

Türkiye'de Finansal Serbestleşme Uygulamaları Analizi

Serpil Döm¹

Özet: Bu çalışmada Türkiye'de finansal serbestleşme uygulamaları ve ekonomik büyümeye olan etkileri incelenmektedir. Yaygın görüşe göre finansal sistemin serbestleşmesi; yabancı portföy akımlarına sınırlamaların kalkması ve yabancı fon girişleri, ekonomik büyümenin motoru olarak kabul edilmektedir. Karşıt görüşe göre ise, gelişmekte olan ülkelerde yabancı kaynaklı büyük fon hareketleri ve sistemden ani çıkışlar finansal krizlerin baş aktörleri olarak görülmektedir. Genel anlamda finansal serbestleşmenin faydaları ve olumsuz etkileri gelişmekte olan ülkeler açısından; özeldir ise, Türkiye açısından ele alınmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Ekonomik Büyüme, Yabancı Yatırımlar

Finansal serbestleşme, finansal sektörün farklı bölümlerini oluşturan kurumsal yapıların, finansal enstürmanların ve aracı kurumların faaliyetlerine ilişkin düzenleyici kontrollerin gevşetilmesine ya da ortadan kaldırılmasına yönelik ölçümleri ifade etmektedir (Ghosh, 2005: 2). Finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ekonomilere sağladığı faydalar yanında negatif etkilerinin irdelenmesi literatürde büyük ilgi görmüştür. Globalleşme olgusu, artan uluslararası ticaret ve ekonomik büyüme arzusu, serbestleşme uygu-

¹ Y. Doç. Dr., Mersin Üniversitesi, Mersin Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu

lamalarını geliştirmekte olan ülkelerde temel hedef haline getirmiştir. Ekonomik ve finansal politikaların özünü de bu uygulamalar oluşturmaktadır.

1. Literatürde Finansal Serbestleşme Yaklaşımları

Finansal serbestleşme uygulamalarının ekonomik büyümeyi hızlandıracağı görüşüne aykırı olarak, Türkiye gibi geliştirmekte olan ekonomilerde uluslararası finansal entegrasyon çabalarının uzun vadede büyümeye olumlu etkisinin sınırlı olduğu öne sürülmektedir. Görüş farklılıklarının en önemli nedenlerinden biri, finansal serbestleşmenin etkilerine hangi açıdan bakıldığı ile de yakından ilgili olmaktadır. Makroekonomik ve finansal kırılganlık açısından yapılan çalışmalar, finansal serbestleşmenin getirdiği olumsuzluklara odaklıdır (Hanson, 1994; McKinnon, 1996). Geliştirmekte olan ekonomilerde yaşanan döviz krizleri ve bankacılık krizleri, finansal serbestleşmenin ve yabancı portföy akımlarının ülke ekonomisinin gelişimine ve refahına olan katkılarının sorgulanmasına neden olmuştur.

Geliştirmekte olan ekonomilere akan yabancı fonlar, yerel sermaye yapısı içinde önemli paya sahip olması ve ekonomik büyümeye olumlu katkılarından ziyade finansal krizlerdeki rolleriyle anılmışlardır. Aslında tartışmaların temelinde yatan temel unsur likidite şokları olarak da tanımlanabilen yabancı kaynaklı portföy akımlarındaki büyük boyutlu ve ani değişimlerin ekonomiyi ve finansal sistemi derinden etkilemesidir. Serbestleşmenin en yıkıcı yönünü de bu nokta oluşturmaktadır.

Finansal sistemin kırılgan bir yapıya sahip olduğu, sermaye piyasalarının derinliğinin olmadığı Türkiye gibi ülkelerde, yabancı kaynaklı büyük fon hareketleri ve sistemden ani çıkışlar, finansal krizlerin temel nedeni olarak görülmektedir. Bu nedenle de geliştirmekte olan ekonomilerde sınırlamalar, sermaye girişlerinden ziyade sermaye çıkışlarına yönelik olarak yapılmaktadır. Krugman (1993) ve Stiglitz (1993) IMF'yi, finansal sistemleri gelişmemiş olan bu ülkeleri hızla liberalleştirmeye teşvik etmekle eleