortaya koyamayan literatür, eşik hipotezi yaklaşımını geliştirerek sermaye akımlarının ekonomik büyümeye etkisinin yüksek finansal gelişme seviyesi, yüksek kurumsal kalite düzeyi, yüksek ticari açıklık ve güçlü makroekonomik istikrarla birlikte artacağını ileri sürmektedir. Ancak çalışma bulguları sermaye akımları-ekonomik büyüme ilişkisinin genel olarak eşik değişkenlere bağlı olmadığını, ilişkinin doğrusal olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışmada, sermaye akımlarının doğrudan büyüme etkileri bulunmakta, dolaylı etkilere ilişkin sınırlı kanıtlar ortaya konmaktadır. Çalışma sonuçları, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin makroekonomik istikrarla artacağına yönelik kanıtlara ulaşmaktadır. Bulgular, enflasyon seviyesi, bütçe ve cari işlemler dengesi, büyüme oranı gibi yapısal makroekonomik faktörlerdeki istikrarın yalnızca ekonomik büyümeyi değil, doğrudan yabancı yatırımların potansiyel etkilerini de arttırdığını göstermektedir. Ayrıca artan finansal ve kurumsal gelişme

seviyesi, birikimli borç yükümlülükleri, toplam yükümlülükler ve brüt varlıklar-yükümlülükler stoklarının ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisini azaltmaktadır. Sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini arttıran eşik koşulları (kurumsal kalite, ticari açıklık, makroekonomik istikrar, beşeri sermaye vb.) zaten büyümeyi doğrudan pozitif etkilemektedir. Ayrıca çalışma sonuçlarına göre yurt içi tasarrufların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, yurt dışı tasarruflardan daha önemlidir. Finansal bütünleşme veya sermaye akımları ekonomik büyümenin olmazsa olmazı değildir. Eşik hipotezine yönelik bulgular genel olarak değerlendirildiğinde, finansal bütünleşme sürecinde ülkelerdeki yurt içi temel makroekonomik parametrelerde iyileşme sağlamanın, sermaye akımlarını arttırmaktan daha önemli olduğunu vurgulayan Rodrik ve Subramarian (2009) çalışması desteklenmektedir.

Ülke ekonomilerinde, kurumsal, finansal ve makroekonomik altyapının oluşturulması uzun yıllar almaktadır. Gelişmiş ülkelerde bu altyapı mevcutken, gelişmekte olan ülkelerin birçoğu düşük kurumsal kalite, finansal gelişme ve makroekonomik istikrar seviyesi ile nitelendirilmektedir. Çalışma sonuçları, ülkelerin sermaye akımlarından faydalanması için gerekli bu altyapının örneklemdeki ülkelerde henüz oluşmadığını göstermektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler bu altyapıda ilerlemeler sağlamalıdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki politika yapıcılar, sermaye akımlarına hızlı ve hazırlıksız açılım yerine ülkelerindeki yurt içi tasarrufları arttırmalı, finansal sistemleri geliştirmeli (finansal sistemin denetleme ve düzenleme kapasitesinde artış sağlanması, finansal bilginin kalitesinin geliştirilmesi, şirket yönetiminin iyileştirilmesi, kredilerin tahsisinde kamunun devre dışı bırakılması vs.), kurumsal kalitede ilerlemeler sağlamalı (güçlü mülkiyet haklarının sağlanması, yasal sistemin kuvvetlendirilmesi, yolsuzlukların azaltılması vs.) ve makroekonomik istikrarı (düşük enflasyon, denk bütçe, dengeli ve istikrarlı kur düzeyi) arttırmalıdır. Bu durumda gelişmekte olan ülkeler zaten yüksek büyüme oranlarına kavuşacak ve ekonomik büyüme için sermaye akımlarına ihtiyaçları azalacaktır. Ayrıca, gelişmiş finansal sistemlere ve kurumlara, yüksek makroekonomik istikrar düzeyine (dengeli kur, bütçe ve düşük enflasyon) sahip ülkeler küresel konjonktürdeki negatif makroekonomik şoklar karşısında daha rahat ve bağımsız konjonktür karşıtı politika uygulayarak krizlerin etkilerini azaltabileceklerdir.

Sermaye akımlarının ekonomik büyüme etkilerinin görülebilmesi için her dönem değişen durumlar ve koşullar ortaya çıkmaktadır. Bu koşullar günümüzde finansal piyasaların güçlendirilmesi, kurumsal kalitenin iyileştirilmesi ve makroekonomik istikrarın arttırılması şeklinde olurken, gelecekte bu koşulların ne olacağı belirsizdir. Her gün gelişen ve değişen finansal sistemde yeni araçlar ortaya çıkmakta, bu gelişmeler yeni krizleri ve yeni eşik

koşullarını ortaya çıkarmaktadır. Politika yapıcılar ve düzenleyiciler modern finansal sistemin dinamik evrimi karşısında yavaş kalmaktadırlar. Geçmiş krizlerle ilgili sorunlarla uğraşırlarken, hızlı değişen finansal teknolojiler, araçlar ve piyasaya yeni oyuncuların katılımı artan yeni kırılganlıkların tespitini zorlaştırmaktadır.

Finansal bütünleşme sürecinin dışında kalmanın imkânsız olduğu günümüzde gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğu finansal sistemle bütünleşmişlerdir. Finansal krizler hem sermaye hesabında serbestliğe hem de kısıtlamalara sahip ülkelerde gerçekleşmektedir. Bu nedenle küreselleşen dünyada krizlerin etkilerinden korunmak zorlaşmaktadır.

Politika yapıcıların günümüzde odaklanması gereken nokta, gelişmekte olan ülkelerde serbestleşmenin yapılıp yapılmaması değil, finansal bütünleşme sürecinin yönetilmesi sürecidir. Bu nedenle politika yapıcılar, ülkelerin temel makroekonomik göstergelerinde (kurda değerlenme, ekonomideki aşırı ısınma, rezerv birikimindeki azalmalar, enflasyon baskısı, bütçe dengesindeki bozulmalar) olumsuzluklara ve politika uygulamalarında zorluklara yol açabilecek sermaye akımlarını, aktif politikalarla kontrolleri altında tutmalıdır. Ancak bu kontroller sermaye akımlarını yönetirken, ülkelerdeki kırılganlıkları arttırmamalıdır. Bu nedenle gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki politika yapıcılar için uygun politika, serbestleşmenin ertelenmesi veya kaçılmaz sona karşı durmak yerine, finansal bütünleşmenin aktif olarak yönetilmesi için girişimde bulunmaktır.

Çalışmada sermaye akımlarının ülkeler arasındaki ekonomik büyüme farklılıklarına etkisi ve bu etkinin ülkelerin finansal, kurumsal ve makroekonomik altyapılarına bağlı olarak değişip değişmediği incelenmiştir. Ancak ülkeler arasındaki büyüme farklılıkları birçok farklı temele dayanmaktadır. Bu nedenle gelecekteki çalışmaların firma ve endüstri temelinde yapılması daha belirleyici ve nitelendirici sonuçlar sağlayabilecektir.

KAYNAKÇA

Abdelal R., Alfaro L., "Capital and Control: Lessons from Malaysia", International Finance and Trade, Vol. 46, No. 4, (2003), 36-53.

Abiad A., Detregiache E., Tressel T., "A New Database of Financial Reforms", IMF Staff Papers, Vol. 57, (2010), 281-302.

Acemoglu D., Zilibotti, F., "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth", Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 4, (1997), 709-751.

Acemoglu D., Robinson J.A., "The Role of Institutions in Development and Growth", World Bank Commission on Growth and Development Working Paper No: 10, (2008).

Acemoglu D., Johnson S., Robinson J.A., "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation", The American Economic Review, Vol. 91, No. 5, (2001), 1369-1401.

Acemoglu D., Johnson S., Robinson J.A., Thaicharoen Y., "Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth", Journal of Monetary Economics, Vol. 50, No. 1, (2003), 49-123.

Adams S., "Foreign Direct Investment, Domestic Investment, and Economic Growth in Sub-Saharan Africa", Journal of Policy Modelling, Vol. 31, (2009), 939-949.

Agbloyor E.K., Abor J., Adjasi C.K.D., Yawson A., "Exploring the Causality Links Between Financial Markets and Foreign Direct Investment in Africa", Research in International Business and Finance, Vol. 28, (2013), 118-134.

Agenor P., "Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts", The World Economy, Vol. 26, No. 8, (2003), 1089-1118.

Agosin M.R., "Capital Flows and Macroeconomic Policy in Emerging Economies", Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series, Columbia University, http://policydialogue.org/files/publications/06_CapitalFlowsEmerging.pdf, (2003).

Agosin M.R., Machado R., "Foreign Direct Investment in Developing Countries: Does It Crowd in Domestic Investment", Oxford Development Studies, Vol. 33, No. 2, (2005), 149-162.

Agosin M.R., Machado R., "Openness and the International Allocation of Foreign Direct Investment", Journal of Development Studies, Vol. 43, No. 7, (2007), 1234-1247.

Aitken B.J., Harrison A.E., "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment", The American Economic Review, Vol. 89, No. 3, (1999), 605-618.

Aizenman J., Marion N., "The Merits of Horizontal versus Vertical FDI in the Presence of Uncertainity", NBER Working Paper No. 8631, National Bureau of Economic Research, (2001).

Aizenman J., Noy I., "FDI and Trade: Two-Way Linkages?", The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 46, No. 3, (2006), 317-337.

Aizenman J., Noy I., "Endogenous Financial and Trade Openness", Review of Development Economics, Vol. 13, No. 2, (2009), 175-189.

Aizenman J., Noy I., "Macroeconomic Adjustment and the History of Crises in Open Economies", Journal of International Money and Finance, Vol. 38, (2013), 41-58.

Aizenman J., Jinjarak Y., Park D., "Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990-2010", Open Economies Review, Vol. 24, No. 3, (2013), 371-396.

Albuquerque R., Loayza N., Serven L., "World Market Integration Through the Lens of Foreign Direct Investors", Policy Research Working Papers, World Bank, (2003).

Alesina A., Grilli V., Milesi-Ferretti G.M., "The Political Economy of Capital Controls", NBER Working Paper No. 4353, National Bureau of Economic Research, (1993).

Alguacil M., Cuadros A., Orts V., "Inward FDI and Growth: The Role of Macroeconomic and Institutional Environment", Journal of Policy Modeling, Vol. 33, No. 3, (2011), 481-496.

Alfaro L., Johnson M.S., "Foreign Direct Investment and Growth", The Evidence and Impact of Financial Globalization, der. Caprio G., 299-309, Elsevier Publishing, San Diego, USA, (2013).

Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Sayek S., "FDI, Productivity and Financial Development", The World Economy, Vol. 32, No. 1, (2009), 111-135.

Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V., "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions", Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, der. Edwards S., 19-72, University of Chicago Press, (2007).

Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V., "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation", The Review of Economics and Statistics, Vol. 90, No. 2, (2008), 347-368.

Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., Sayek S., "FDI and Economic Growth: The Role of Financial Markets", Journal of International Economics, Vol. 64, (2004), 89-112.

Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., Sayek S., "Does Foreign Direct Investment Promote Growth? Exploring the Role of Financial Markets on Linkages", Journal of Development Economics, Vol. 91, (2010), 242-256.

Anwar S., Sun S., "Financial Development, Foreign Investment and Economic Growth in Malaysia", Journal of Asian Economics, Vol. 22, (2011), 335-342.

Arellano M., "Computing Robust Standart Errors for Within-Groups Estimator", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 49, (1987), 431-434.

Arestis P., Basu S., "Financial Globalization: Some Conceptual Problems", Eastern Economic Journal, Vol. 29, No. 2, (2003), 183-189.

Arestis P., Singh A., "Financial Globalization and Crisis, Institutional Transformation and Equity", Cambridge Journal of Economics, Vol. 34, (2010), 225-238.

Arestis P., Basu S., Mallick S. "Financial Globalization: The Need for a Single Currency and a Global Central Bank", Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 27, No. 3, (2005), 507-531.

Ariyoshi A., "Coping with Capital Flow Surges: Reviewing the IMF's New Institutional View", Japanese Journal of Monetary and Financial Economics, Vol. 1, No. 1, (2013), 25-36.

Arteta C., Eichengreen B., Wyplosz C., "When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?", NBER Working Paper No. 8414, National Bureau of Economic Research, (2001).

Asiedu E., “On the Determinants of Foreign Direct Investment to Developing Countries: Is Africa Different?”, World Development, Vol. 30, No. 1, (2002), 107-119.

Asiedu E., Lien D., “Democracy, Foreign Direct Investment and Natural Resources”, Journal of International Economics, Vol. 84, (2011), 99-111.

Asteriou D., Hall S.G., Applied Econometrics: A Modern Approach Using Eviews and Microfit Revised Edition, Pall Grave MacMillan, New York, (2007).

Atje R., Jovanovic B., “Stock Markets and Development”, European Economic Review, Vol. 37, (1993), 632-640.

Aykut D., Kose M.A., “Collateral Benefits of Financial Globalization”, The Evidence and Impact of Financial Globalization, der. Caprio G., 279-298, Elsevier Publishing, San Diego, USA, (2013).

Azman-Saini W.N.W., Law S.H., Ahmad A.H., “FDI and Economic Growth: New Evidence on The Role of Financial Markets”, Economics Letters, Vol. 107, (2010a), 211-213.

Azman-Saini W.N.W., Baharumshah A.Z., Law S.H., “Foreign Direct Investment, Economic Freedom and Economic Growth: International Evidence”, Economic Modelling, Vol. 27, (2010b), 1079-1089.

Bailliu J.N., “Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries”, Bank of Canada Working Paper 2000-15, (2000).

Balasubramanyam V.N., Salisu M., Sapsford D., “Foreign Direct Investment and Growth in EP and Is Countries”, The Economic Journal, Vol. 106, (1996), 92-105.

Balmaceda F., Fischer R.D., Ramirez F., “Financial Liberalization, Market Structure and Credit Penetration”, Journal of Financial Intermediation, Vol. 23, No. 1, (2014), 47-75.

Baltagi B.H., Econometric Analysis of Panel Data, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, United Kingdom, (2008).

Baltagi B.H., Wu P.X., “Unequally Spaced Panel Data Regressions with AR(1) Disturbances”, Econometric Theory, Vol. 15, (1999), 814-823.

Baltagi B.H., Demetriades P.O., Law S.H., “Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data”, Journal of Development Economics, Vol. 89, (2009), 285-296.

Barro R.J., "Economic Growth in a Cross Section of Countries", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 2, (1991), 407-443.

Barro R., "Democracy and Growth", Journal of Economic Growth, Vol. 1, No. 1, (1996), s. 1-27.

Barro R.J., "Determinants of Economic Growth in a Panel of Countries", Annals of Economics and Finance, Vol. 4, (2003), 231-274.

Barro R., Sala-i Martin X., Economic Growth, McGraw Hill Press, Cambridge, MA., (1995).

Bartolini L., Drazen A., "Capital-Account as a Signal", The American Economic Review, Vol. 87, No. 1, (1997), 138-154.

Basu P., Guariglia A., "Foreign Direct Investment, Inequality, and Growth", Journal of Macroeconomics, Vol. 29, (2007), 824-839.

Basu P., Chakraborty C., Reagle D., "Liberalization, FDI, and Growth in Developing Countries: A Panel Cointegration Approach", Economic Inquiry, Vol. 41, No. 3, (2003), 510-516.

Beck T., Levine R., Loayza N., "Finance and the Sources of Growth", Journal of Financial Economics, Vol. 58, (2000), 261-300.

Bekaert G., Harvey C.R., "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets", Journal of Finance, Vol. 55, (2000), 565-614.

Bekaert G., Harvey C.R., "Chronology of Important Financial Economic and Political Events in Emerging Markets", http://www.duke.edu/charvey/chronology.htm., (2002).

Bekaert G.H., Campell R., Lundblad C., "Emerging Equity Markets and Economic Development", Journal of Development Economics, Vol. 66, (2001), 465-504.

Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad C., "Does Financial Liberalization Spur Growth?", Journal of Financial Economics, Vol. 77, (2005), 3-55.

Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad C., "Financial Openness and Productivity", World Development, Vol. 39, No.1, (2011), 1-19.

Ben Gamra S., “Does Financial Liberalization Matter for Emerging East Asian Economies Growth? Some New Evidence”, International Review of Economics & Finance, Vol. 18, No. 3, (2009), 392-403.

Bengoa M., Sanchez-Robles B., “Foreign Direct Investment, Economic Freedom and Growth: New Evidence from Latin America”, European Journal of Political Economy, Vol. 19, (2003), 529-545.

Berkmen S.P., Gelos G., Rennhack R., Walsh J.P., “The Global Financial Crises: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact”, Journal of International Money and Finance, Vol. 31, (2012), 42-59.

Bhagwati J., “The Theory of Immiserizing Growth: Further Applications”, International Trade and Money, eds. Connolly M., Swoboda A., 45-54, University of Toronto Press, Toronto, (1973).

Bhagwati J., “The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Dollars”, Foreign Affairs, Vol. 77, No.3, (1998), 7-12.

Bhargava A., Franzini L., Narendranathan W., “Serial Correlation and Fixed Effects Model”, Review of Economic Studies, Vol. 49, (1982), 533-549.

Bils M., Klenow P., “Does Schooling Cause Growth”, American Economic Review, Vol. 90, No. 5, (1996), 1160-1183.

Blomström M.., Lipsey R., Zejan M., “What Explains Growth in Dveloping Countries”, NBER Working Paper No. 4132, National Bureau of Economic Research, (1992).

Bloningen B.A., “A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants”, NBER Working Paper No. 11299, National Bureau of Economic Research, (2005).

Bonfiglioli A., “Financial Integration, Productivity and Capital Accumulation”, Journal of International Economics, Vol. 76, (2008), 337-355.

Bordo M.D., Eichengreen B., “Implications of the Great Depression for the Evolution of the International Monetary System”, The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century, eds. Bordo M., Goldin C., White E., 403-454, Chicago University Press, Chicago, (1998).

Bordo M.D., Meissner C.M., Stuckler D., "Foreign Currency Debt, Financial Crises and Economic Growth", NBER Working Paper No. 15534, National Bureau of Economic Research, (2009).

Borensztein E., De Gregorio J., Lee J-W., "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth", Journal of International Economics, 45, (1998), 115-135.

Bosworth B.P., Collins S.M., "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment", Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1, (1999), 143-180.

Buchanan B.G., Le Q.V., Rishi M., "Foreign Direct Investment and Institutional Quality: Some Empirical Evidence", International Review of Financial Analysis, Vol. 21, (2012), 81-89.

Bumann S., Hermes N., Lensink R., "Financial Liberalization and Economic Growth: A Meta-Analysis", Journal of International Money and Finance, Vol. 33, (2013), 255-281.

Busse M., Hefeker C., "Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment", European Journal of Political Economy, Vol. 23, (2007), 397-415.

Calderon C.A., Loayza N., Schmidt-Hebbel K., "Do Openness Imply Greater Exposure?", Policy Research Working Paper No. 3733, World Bank, (2005).

Calvo G.A., "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", Journal of Applied Economics, Vol. 1, No. 1, (1998), 35-54.

Calvo G.A., Leiderman L., Reinhart C.M., "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", IMF Staff Papers, Vol. 40, (1993), 108-151.

Calvo G.A., Leiderman L., Reinhart C.M., "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", Journal of Economic Perspectives, Vol. 10, No.2, (1996), 123-139.

Cameroon A.C., Triverdi P.K., Microeconometrics Using Stata Revised Edition, Stata Press, Texas, United States of America, (2010).

Caner M., Hansen B., "Instrumental Variable Estimation of a Threshold Model", Econometric Theory, Vol. 20, (2004), 813-843.

Cardarelli R., Elekdag S., Kose M.A., "Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses", Economic Systems, Vol. 34, (2010), 333-356.

Carkovic M., Levine R., "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?", University of Minnesota Department of Finance Working Paper, (2002).

Carmignani F., Chowdhury A., "Does Financial Openness Promote Economic Integration", Discussion Paper Series No. 2007.4, United Nations Economic Commission for Europe, (2007).

Chanda A., "The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and How Much?", Journal of Development Economics, Vol. 77, (2005), 441-466.

Chang R., Velasco A., "Banks, Debt Maturity, and Financial Crises", Journal of International Economics, Vol. 51, (2000), 169-194.

Chang R., Kaltani L., Loayza N., "Openness Can be Good for Growth: The Role of Policy Complementarities", Journal of Development Economics, Vol. 90, (2009), 33-49.

Chinn M.D., Ito H., "A New Measure of Financial Openness", Journal of Comparative Policy Analysis, Vol. 10, (2008), 309-322.

Choe J., "Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth?", Review of Development Economics, Vol. 7, No. 1, (2003), 44-57.

Choong C.K., Baharumshah A.Z., Yusop Z., Habibullah M.S., "Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis", Japan and The World Economy, Vol. 22, (2010a), 107-117.

Choong C.K., Yusop Z., Law S.H., "Private Capital Flows to Developing Countries: The Role of The Domestic Financial Sector", Journal of The Asia Pacific Economy, Vol. 15, No. 4, (2010b), 509-529.

Chowdhury A., Mavrotas G., "FDI and Growth: What Causes What?", The World Economy, Vol. 29, No. 1, (2006), 9-19.

Chuhan P., Claessens C.A., Mamingi N., " Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors", World Bank Policy Research Working Paper Series No. 1160, (1993).

Collins S.M., "Comments on Financial Globalization, Growth, and Volatility in Developing Countries", Globalization and Poverty, der. Harrison A., NBER Conference Report, Chicago University Press, Chicago, (2007).

Daude C., Stein E., "The Quality of Institutions and Foreign Direct Investment", Economics & Politics, Vol. 19, No. 3, (2007), 317-344.

De Mello L.R., "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data", Oxford Economic Papers, Vol. 51, (1999), 133-151.

Delechat C., Ramirez G., Wagh S., Wakeman-Linn J., "How Global Financial Markets Affect Sub-Saharan Africa", IMF Staff Papers, Vol.57 , No.1, (2010), 172-200.

Dell'Ariccia G., Di Giovanni J., Faria A., Kose A., Mauro P., Ostry J.D., Schindler M., Terrones M., "Reaping The Benefits of Financial Globalization", International Monetary Fund Occasional Paper, 264, (2008).

Demetriades P.O., Hussein K., "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries", Journal of Development Economics, Vol. 51, (1996), 387-411.

Demirgüç-Kunt A., Levine R., "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts", World Bank Economic Review, Vol. 19, (1996), 291-322.

Demirguc-Kunt A., Detragiache E., "Financial Liberalization and Financial Fragility", IMF Working Paper 98/83, International Monetary Fund, (1998).

Demirguc-Kunt A., Levine R., Min H.G., "Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency, and Growth", The Implications of Globalization of World Capital Markets, der. Lee S., 83-115, Seoul: Bank of Korea, (1998).

Devereux M.B., Smith G.W., "International Risk Sharing and Economic Growth", International Economic Review, Vol. 35, No. 3, (1994), 535-550.

Dornbusch R., "Capital Controls: An Idea Whose Time is Past", Should The IMF Pursue Capital-Account Convertibility, Essays in International Finance, der. Stanley Fischer vd. 20-27, Princeton University, (1998).

Durham J.B., "Absorptive Capacity and The Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth", European Economic Review, Vol.

48, (2004), 285-306.

Easterly W., Levine R., "What Have We Learned from a Decade of Empirical Research on Growth? It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models", World Bank Economic Review, Vol. 15, No. 2, (2001), 177-219.

Edison H.L., Warnock F., "A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls, Journal of Empirical Finance, Vol. 10, (2003), 81-103.

Edison H.L., Levine R., Ricci L., Slok T., "International Financial Integration and Economic Growth", Journal of International Money and Finance, Vol. 21, (2002), 749-776.

Edison H.L., Klein M., Ricci L., Slok T., "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis", IMF Staff Papers, Vol. 51, No. 2, (2004), 220-256.

Edwards S., "Capital Flows and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?", NBER Working Paper No. 8076, National Bureau of Economic Research, (2001).

Edwards S., "Sequencing of Reforms, Financial Globalization, and Macroeconomic Vulnerability", Journal of Japanese International Economies, Vol. 23, (2009), 131-148.

Eichengreen B., "Taming Capital Flows", World Development, Vol. 28, No. 6, (2000), 1105-1116.

Eichengreen B., "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?", The World Bank Economic Review, Vol. 15, No. 3, (2001), 341-365.

Eichengreen B., Fishlow A., "Contending with Capital Flows: What is Different About the 1990s?", Council on Foreign Relations Working Paper, (1995).

Eichengreen B., Leblang D., "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?", International Journal of Finance and Economics, Vol. 8, (2003), 205-224.

Eller M., Haiss P., Steiner K., "Foreign Direct Investment in the Financial Sector and Economic Growth in Central and Eastern Europe: The Crucial Role of the Efficiency Channel", Emerging Markets Review, Vol. 7, No. 4, (2006), 300-319.

Faria A., Mauro P., “Institutions and the External Capital Structure of Countries”, IMF Working Paper No. WP/04/236, International Monetary Fund, (2004).

Faria J.A., Paula L.F., Pires M.C., Meyer T.R., “Financial Liberalization, Economic Performance and Macroeconomic Stability in Brazil: An Assessment of the Recent Period”,http://www.anpec.org.br/encontro2009/inscricao.on/arquivos/000-4b3c491e62682be8c9358f0f0785354f.pdf, (2009).

Farla K., Crombrugghe D., Verspagen B., “Institutions, Foreign Direct Investment, and Domestic Investment: Crowding Out or Crowd In?”, World Development, Article in Press, (2014).

Fernandez-Arias E., Montiel P.J., “The Surge in Capital Flows to Developing Countries: Prospects and Policy Response”, The World Bank Policy Research Working Paper Series No. 1473, (1995).

Fischer S., “Capital-Account Liberalization and The Role of IMF”, Should The IMF Pursue Capital-Account Convertibility, Essays in International Finance, der. Stanley Fischer vd. 1-10, Princeton University, (1998).

Fischer S., “Globalization and Its Challenges”, American Economic Review, Vol. 93, No. 2, (2003), 1-30.

Fischer R., Valenzuela P., “Financial Openness, Market Structure and Private Credit: An Empirical Investigation”, Economics Letters, Vol. 121, No. 3, (2013), 478-481.

Fratzscher M., Bussiere M., “Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?”, Working Paper Series No. 348, European Central Bank, (2004).

Fry M.J., Money, Interest, and Banking in Economic Development, The Johns Hopkins University Press, London (Baltimore), (1995).

Gallagher K.P., “IMF’s New View on Capital Controls”, Economic & Political Weekly, Vol. XLVIII, No. 12, (2013), 10-13.

Gehringer A., “Growth, Productivity and Capital Accumulation: The Effects of Financial Liberalization in the Case of European Integration”, International Review of Economics and Finance, Vol. 25, (2013), 291-309.

Ghali K.H., “Financial Development and Economic Growth: The Tunusian Experience”, Review of Development Economics, Vol. 3, No. 3, (1999), 310-322.

Glaeser E.L., “Introduction to Agglomeration Economics”, Agglomeration Economics, eds. Glaeser E.L., 1-14, The University of Chicago Press, Chicago, (2010).

Glick R., Guo X., Hutchison M., “Currency Crises, Capital-Account Liberalization, and Selection Bias”, Review of Economics and Statistics, Vol. 88, No. 4, (2006), 698-714.

Goldstein M., The Asian Financial Crises, Institute for International Economics, Wahington D.C., (1998).

Gourinchas P.O., Jeanne O., “Capital Mobility and Reform”, Paper Presented for Sixth Jacques Polak Annual Research Conference, International Monetary Fund, Washington D.C., (2005).

Gourinchas P.O., Jeanne O., “The Elusive Gains from International Financial Integration”, Review of Economic Studies, Vol. 73, No. 3, (2006), 715-741.

GriffitsW.E., Hill R.C., Lim G.C., Using Eviews for Principles of Econometrics, John Wiley & Sons Inc, United States of America, (2008).

Grilli V., Milesi-Ferretti G.M., “Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls”, IMF Staff Papers, Vol. 42, No. 3, (1995), 517-551.

Grossman G., Helpman E., Innovation and Growth in the Global Ecomomy, MIT Press, Cambridge, MA., (1991).

Gruben W.C., McLeod D., “Capital Flows, Savings, and Growth in the 1990s”, Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 38, No. 3, (1998), 287-301.

Gu X., Huang B., “A New Approach to Capital Flows: Theory and Evidence”, Economic Modelling, Vol. 28, (2011), 1050-1057.

Gui-Diby S.L., “Impact of Foreign Direct Investment on Economic Growth in Africa: Evidence from Three Decades of Panel Data Analyses”, Research in Economics, Article in Press, (2014).

Gupta N., Yuan K., “On the Growth Effects of Liberalization”, Review of Financial Studies, Vol. 22, (2009), 4715-4752.

Hall R.E., Jones C., “Why Do Some Countries Produce So Much More Output per Worker than Others?”, Quarterly Journal of Economics, Vol. 114, No. 1, (1999), 83-116.

Hammel E., “Stock Market Liberalization and Industry Growth”, Manuscript, Harvard Business School, (2006).

Hansen B., “Asymptotic Properties of a Robust Variance Matrix Estimator for Panel Data When T is Large”, Journal of Econometrics, Vol. 141, (2007), 597-620.

Hansen H., Rand J., “On the Causal Links Between FDI and Growth in Developing Countries”, The World Economy, Vol. 29, No. 1, (2006), 21-41.

Harris R.D.F., “Stock Markets and Development: A Reassessment”, European Economic Review, Vol. 41, (1997), 139-146.

Hausman J.A., “Specification Tests in Econometrics”, Econometrica, Vol. 46, (1978), 1251-1271.

Henry P.B., “Capital Account Liberalization, The Cost of Capital, and Economic Growth”, NBER Working Paper No. 9488, National Bureau of Economic Research, (2003).

Henry P.B., “Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation”, Journal of Economic Literature, Vol. 65, (2007), 887-935.

Hermes N., Lensink R., “Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth”, Journal of Development Studies, Vol. 40, (2003), 142-153.

Herzer D., Klasen S., Nowak-Lehmann D.F. “In Search of FDI-Led Growth in Developing Countries: The Way Forward”, Economic Modelling, Vol. 25, (2008), 793-810.

Hill R.C., GriffitsW.E., Lim G.C., Principles of Econometrics, John Wiley & Sons Inc, United States of America, (2011).

Honig A., “Addressing Causality in the Effect of Capital Account Liberalization on Growth”, Journal of Macroeconomics, Vol. 30, (2008), 1602-1616.

Hsiao F.S.T., Hsiao M.W., “FDI, Exports, and GDP in East and Southeast Asia-Panel Data versus Time Series Causality Analyses”, Journal of Asian Economics, Vol. 17, (2006), 1082-1106.

IMF, “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, International Monetary Fund, http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf, (2012).

IMF, Balance of Payment Statistics Annual Report 2012, (2013).

Ito H., “Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and The Sequence of Liberalization”, North American Journal of Economics and Finance, Vol. 17, (2006), 303-327.

Javorcik S., “Does Foreign Direct Investment Increase the Pruductivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages”, American Economic Review, Vol. 94, No. 3, (2004), 605-627.

Johnston R.B., Tamirisa N.T., “Why Do Countries Use Capital Controls?”, IMF Working Paper 98/181, International Monetary Fund, (1998).

Jyun-Yi W., Chih-Chiang H., “Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Evidence from a Threshold Regression Analysis”, Economics Bulletin, Vol. 15, No. 12, (2008), 1-10.

Kaminsky G.L., Reinhart C.M., “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, American Economic Review, Vol. 89, (1999), 473-500.

Kaminsky G.L., Schmukler S.L., “Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization”, NBER Working Paper No. 9787, National Bureau of Economic Research, (2003).

Khan M.S., Senhadji A.S., “Financial Development and Economic Growth: An Overview”, IMF Working Paper No. WP/00/209, International Moneytary Fund, (2000).

Khan M.S., Senhadji A.S., “Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth”, IMF Staff Papers, Vol. 48, No. 1, (2001), 1-21.

Kim W., “Does Capital Account Liberalization Discipline Budget Deficit?”, Review of International Economics, Vol. 11, No. 5, (2003), 830-844.

King R.G., Levine R., “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3, (1993a), 717-737.

King R.G., Levine R., “Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence”, Journal of Monetary Economics, Vol. 32, (1993b), 513-542.

King R.G., Levine R., “Financial Intermediation and Economic Development”, Financial Intermediation in the Construction of Europe, eds. Mayer C., Vives X., 156-189, Centre for Economic Policy Research, London, (1993c).

Klein M.W., “Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth”, NBER Working Paper No. 11112, National Bureau of Economic Research, (2005).

Klein M.W., Olivei G.P., “Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth”, Journal of International Money and Finance, Vol. 27, (2008), 861-875.

Klenow P., Rodriguez-Clare A. “The Neoclassical Revival in Growth Economics: Has It Gone Too Far?”, NBER Macroeconomics Annual, Vol. 12, (1997), 73-103.

Knack S., Keefer P., “Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures”, Economics and Politics, Vol. 7, No. 3, (1995), s. 207-227.

Kohpaiboon A., “Foreign Trade Regimes and the FDI-Growth Nexus: A Case Study of Thailand”, The Journal of Development Studies, Vol.40, No.2, (2003), 55-69.

Kose M.A., Prasad E.S., Taylor A.D. “Thresholds in the Process of International Financial Integration”, Journal of International Money and Finance, Vol. 30, No. 1, (2011), 147-179.

Kose A., Prasad E., Terrones M.E., “How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?”, IMF Working Paper WP/03/27, International Monetary Fund, (2003).

Kose A., Prasad E., Terrones M.E., “Does Openness to International Financial flows Raise Productivity Growth?”, Journal of International Money and Finance, Vol. 28, (2009b), 554-80.

Kose A., Prasad E., Rogoff K., Wei S., “Financial Globalization: A Reappraisal”, IMF Staff Papers, Vol. 56, (2009a), 8-62.

Kose A., Prasad E., Rogoff K., Wei S., “Financial Globalization and Economic Policies”, Handbook of Development Economics, 5, (2010), 4283-4362.

Kottaridi C., Stengos T., "Foreign Direct Investment, Human Capital and Non-Linearities in Economic Growth", Journal of Macroeconomics, Vol. 32, No. 3, (2010), 858-871.

Kraay A., "In Search of the Macroeconomics Effects of Capital Account Liberalization", Manuscript, World Bank (Unpublished), (1998).

Krugman P., "International Finance and Economic Development", Finance and Development: Issues and Experience, der. Giovannini A., 11-24, Cambridge University Press, (1993).

Krugman P., "Saving Asia: It's Time to Get Radical", Fortune, (1998).

La Porta R.,Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., "Legal Determinants of External Finance", The Journal of Finance, Vol. 52 (3), (1997), 1131-1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., "Law and Finance", The Journal of Political Economy, Vol.106 (6), (1998), 1113-1155.

Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M., "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries", Journal of International Economics, Vol. 55, (2001), 263-294.

Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M., "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", Journal of International Economics, Vol. 73, (2007), 223-250.

Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M., "The Drivers of Financial Globalization", American Economic Review, Vol. 98, No. 2, (2008), 327-332.

Lensink R., Morissey O., "Foreign Direct Investment: Flows, Volatility, and the Impact on Growth", Review of International Economics, Vol. 14, No. 3, (2006), 478-493.

Levine R., "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Journal of Economic Literature, Vol.35, (1997), 688-726.

Levine R., "International Financial Liberalization and Economic Growth", Review of International Economics, Vol. 9, No. 4, (2001), 688-702.

Levine R., "More on Finance and Growth: More Finance More Growth?", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 85 (4), (2003), 31-46.

Levine R., “Finance and Growth: Theory and Evidence”, NBER Working Paper No. 10766, National Bureau of Economic Research, (2004).

Levine R., Zervos S., “Stock Markets, Banks and Economic Growth”, The American Economic Review, Vol. 88, (1998a), 537-558.

Levine R., Zervos S., “Capital Control Liberalization and Stock Market Development”, World Development, 26, (1998b), 1169-1184.

Levine R., Loayza N., Beck T., “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, Journal of Monetary Economics, Vol. 46, (2000), 31-77.

Li X., Lui X., “Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Increasingly Endogeneous Relationship”, World Development, Vol. 33, No. 3, (2005), 393-407.

Lim E-G., “Determinants of, and the Relation Between, Foreign Direct Investment and Growth: A Summary of the Recent Literature”, IMF Working Paper WP/01/175, International Monetary Fund, (2001).

Lin C., Lee C., Yang C., “Does Foreign Direct Investment Really Enhance China’s Regional Productivity?”, The Journal of International Trade & Economic Development: An International and Comparative Review, Vol. 20, No. 6, (2011), 741-768.

Lothian J.R., “Institutions, Capital Flows and Financial Integration”, Journal of International Money and Finance, Vol. 25, (2006), 358-369.

Lucas R.E., “On the Mechanics of Economic Development”, Journal of Monetary Economics, Vol. 22, (1988), 3-42.

Lucas R.E., “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries”, The American Economic Review, Vol. 80, No. 2, (1990), 92-96.

Lundblad C., “Measurement and Impact of Equity Market Liberalization”, The Evidence and Impact of Financial Globalization, der. Caprio G., 35-50, Elsevier Publishing, San Diego, USA, (2013).

Makki S.S., Somwaru A., “Impact of Foreign Direct Investment and Trade on Economic Growth: Evidence fromv Developing Countries”, American Journal of Agricultural Economics, Vol. 86, (2004), 795-801.

Masten A.B., Coricelli F., Masten I., "Non-Linear Growth Effects of Financial Development: Does Financial Integration Matter?", Journal of International Money and Finance, Vol. 27, (2008), 295-313.

Mathieson D.J., Rojas-Suarez L., "Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues", IMF Working Paper No. 92/46, International Monetary Fund, (1992).

Mavrotas G., "Savings and Financial Sector Development: Assessing the Evidence", Finance and Development: Surveys of Theory, Evidence and Policy, der. Green C.J., Kirkpatrick C.H., Murinde V., 29-61, Edward Elgar Publishing Lim., Cheltenham UK, (2005).

McGrattan E.R., "Transition to FDI Openness: Reconciling Theory and Evidence", an Review of Economic Dynamics, Vol. 15, No. 4, (2012), 437-458.

McKinnon R.I., Money and Capital in Economic Development, Brookings Institution, Washington, DC., (1973).

McKinnon R.I., Pill H. "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing", American Economic Review, Vol. 87, (1997), 189-193.

Miniane J., "A New Set of Measures on Capital Account Restrictions", IMF Staff Papers, Vol. 51, No. 2, (2004), 276-308.

Mishkin F.S., The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich, Princeton University Press, (2006).

Mishkin F.S., "Why We Shouldn't Turn Our Backs on Financial Globalization", IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 1, (2009a), 139-170.

Mishkin F.S., "Globalization and Financial Development", Journal of Development Economics, Vol. 89, (2009b), 164-169.

Mitton T., "Stock Market Liberalization and Operating Performances at the Firm Level", Journal of Financial Economics, Vol. 81, (2006), 625-647.

Mody A., Murshid A.P., "Growing up with capital flows", Journal of International Economics, Vol. 65, (2005), 249-266.

Mody A., Murshid A.P., "Growth from International Capital Flows: The Role of Volatility Regimes", IMF Working Paper No. 11/90, International Monetary Fund, (2011).

Montiel P.J., Reinhart C.M., “Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s”, Journal of International Money and Finance, Vol. 18, No.4, (1999), 619-635.

Mukerji P., “Ready for Capital Account Convertibility?”, Journal of International Money and Finance, Vol. 28, (2009), 1006-1021.

Nair-Reichert U., Weinhold D., “Causality Tests for Cross-Country Panels: A New Look at FDI and Economic Growth in Developing Countries”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 63, No. 2, (2001), 153-172.

Neto D.G., Veiga F.J., “Financial Globalization, Convergence and Growth: The Role of Foreign Direct Investment”, Journal of International Money and Finance, Vol. 37, (2013), 161-186.

North D.C., “Institutions”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, (1991), 97-112.

North D.C., “Economic Performance Through Time”, American Economic Review, Vol. 84, No. 3, (1994), 359-368.

Obstfeld M., “Risk-Taking, Global Diversification, and Growth”, The American Economic Review, Vol. 84, No.5, (1994), 1310-1329.

Obstfeld M., “The Global Capital Market: Benefactor or Menace”, Journal of Economic Perspectives, 12, (1998), 9-30.

Obstfeld M., “Globalization, Macroeconomic Performance, and the Exchange Rates of Emerging Economies”, Monetary and Economic Studies, (2004), 29-55.

Obstfeld M., “International Finance and Growth in Developing Countries: What We We Learned”, World Bank Commission on Growth and Development Working Paper No. 34, (2008).

Obstfeld M., Taylor A.M., “Globalization and Capital Markets”, Globalization in Historical Perpectives, der. Bordo M.D., Taylor A.M., University of Chicago Press, Chicago, (2003).

O’Donnel B., “Financial Openness and Economic Performance”, Trinity College, Dublin, Ireland, Unpublished, (2001).

Omay T., Kan Ö., "Re-examining the Threshold Effects in the Inflation-Growth Nexus with Cross-Sectionally Dependent Non-Linear Panel: Evidence from Six Industrialized Economies", Economic Modelling, Vol. 27, No. 5, (2010), 996-1005.

Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Laeven L., Chamon M., Qureshi M.S., Kokenyne A., "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?", IMF Staff Discusion Note SDN/11/06, International Monetary Fund, (2011).

Ostry J.D., Ghosh A.R., Korinek A., "Multilateral Aspects of Managing the Capital Account", IMF Staff Discusion Note SDN/12/10, International Monetary Fund, (2012).

Pagano M., "Financial Markets and Growth: An Overview", European Economic Review, Vol. 37, (1993), 613-622.

Prasad E., Wei S., "The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations", Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, der. Edwards S., 421-480, University of Chicago Press, (2007).

Prasad E., Rajan R., "A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization", Journal of Economic Perpectives, Vol. 22, No. 3, (2008), 149-172.

Prasad E., Rajan R., Subramarian A., "Foreign Capital and Economic Growth", Brooking Papers on Economic Activity, Vol. 38, No. 1, (2007), 153-230.

Prasad E., Rogoff K., Wei S.J., Kose M.A., "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", IMF Occasional Paper No. 20, (2003).

Prasad E., Rogoff K., Wei S-J., Kose M.A., "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries", NBER Working Paper No. 10942, National Bureau of Economic Research, (2004).

Qi L., "The Relationship Between Growth, Total Investment and Inward FDI: Evidence from Time Series Data", International Review of Applied Economics, Vol. 21, (2007), 119-133.

Quinn D.P., "The Correlates of Changes in International Financial Regulation", American Political Science Review, Vol. 91, (1997), 531-551.

Quinn D.P., Inclan C., "The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization", American Journal of Political Science, Vol. 41, No. 3, (1997), 771-813.

Quinn D.P., Toyoda A.M., "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?", Review of Financial Studies, Vol. 21, No. 3, (2008), 1403-1449.

Quinn D.P., Schindler M., Toyoda A.M., "Measurement of Capital and Financial Current Account Openness", The Evidence and Impact of Financial Globalization, der. Caprio G., 15-34, Elsevier Publishing, San Diego, USA, (2013).

Radelet S., Sachs J., "What Have We Learned So Far From The Asian Crises?", Office of Emerging Markets, Economic Growth Center, Consulting Assistance on Economic Reform II Project Delivery Order No. 16, (1999).

Rajan R., Zingales L., "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", Journal of Financial Economics, Vol. 69, (2003), 5-50.

Ramondo N., Rappoport V., Ruhl K.J., "Horizontal vs. Vertical FDI: Revisiting Evidence from U.S. Multinationals", New York University Leonard N. Stern School of Business Department of Economics Working Paper 11-12, http://www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/con_033837.pdf, (2011).

Ranciere R., Tornell A., Westermann F., "Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth", NBER Workin Paper No. 12806, National Bureau of Economic Research, (2006).

Rand J., Tarp F., "Business Cycles in Developing Countries: Are They Different?", World Development, Vol. 30, No. 12, (2002), 2071-2088.

Reisen H., Soto M., "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?", International Finance, Vol. 4, No. 1, (2001), 1-14.

Reiter S.L., Steensma H.K., "Human Development and Foreign Direct Investment in Developing Countries: The Influence of FDI Policy and Corruption", World Development, Vol. 38, No. 12, (2010), 1678-1691.

Rey H., Martin P., "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?", NBER Workin Paper No. 11550, National Bureau of Economic Research, (2005).

Rodrik D., "Who Needs Capital-Account Convertibility", Should The IMF Pursue Capital-Account Convertibility, Essays in International Finance, der. Stanley Fischer vd. 55-65, Princeton University, (1998).

Rodrik D., "Institutions for High-Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them", Studies in Comparative International Development, Vol. 35, No. 3, (2000), s. 3-31.

Rodrik D., Subramanian A., "Why Did Financial Globalization Disappoint?", IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 1, (2009), 112-138.

Rodrik D., Velasco A., "Short-Term Capital Flows", NBER Working Paper No. 7364, National Bureau of Economic Research, (1999).

Rodrik D., Subramarian A., Trebbi F., "Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Geography and Integration in Economic Development", NBER Working Paper No. 9305, National Bureau of Economic Research, (2002).

Rogoff K., "Rethinking Capital Controls: When Should We Keep An Open Mind", Finance and Development, Vol. 39, No. 2, (2002), 55-56.

Romer P., "Endogeneous Technological Change", Journal of Political Economy, Vol. 98, (1990), 71-102.

Rossi M., "Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies: Do Capital Controls, Prudential Regulation, and Supervision Matter?", IMF Working Paper 99/66, International Monetary Fund, (1999).

Röhn O., "Financial Openness and Thresholds Revisited: Accounting for Model Uncertainty", http://www.uni-graz.at/socialpolitik/papers/Roehn.pdf, (2007).

Saidi H., Aloui C., "Capital Account Liberalization and Economic Growth:; GMM System Analysis", International Journal of Economics and Finance, Vol. 2, No. 5, (2010), 122-131.

Saint-Paul G., "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", European Economic Review, Vol. 36, No. 4, (1992), 763-781.

Schindler M., “Measuring Financial Integration: A New Data Set”, IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 1, (2009), 222-238.

Shaw E.S., Financial Deeping in Economic Development, Oxford University Press, New York, (1973).

Singh A., “Financial Liberalization, Stock Markets, and Economic Development”, The Economic Journal, Vol. 107, No.442, (1997), 771-782.

Singh A., Weisse B.A., “Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-Term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives”, World Development, Vol. 26, No. 4, (1998), 607-622.

Stiglitz J.E., “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, World Development, Vol. 28, No. 6, (2000), 1075-1086.

Stiglitz J.E., “Globalization and Growth in Emerging Markets and the New Economy”, Journal of Policy Modelling, Vol. 25, (2003), 505-524.

Stiglitz J.E., “Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF”, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 20, No. 1, (2004), 57-71.

Stiglitz J.E., Making Globalization Work, W.W. Norton & Company Inc., New York, (2006).

Stiglitz J.E., “Risk and Global Economic Architecture: Why Full Financial Integration May be Undesirable”, NBER Working Paper No. 15718, National Bureau of Economic Research, (2010).

Stulz R.M., “Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, (1999), 8-25.

Stulz R.M., “The Limits of Financial Globalization”, The Journal of Finance, Vol. 60, No. 4, (2005), 1595-1638.

Summers L.H., “International Financial Crises: Causes, Preventioni and Cures”, American Economic Association Papers and Proceedings, Richard T. Ely Lecture, (2000), 1-16.

Tamirisa N.T., “Trade in Financial Services and Capital Movements”, Journal of Financial Services Research, Vol. 24, (2003), 47-60.

Tekin R.B., "Economic Growth, Exports and Foreign Direct Investment in Least Developed Countries: A Panel Granger Causality Analysis", Economic Modelling, Vol. 29, (2012), 868-878.

Tytell I., Wei S., "Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?", IMF Working Paper 04/84, International Monetary Fund, (2004).

Uğur M., "Kurumsal Kalite ve Ekonomik Performans: İktisadın (Yeniden) Siyasallaşması Mı?", İktisat ve Toplum Dergisi, Yıl 1, Sayı 9, (2011), s. 36-41.

Verbeek M., A Guide to Modern Econometrics, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England, (2004).

Walsh J.P., Yu J., "Determinants of Foreign Direct Investment: A Sectoral and Institutional Approach", IMF Working Paper No. WP/10/187, International Monetary Fund, (2010).

Wang C., Liu X., Wei Y., "Impact of Openness on Growth in Different Country Groups", The World Economy, Vol. 27, No. 4, (2004), 567-585.

Wei S., "Local Corruption and Global Capital Flows", Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2, (2000), 303-354.

Wei S., "Connecting Two Views on Financial Globalization: Can We Make Further Progress?", Journal of Japanese International Economies, Vol. 20, (2006), 459-481.

White H., "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", Econometrica, Vol. 48, (1980), 817-838.

Wooldridge J., Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, MIT Press, London, England, (2002).

World Bank, World Development Indicators, (2014).

Wurgler J., "Financial Markets and the Allocation of Capital", Journal of Financial Economics, Vol. 58, (2000), 187-214.

Xu B., "Multinational Enterprises, Technology Diffuion, and Host Country Productivity", Journal of Development Economics, Vol. 62, (2000), 477-493.

EKLER

EK 1- ÇALIŞMADA KULLANILAN ÜLKE SETİ

Arjantin	Ekvator	Kenya	Singapur
Avusturalya	Mısır	Güney Kore	Güney Afrika
Avusturya	El Salvador	Kuveyt	İspanya
Bangladeş	Finlandiya	Malezya	Sri Lanka
Benin	Fransa	Mali	Sudan
Bolivya	Almanya	Meksika	İsveç
Botsvana	Gana	Fas	İsviçre
Brezilya	Yunanistan	Mozambik	Suriye
Burundi	Honduras	Nepal	Tayland
Kamerun	Hong Kong	Hollanda	Togo
Kanada	Macaristan	Yeni Zelanda	Trinidad-Tobago
Merkezi Afrika Cumhuriyeti	İzlanda	Nijer	Tunus
Şili	Hindistan	Norveç	Türkiye
Çin	Endonezya	Pakistan	Uganda
Kolombiya	İran	Panama	İngiltere
Kosta Rika	İrlanda	Paraguay	ABD
Fildişi Sahilleri	İsrail	Peru	Uruguay
Kıbrıs	İtalya	Filipinler	Venezuella
Danimarka	Japonya	Portekiz	Zambiya
Dominik Cumhuriyeti	Ürdün	Senegal	Zimbabve

EK 2- ÇALIŞMADA KULLANILAN VERİ SETİ (DEĞİŞKENLER)

Büyüme	Kişi başına reel GSYİH büyüme oranı (2005 fiyatlarıyla)	World Bank World Development Indicators
Başlangıç Gelir Düzeyi	Logaritmik kişi başına gelir düzeyinin gecikmeli değeri (2005 fiyatlarıyla)	World Bank World Development Indicators
Beşeri Sermaye	15 yaş ve üzeri nüfustaki okullaşma oranı	Penn World Table 8.0
Yatırım	Gayrisafi sabit sermaye yatırımlarının GSYİH içindeki payı	World Bank World Development Indicators
Ticari Açıklık	İthalat ve ihracat toplamının GSYİH içindeki payı	World Bank World Development Indicators
Kamu Harcamaları	Genel yönetim sabit tüketim harcamalarının GSYİH içindeki payı	World Bank World Development Indicators
Nüfus Artışı	Nüfus artış oranı	World Bank World Development Indicators
Enflasyon	Tüketici fiyat endeksindeki artış oranı	World Bank World Development Indicators
Makroekonomik İstikrar Göstergesi	ICRG ekonomik risk göstergelerinin ağırlıklı ortalamasından oluşmaktadır. ICRG, ekonomik risk göstergeleri; (i) kişi başına GSYİH (ii) reel GSYİH büyümesi (iii) yıllık enflasyon oranı (iv) bütçe dengesinin GSYİH içindeki payı ve (v) cari işlemler dengesinin GSYİH içindeki payıdır.	International Country Risk Guide
Kurumsal Kalite	ICRG, politik risk göstergelerinin ağırlıklı ortalamasından oluşmaktadır. Politik riskin alt kalemleri; (i) hükümetin istikrarı, (ii) sosyoekonomik koşullar, (iii) yatırım ortamı, (iv) dış karışıklıklar, (v) iç karışıklıklar, (vi) yolsuzluk, (vii) askeri otoritenin siyasete etkisi, (viii) dini gerilimler, (ix) kanun ve düzen, (x) etnik gerilim, (xi) demokratik hesap verebilirlik ve (xii) bürokrasinin kalitesidir.	International Country Risk Guide
Özel Krediler	Özel sektöre verilen yurt içi kredilerin GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	Worldbank World Development Indicators
M2	M2 para arzının GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	Worldbank World Development Indicators

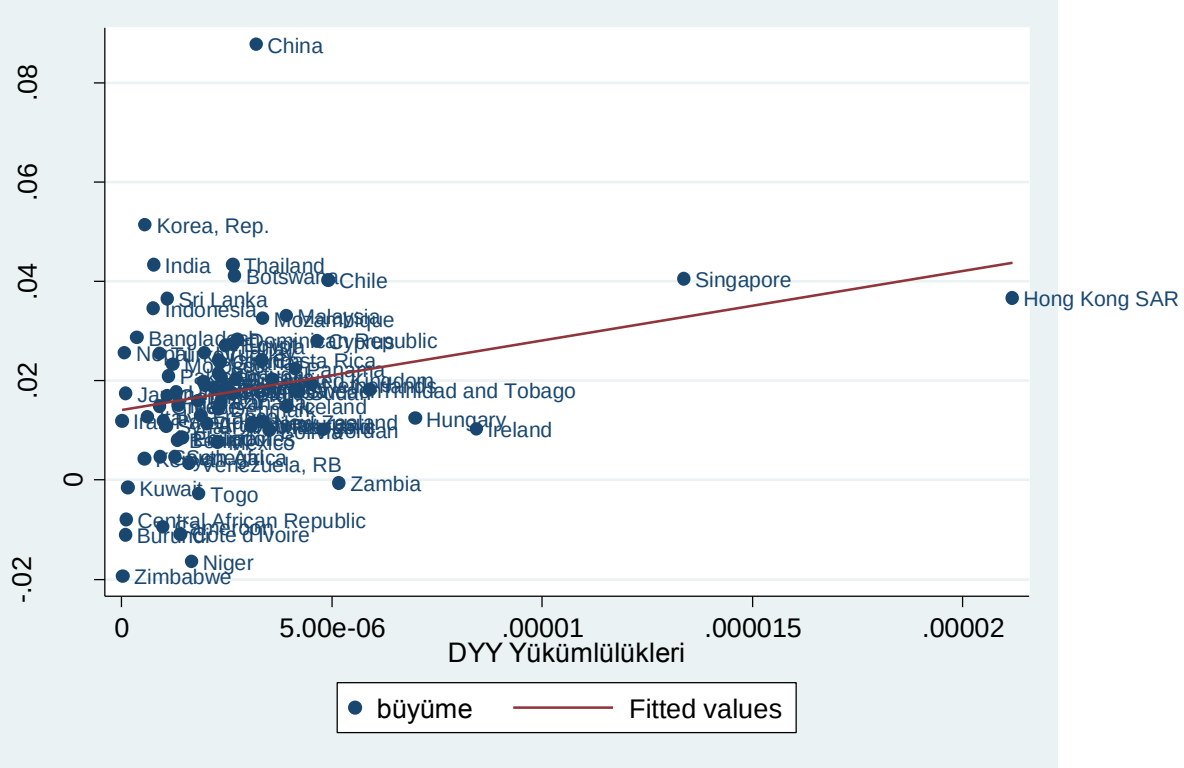
Sermaye Akımlarına İlişkin Göstergeler		
Doğrudan Yabancı Yatırım Yükümlülükleri	Doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerinin (girişlerinin) GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	IMF International Financial Statistics
Portföy Hisse Senedi Yükümlülükleri	Portföy hisse senedi yükümlülüklerinin (girişlerinin) GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	IMF International Financial Statistics
Borç Yükümlülükleri	Borç yükümlülüklerinin (girişlerinin) GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	IMF International Financial Statistics
Toplam Yükümlülükler	Doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi ve borç yükümlülükleri toplamının GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	IMF International Financial Statistics
Birikimli Sermaye Stoklarına İlişkin Göstergeler		
Birikimli Doğrudan Yabancı Yatırım Yükümlülükleri Stoku	Birikimli doğrudan yabancı yatırım yükümlülükleri stokunun GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	Lane ve Milesi-Ferretti (2007)
Birikimli Portföy Hisse Senedi Yükümlülükleri Stoku	Birikimli portföy hisse senedi yükümlülükleri stokunun GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	Lane ve Milesi-Ferretti (2007)
Birikimli Borç Yükümlülükleri Stoku	Birikimli borç yükümlülükleri stokunun GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	Lane ve Milesi-Ferretti (2007)
Birikimli Toplam Yükümlülükler Stoku	Birikimli doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi ve borç yükümlülükleri stokunun toplamının GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	Lane ve Milesi-Ferretti (2007)
Birikimli Brüt Varlıklar ve Yükümlülükler Stoku	Birikimli doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi ve borç varlıkları ve yükümlülükleri stokunun GSYİH içindeki payı ile temsil edilmektedir.	Lane ve Milesi-Ferretti (2007)

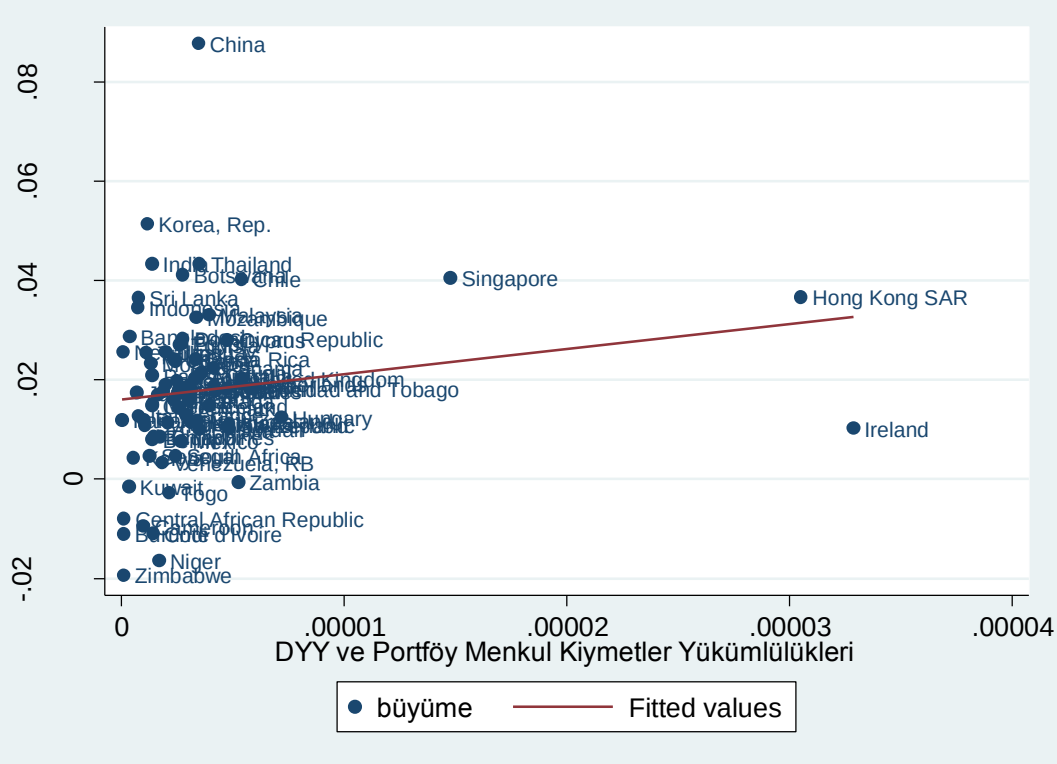
EK 3- KORELASYON MATRİSİ

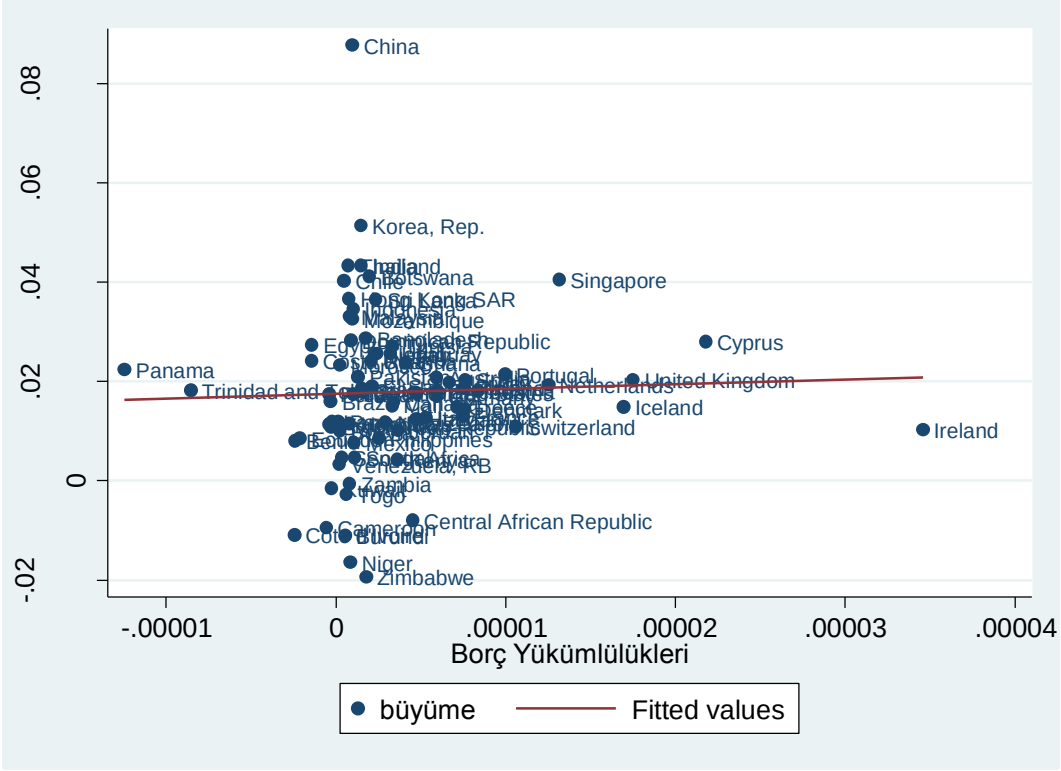
	Büyüme	Başlangıç Gelir	Beşeri S.	Yatırım	Ticaret	Kamu H.	Nüfus	KAOPEN	DYY	DYY+PHS	BORÇ	TOPLAM
Büyüme	1											
Başlangıç Gelir Düzeyi	-0.0106	1										
Beşeri Sermaye	0.0642	0.8179	1									
Yatırım	0.3309	0.1305	0.1618	1								
Ticaret	0.103	0.2311	0.1895	0.2552	1							
Kamu Harcamaları	-0.1394	0.5417	0.4581	-0.0012	0.0116	1						
Nüfus	-0.1669	-0.6097	-0.6262	-0.1483	0.0057	-0.223	1					
KAOPEN	0.0727	0.6078	0.6187	0.0536	0.2662	0.2943	-0.4487	1				
DYY	0.1724	0.1879	0.1932	0.1713	0.553	0.003	-0.1014	0.2953	1			
DYY+PHS	0.1314	0.2254	0.2105	0.1282	0.4667	0.0218	-0.098	0.2733	0.798	1		
BORÇ	0.1604	0.2124	0.1588	0.1203	0.112	0.1067	-0.055	0.1671	0.301	0.3439	1	
TOPLAM	0.1782	0.2538	0.2044	0.144	0.2552	0.0956	-0.0796	0.2331	0.5265	0.6324	0.9449	1
DYY (Stok)	0.0427	0.226	0.2137	0.0785	0.7251	0.0073	-0.1218	0.3197	0.667	0.5877	0.1378	0.3186
DYY+PHS (Stok)	0.0301	0.3322	0.2928	0.073	0.6281	0.0656	-0.1757	0.3642	0.64	0.7769	0.2526	0.4793
BORÇ (Stok)	-0.1438	0.2588	0.1519	-0.1049	0.4314	0.1273	-0.0219	0.2417	0.3701	0.4762	0.2367	0.3613
TOPLAM (Stok)	-0.0791	0.3213	0.2339	-0.034	0.57	0.1127	-0.0956	0.325	0.5359	0.6679	0.2701	0.4557
BRÜT (Stok)	-0.0553	0.3998	0.2861	-0.002	0.6033	0.1227	-0.1314	0.3724	0.5481	0.6847	0.3052	0.4905
Enflasyon	-0.1466	-0.113	-0.1353	-0.1211	-0.154	-0.1185	0.085	-0.2482	-0.1061	-0.0917	-0.0581	-0.0799
Makroekonomik İstikrar	0.229	0.4546	0.4566	0.2409	0.2858	0.2128	-0.3832	0.499	0.2882	0.2535	0.1862	0.242
Kurum2	0.1502	0.7469	0.6712	0.2566	0.2619	0.4138	-0.5603	0.5785	0.2594	0.2528	0.2047	0.257
Kurum1	0.0827	0.7574	0.6426	0.2563	0.1833	0.5218	-0.4808	0.4575	0.1649	0.179	0.1885	0.2179
M2	0.0344	0.5522	0.49	0.2972	0.3881	0.2768	-0.374	0.4334	0.3182	0.3567	0.2387	0.3213
Kredi	0.0051	0.6649	0.6082	0.2752	0.2675	0.3631	-0.4173	0.463	0.2497	0.2846	0.2745	0.3257

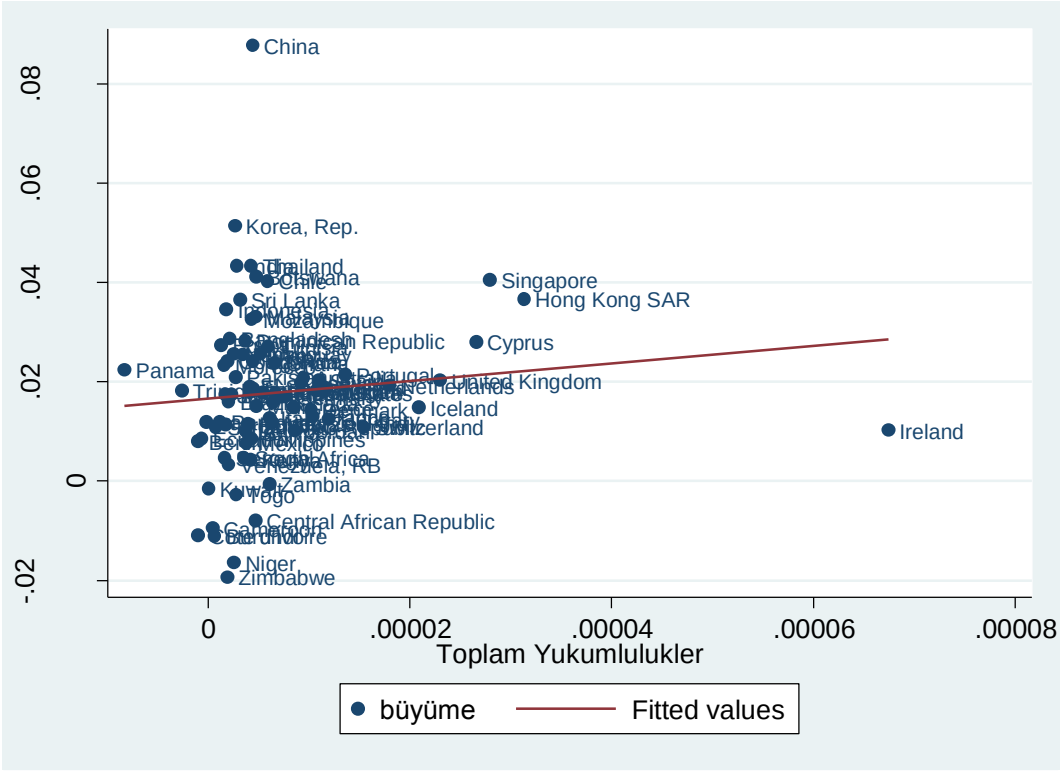
	DYY (Stok)	DYY+PHS (Stok)	BORÇ (Stok)	TOPLAM (Stok)	BRÜT (Stok)	Enflasyon	M. İstikrar	Kurum2	Kurum1	M2	Kredi
DYY (Stok)	1										
DYY+PHS (Stok)	0.8568	1									
BORÇ (Stok)	0.451	0.6127	1								
TOPLAM (Stok)	0.6887	0.8596	0.9306	1							
BRÜT (Stok)	0.7075	0.8898	0.8674	0.9732	1						
Enflasyon	-0.1129	-0.1211	-0.0409	-0.0826	-0.1001	1					
Makroekonomik İstikrar	0.2777	0.312	0.0497	0.1767	0.2557	-0.4897	1				
Kurum2	0.2438	0.3129	0.1388	0.2347	0.3021	-0.2274	0.662	1			
Kurum1	0.1575	0.2419	0.1519	0.2103	0.2708	-0.1585	0.4271	0.8113	1		
M2	0.451	0.5387	0.3894	0.5014	0.5712	-0.1734	0.4103	0.4644	0.4582	1	
Kredi	0.3026	0.4125	0.3372	0.4092	0.467	-0.1573	0.4329	0.5633	0.5526	0.815	1

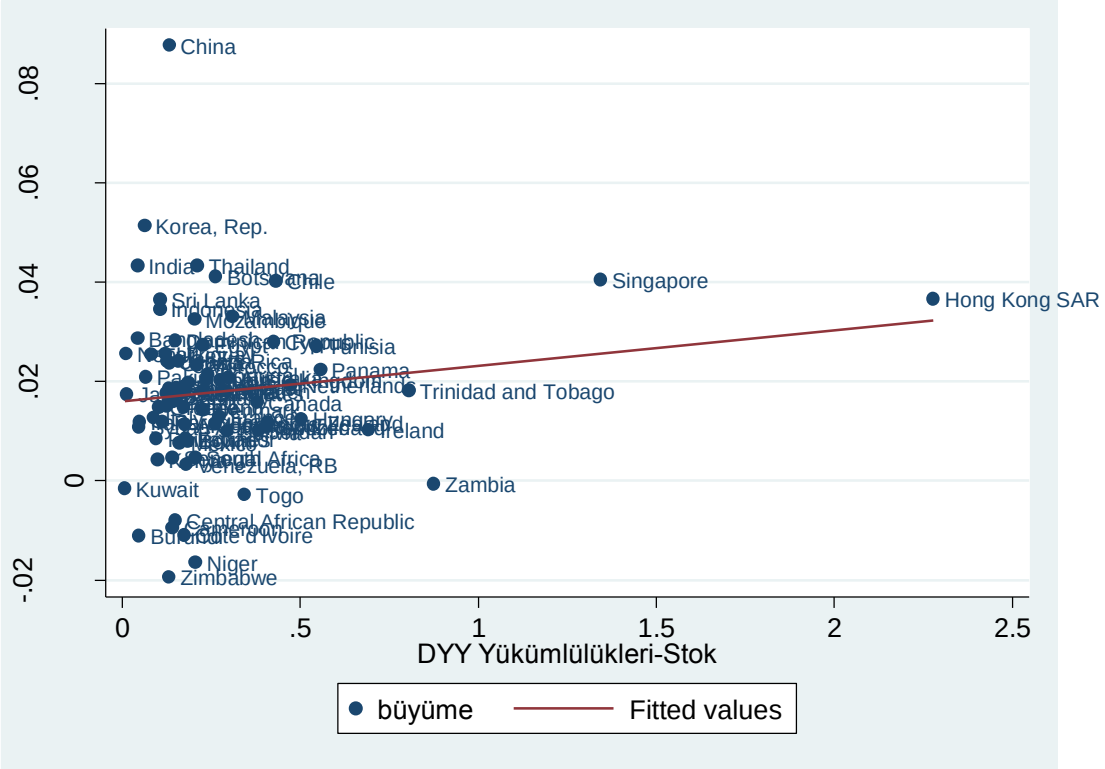
EK 4- SERMAYE AKIMLARI-EKONOMİK BÜYÜME KORELASYONLARI

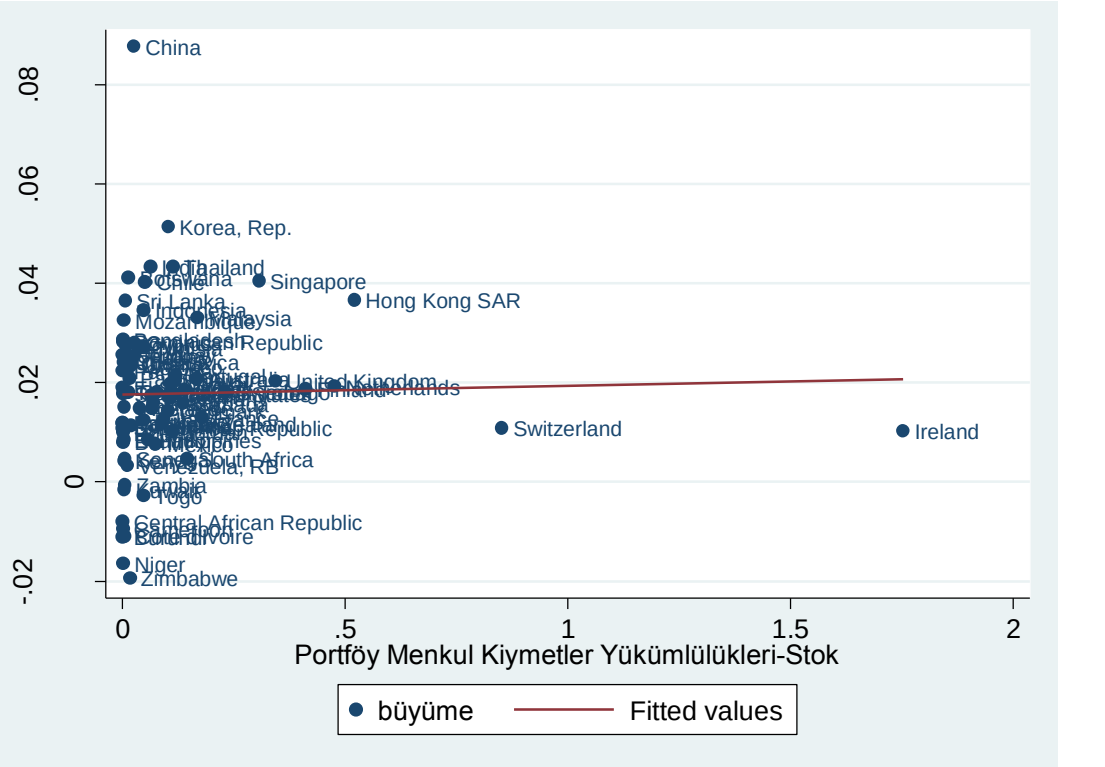


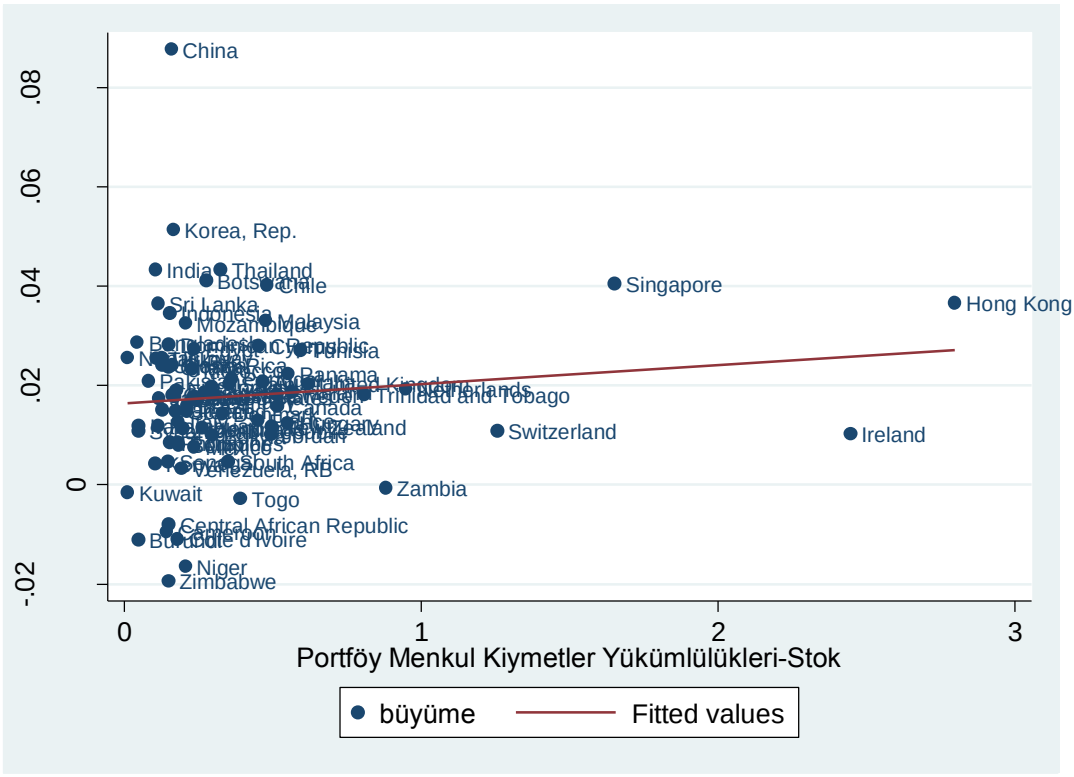


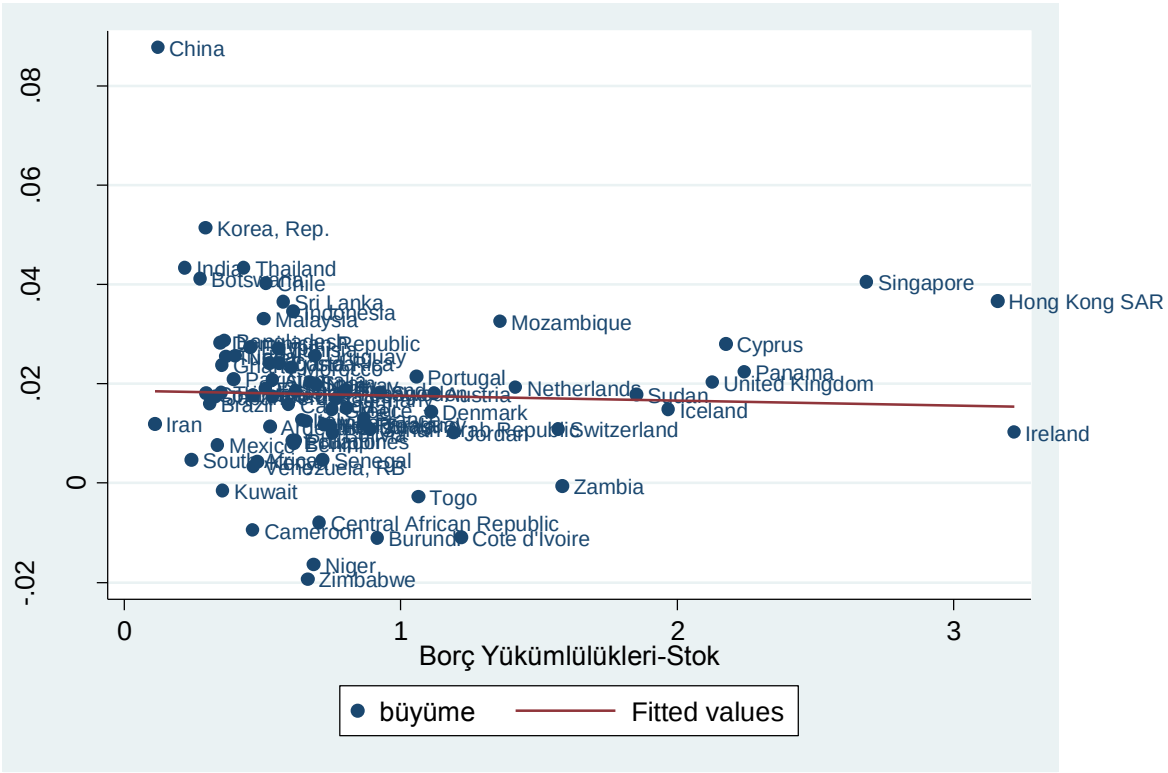

China
Korea, Rep.
Singapore
Cyprus
Panama
United Kingdom
Iceland
Ireland
Central African Republic
Niger
Zimbabwe
-.02
0
.02
.04
.06
.08
-.00001
0
.00001
.00002
.00003
.00004
Borç Yükümlülükleri
büyüme
Fitted values

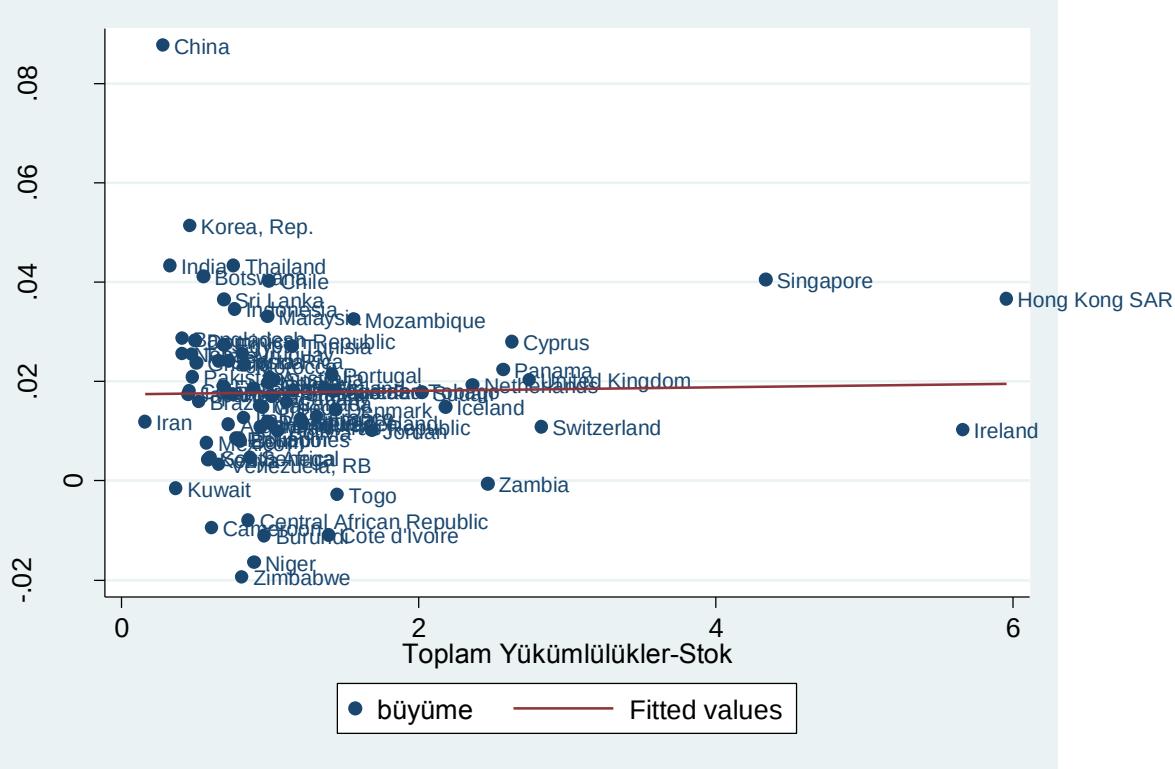

China
Korea, Rep.
Singapore
Hong Kong SAR
Cyprus
Panama
United Kingdom
Iceland
Ireland
Central African Republic
Niger
Zimbabwe
-.02
0
.02
.04
.06
.08
0
.00002
.00004
.00006
.00008
Toplam Yukumlulukler
büyüme
Fitted values

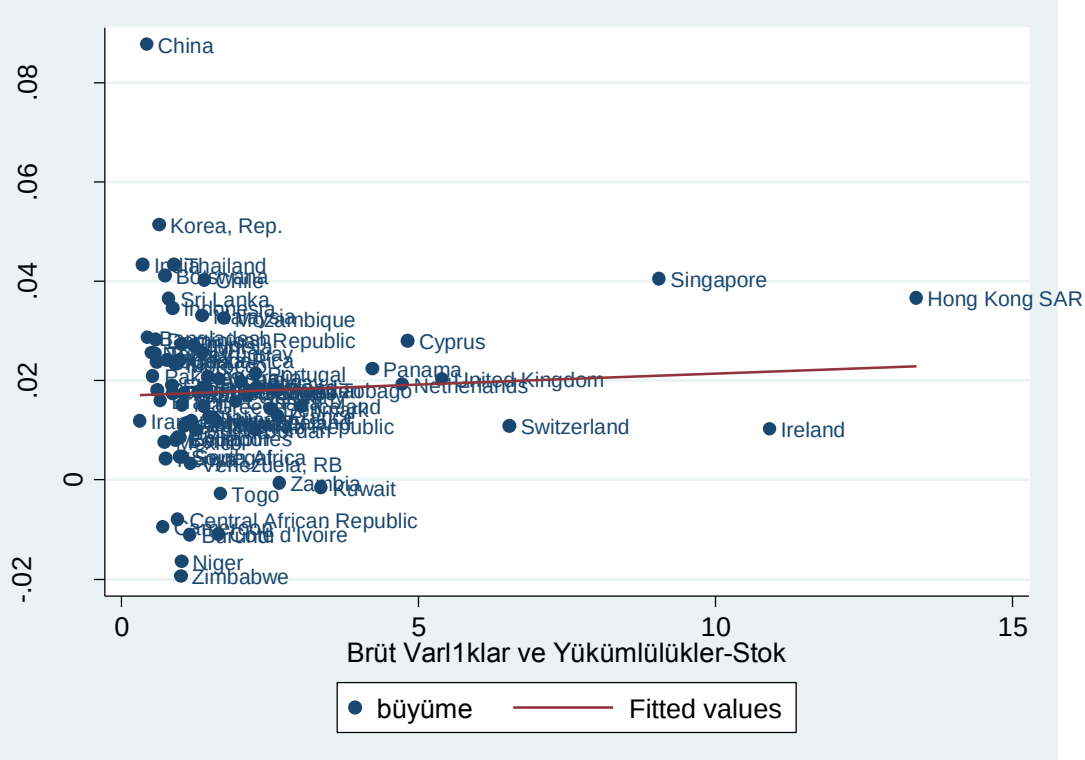

China
Korea, Rep.
India
Thailand
Singapore
Hong Kong SAR
Sri Lanka
Trinidad and Tobago
Ireland
Kuwait
Togo
Zambia
Central African Republic
Niger
Zimbabwe
-.02
0
.02
.04
.06
.08
0
.5
1
1.5
2
2.5
DYY Yükümlülükleri-Stok
büyüme
Fitted values


China
Korea, Rep.
Thailand
Singapore
Hong Kong SAR
Switzerland
Ireland
Central African Republic
Niger
Zimbabwe
-.02
0
.02
.04
.06
.08
0
.5
1
1.5
2
Portföy Menkul Kiymetler Yükümlülükleri-Stok
büyüme
Fitted values


China
Korea, Rep.
India
Thailand
Botswana
Chile
Singapore
Hong Kong SAR
Sri Lanka
Indonesia
Malaysia
Mozambique
Tunisia
Panama
Trinidad and Tobago
Switzerland
Ireland
South Africa
Venezuela, RB
Kuwait
Togo
Zambia
Central African Republic
Cameroon
Burundi
Cote d'Ivoire
Niger
Zimbabwe
-.02
0
.02
.04
.06
.08
0
1
2
3
Portföy Menkul Kiymetler Yükümlülükleri-Stok
büyüme
Fitted values


China
Korea, Rep.
India
Thailand
Botswana
Chile
Sri Lanka
Indonesia
Malaysia
Mozambique
Singapore
Hong Kong SAR
Cyprus
Panama
United Kingdom
Portugal
Netherlands
Sudan
Iceland
Brazil
Denmark
Iran
Switzerland
Ireland
Mexico
Senegal
Kuwait
Togo
Zambia
Central African Republic
Cameroon
Burundi
Cote d'Ivoire
Niger
Zimbabwe
-.02
0
.02
.04
.06
.08
0
1
2
3
Borç Yükümlülükleri-Stok
büyüme
Fitted values


China
Korea, Rep.
India
Thailand
Singapore
Hong Kong SAR
Sri Lanka
Malaysia
Mozambique
Cyprus
Panama
Portugal
United Kingdom
Iceland
Iran
Switzerland
Ireland
Kuwait
Togo
Zambia
Central African Republic
Niger
Zimbabwe
-.02
0
.02
.04
.06
.08
0
2
4
6
Toplam Yükümlülükler-Stok
büyüme
Fitted values


China
Korea, Rep.
Thailand
Singapore
Hong Kong SAR
Mozambique
Cyprus
Panama
Switzerland
Ireland
Togo
Zambia
Kuwait
Central African Republic
Niger
Zimbabwe
-.02
0
.02
.04
.06
.08
0
5
10
15
Brüt Varl1klar ve Yükümlülükler-Stok
büyüme
Fitted values

EK 5- TABLOLAR

Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Çalışma	Ülke ve Dönem	Ekonometrik Yöntem	Bağımlı Değişken	Finansal Bütünleşme Göstergesi	Bulgular
Alesina vd. (1993)	20 ülke (OECD) 1950-1989	Panel HEKK (yıllık)	Reel GSYİH büyüme oranı, reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	IMF (0/1) ikili değişkeni	**ETKİ YOK**-Sermaye kontrollerinin büyüme üzerinde etkisi bulunmamaktadır.
Grilli ve Milesi-Ferretti (1995)	61 ülke 1966-1989	5 yıl ortalamalı panel araç değişken yöntemi	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay (share) değişkeni	**ETKİ YOK**-Sermaye hesabındaki kısıtlamalar ile büyüme arasındaki ilişkiye yönelik güvenilir kanıt bulunmamaktadır.
Quinn (1997)	64 ülke 1960-1989	Yatay kesit EKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Quinn endeksi değişim değeri	**POZİTİF**-Sermaye hesabındaki serbestleşme ve büyüme arasında güçlü pozitif ilişki bulunmaktadır.
Kraay (1998)	117 ülke 1985-1997	Yatay kesit EKK ve araç değişken yöntemi	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay göstergesi, Quinn endeksi, brüt sermaye akımlarının GSYİH'ya oranı	**KARIŞIK**-Finansal bütünleşme (kural-temelli) büyüme ile anlamlı ilişki göstermemektedir. Ancak sermaye akımları anlamlı pozitif ilişki göstermektedir (Sonuçlar güvenilir değildir).
Rodrik (1998)	95 ülke 1975-1989	Yatay kesit EKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay göstergesi	**ETKİ YOK**- Finansal bütünleşmenin büyüme üzerinde etkisi bulunmamaktadır.
Bosworth ve Collins (1999)	58 ülke 1978-1995	Panel sabit etkiler modeli ve araç değişken yöntemi (yıllık)	Yatırım ve tasarrufların GSYİH içindeki payı	Doğrudan yabancı yatırım, portföy ve borç yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranı	**KARIŞIK**-Doğrudan yabancı yatırımlar, yurt içi yatırımlar için faydalıyken, portföy akımlarının önemli etkisi bulunmamaktadır. Borç akımlarının etkisi ikisinin arasında yer almaktadır.
De Mello (1999)	31 ülke 1970-1990	VAR, eşbütünleşme, panel sabit etkiler modeli, araç değişken yöntemi	Reel GSYİH büyüme oranı	Doğrudan yabancı yatırımlar	**KARIŞIK**-Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmakta ancak etki doğrudan yabancı yatırım ve yurt içi yatırımlar arasındaki tamamlayıcılık ve ikame ilişkisine bağlıdır.

Çalışma	Ülke ve Dönem	Ekonometrik Yöntem	Bağımlı Değişken	Finansal Bütünleşme Göstergesi	Bulgular
Arteta vd. (2001)	61 ülke, 1973-1992	Yatay kesit, araç değişken ve panel HEKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Quinn endeksi	**KARIŞIK**-Finansal bütünleşme büyüme ile anlamlı ilişki göstermemektedir. Sonuçlar güvenilir değildir.
Edwards (2001)	62 ülke 1980-1989	Yatay kesit, ağırlıklandırılmış EKK, araç değişken	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay göstergesi, Quinn endeksi	**KARIŞIK**-Quinn endeksinin kullanıldığı durumda finansal bütünleşme ile büyüme arasında anlamlı ilişki bulunurken, pay göstergesinin kullanıldığı durumda ilişki bulunmamaktadır.
Reisen ve Soto (2001)	44 ülke 1986-1997	Dinamik panel GMM (yıllık)	Reel kişi başına GSMH büyüme oranı	Doğrudan yabancı yatırım, portföy hisse senedi ve banka borçları	**KARIŞIK**-Doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları büyümeyi pozitif, banka borçları negatif etkilemektedir.
Bekaert vd. (2001)	30 ülke 1980-1997	5 yıl ortalamalı dinamik panel GMM	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Hisse senedi piyasası serbestleşme tarihleri	**POZİTİF**-Hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmaktadır.
Edison vd. (2002)	57 ülke 1980-2000	Yatay kesit, araç değişken, 5 yıl ortalamalı dinamik panel GMM	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay göstergesi, Quinn endeksi, doğrudan yabancı yatırım ve portföy akımları ve stokları (toplam şeklinde)	**ETKİ YOK**-Finansal bütünleşmenin büyüme üzerinde güçlü bir etkisi bulunmamaktadır.
Carkovic ve Levine (2002)	72 ülke 1960-1995	Yatay kesit, 5 yıl ortalamalı sistem GMM	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı	**ETKİ YOK**-Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde doğrudan pozitif etkisi bulunmamaktadır.
Choe (2003)	80 ülke 1971-1995	Panel VAR	Yurt içi yatırımların GSYİH'ya oranı	Doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı	**KARIŞIK**-Doğrudan yabancı yatırımlar ve yurt içi yatırımlar arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Ancak etki doğrudan yabancı yatırımlardan yurt içi yatırımlara doğru zayıftır.
Durham (2004)	80 ülke 1979-1998	Yatay kesit EKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları	**KARIŞIK**-Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde etkisi bulunmazken, portföy yatırımlarının etkisi pozitiftir.

Çalışma	Ülke ve Dönem	Ekonometrik Yöntem	Bağımlı Değişken	Finansal Bütünleşme Göstergesi	Bulgular
Edison vd. (2004)	73 ülke 1976-1995	Yatay kesit EKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay göstergesi, Quinn endeksi	**KARIŞIK**-Finansal bütünleşme orta gelire sahip ülkelerde pozitif büyüme etkisi yaratmaktadır.
Fratzscher ve Bussiere (2004)	45 ülke 1980-2002	5 yıl ortalamalı dinamik panel GMM	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Doğrudan yabancı yatırım, portföy ve borç yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranı	**KARIŞIK**-Finansal bütünleşmenin etkisi kısa dönemde pozitif ancak uzun dönemde negatiftir.
Bekaert vd. (2005)	95 ülke 1980-1997	5 yıl ortalamalı panel HEKK, dinamik panel GMM, araç değişken	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Hisse senedi piyasası serbestleşme tarihleri	**POZİTİF**-Hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmaktadır.
Lensink ve Morrissey (2006)	88 ülke 1970-1998	Yatay kesit EKK, panel sabit etkiler modeli ve araç değişken yöntemi	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı	**KARIŞIK**-Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmaktadır. Ancak etki gelişmekte olan ülkelerde zayıftır.
Quinn ve Toyoda (2008)	85 ülke 1955-2004	Yatay kesit, 5 yıl ortalamalı panel sabit etkiler modeli ve sistem GMM	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Quinn endeksi, Pay göstergesi ve hisse senedi piyasası serbestleşme tarihleri	**POZİTİF**-Sermaye hesabındaki ve hisse senedi piyasalarındaki serbestleşme ve büyüme arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.

Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisinde Kurumsal Kalite Etkileşimini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Çalışma	Ülke ve Dönem	Ekonometrik Yöntem	Bağımlı Değişken	Finansal Bütünleşme Göstergesi	Etkileşim (Eşik) Değişkenleri	Etkileşim (Eşik) Yaklaşımı	Bulgular
Kraay (1998)	117 ülke 1985-1997	Yatay kesit EKK, araç değişken yöntemi	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay göstergesi, Quinn endeksi, brüt sermaye akımlarının GSYİH'ya oranı	Bütçe açığı ve enflasyonun ağırlıklı ortalaması, ICRG yolsuzluk ve bürokrasinin kalitesi göstergeleri	Doğrusal (regresyon), örneklem ayrımı (medyanın altı-üstü)	Etkileşim etkisine yönelik sınırlı destek. Doğrusal etkileşim katsayısı anlamsız ya da genellikle negatiftir.
Arteta vd. (2001)	62 ülke 1973-1992	Yatay kesit ve alt dönemlerde panel HEKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Quinn endeksi	ICGR kanun ve düzen değişkeni	Doğrusal	Etkileşim katsayısı HEKK'da pozitif işarete sahiptir. (1988-1992 alt dönemi hariç alt örneklemde de geçerlidir).
Durham (2004)	80 ülke 1979-1998	Yatay kesit EKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Doğrudan yabancı yatırım ve portföy akımları	Kanun ve düzen, mülkiyet hakları, yolsuzluk	Doğrusal	Pozitif etkileşim etkisine yönelik karışık sonuçlar. Kullanılan finansal bütünleşme göstergesine göre sonuçların güvenilirliği değişmektedir.
Bekaert vd. (2005)	95 ülke 1980-1997	5 yıl ortalamalı panel GMM	5 yıl ortalamalı reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Kural-temelli hisse senedi piyasası serbestleşme göstergesi	Yasal ölçüler, kurumsal değişkenler ve yatırım ortamı değişkenleri	Medyanın altı ve üstü olarak örneklem ayrılıyor.	Serbestleşme sonrası dönemde İngiliz yasal kökene sahip olan, yüksek yatırım ortamı ve muhasebe standartlarına sahip ülkelerde yüksek büyüme.
Chanda (2005)	82 ülke 1975-1995	Yatay kesit EKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay ölçüsü	Etnik homojenlik	Doğrusal	Finansal bütünleşme ve etnik homojenlik arasındaki etkileşim katsayısı pozitiftir.
Klein (2005)	71 ülke 1976-1995	Yatay kesit EKK, araç değişken, doğrusal olmayan EKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay ölçüsü	5 ICGR değişkenin ağırlıklı ortalaması ile oluşturulan kurumsal kalite göstergesi	Kübik, Karesel ayrım, quantile gölge değişkeni	Orta derecedeki kurumsal kalite durumunda finansal bütünleşme büyüme ile pozitif ilişkilidir.
Quinn ve Toyoda (2008)	85 ülke 1955-2004	5 yıl ortalamalı panel sabit etkiler modeli ve sistem GMM	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Quinn endeksi	Etnik bölünme, karaborsa primi, ICGR bürokrasinin kalitesi ve yolsuzluk ölçüsü	Doğrusal	Dönem boyunca etki genel olarak anlamsızdır.

Finansal Bütünleşme-Ekonomik Büyüme İlişkisinde Finansal Gelişme Etkileşimini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Çalışma	Ülke ve Dönem	Ekonometrik Yöntem	Bağımlı Değişken	Finansal Bütünleşme Göstergesi	Etkileşim (Eşik) Değişkenleri	Etkileşim (Eşik) Yaklaşımı	Bulgular
Kraay (1998)	117 ülke 1985-1997	Yatay kesit EKK, araç değişken	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Pay ölçüsü, Quinn endeksi, brüt sermaye akımlarının GSYİH'ya oranı	M2'nin GSYİH'ya oranı, yurt içi özel kredilerin GSYİH'ya oranı.	Doğrusal (regresyon), örneklem ayrımı (medyanın altı-üstü)	Etkileşim etkisine yönelik sınırlı destek. Doğrusal etkileşim katsayısı anlamsız ya da karışık işaretlidir.
Arteta vd. (2001)	62 ülke 1973-1992	Yatay kesit ve alt dönemlerde panel HEKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Quinn endeksi	Likit yükümlülüklerin GSYİH'ya oranı	Doğrusal	Etkileşim etkisi bulunmamaktadır. Finansal gelişme seviyesi, sermaye hesabındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisini değiştirmemektedir.
Carkovic ve Levine (2002)	68 ülke 1960-1995	Yatay kesit EKK, 5 yıl ortalamalı dinamik panel sistem GMM	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Brüt doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı	Finansal aracılar tarafından sağlanan özel kredilerin GSYİH'ya oranı	Doğrusal	Yatay kesit sonuçlarında pozitif etkilidir. Dinamik panel sonuçlarında ise anlamlı değildir.
Hermes ve Lensink (2003)	67 ülke 1970-1995	Yatay kesit EKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Brüt doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı	Özel banka kredilerinin GSYİH'ya oranı	Doğrusal	Doğrudan yabancı yatırım ve finansal gelişme arasındaki etkileşim pozitif ve anlamlıdır.
Durham (2004)	80 ülke 1979-1998	Yatay kesit EKK	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Doğrudan yabancı yatırım ve portföy akımları	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonun GSYİH'ya oranı	Doğrusal	Etkileşim etkisine yönelik karışık sonuçlar. Etki, doğrudan yabancı yatırımların kullanıldığı durumda pozitif, portföy akımlarının kullanıldığı durumda anlamsızdır.

Çalışma	Ülke ve Dönem	Ekonometrik Yöntem	Bağımlı Değişken	Finansal Bütünleşme Göstergesi	Etkileşim (Eşik) Değişkenleri	Etkileşim (Eşik) Yaklaşımı	Bulgular
Alfaro vd. (2004)	71 ülke 1975-1995; 50 ülke 1980-1995	Yatay kesit EKK, araç değişken	Reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı	Bankacılık için likit yükümlülüklerin GSYİH'ya oranı, bankacılık varlıklarının bankacılık artı merkez bankası varlıklarına oranı, özel kredilerin GSYİH'ya oranı ve mevduat bankası kredilerinin GSYİH'ya oranı. Hisse senedi piyasası işlem hacminin ve kapitalizasyonunun GSYİH'ya oranı.	Doğrusal	Doğrudan yabancı yatırım ve finansal gelişme arasındaki etkileşim göstergesi pozitif ve anlamlı bir ilişkiyi göstermektedir.
Bekaert vd. (2005)	95 ülke 1980-1997	5 yıl ortalamalı panel GMM	5 yıl ortalamalı reel kişi başına GSYİH büyüme oranı	Kural-temelli hisse senedi piyasası serbestleşme ölçüsü	Özel kredilerin GSYİH'ya oranı, hisse senedi devir oranı	Medyanın altı ve üstü olarak örneklem ayrılıyor.	Finansal gelişme seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde hisse senedi piyasasındaki serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisi daha yüksektir.
Prasad vd. (2007)	83 ülke 1980-1990	Ülke ve endüstri temelinde panel sabit etkiler modeli	Sektörel katma değerdeki reel büyüme	Kural-temelli Chinn-Ito ve Edwards endeksleri.Brüt ve net yükümlülüklerin GSYİH'ya oranı (doğrudan yabancı yatırım, portföy yükümlülükleri)	Özel sektör kredilerinin GSYİH'ya oranı	Medyana göre örneklem ayrımı	Finansal gelişmeye ilişkin medyanın altındaki ülkelerde finansal bütünleşme ve endüstrinin dış finansmana bağımlılığı arasında negatif etkileşim.

Kaynak: Edison vd. (2004); Kose vd. (2009a; 2011).

ÖZGEÇMİŞ

Adı ve SOYADI : Murat BELKE

Doğum Tarihi ve Yeri : 05/02/1981, Antalya

Eğitim Durumu

Mezun Olduğu Lise : Metin Nuran Çakallıklı Anadolu Lisesi, 1999

Lisans Diploması : İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, 2004

Yüksek Lisans Diploması : Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, 2007

Tez Konusu : Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği

Yabancı Dil / Diller : İngilizce

Bilimsel Faaliyetler

Bolat S., Belke M., Çelik N. (2013), "Mean Reverting Behaviour of Energy Consumption: Evidence from Selected Mena Countries", International Journal of Energy Economics and Policy, Vol.3, No.4, 315-320.

Bolat S., Belke M., Kovacı S. (2013), "The Stationarity of Electricity Consumption in Selected European Countries", European Scientific Journal, Vol.9, No.19, 79-87.

Duman K., Belke M. (2011), "Türkiye'de Bütçe Açığı ile Cari Açık Arasındaki Nedensellik İlişkisinin VAR Analizi ile İncelenmesi (1998-2011)", Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, Yıl:48, Sayı:562, 53-68.

Bolat S., Belke M., Aras O. (2011), "Türkiye'de İkiz Açık Hipotezinin Geçerliliği: Sınır Testi Yaklaşımı, Maliye Dergisi, Sayı 161, 347-364.

Ulusal ve Uluslararası Konferanslar

Kovacı S, Belke M., Koç A.A. (2009), İktisadi Kalkınmaya Yeni Yaklaşımlar: Sosyal Sermayenin ve Kurumların Artan Rolü, International Davraz Congress on Social and

Economic Issues Shaping The World's Future: New Global Dialogue, 24-27 Eylül, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta, Türkiye.

Belke M., Bolat S. (2011), Esnek Kur Rejimi Altında Türkiye'de Bütçe Açığı ve Dış Ticaret Açığı Arasındaki Nedensellik İlişkisi, Uluslararası Sosyal Bilimler Lisansüstü Öğrenci Sempozyumu, 28-30 Nisan, Ordu Üniversitesi, Ordu, Türkiye.

Belke M., Ateş A. (2012), International Capital Flows and Growth, International Trade and Finance Association Conference, 23-26 May, Pisa, Italy.

Projeler

Doğan H., Belke M. and Ural B. (2007), Bankacılık ve Menkul Kıymetler Piyasalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Zaman Serisi Bulguları, Proje Rapor No:106K234, TÜBİTAK, SOBAG.

Koç A.A., Mert M., Belke M. (2010), Antalya Kent Merkezi Sosyoekonomik Demografik Yapı, İstihdam ve Yaşam Memnuniyeti Araştırması, A Tipi Bilimsel Araştırma Projesi, Akdeniz Üniversitesi.

Bilgisayar Bilgisi

Microsoft Ofis Uygulamaları (Word, Excel, Powerpoint…)

Ekonometrik Programlar: Stata, Eviews, Gauss, Rats, Matlab

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar : Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (2004- 2014)

E-Mail : muratbelke@gmail.com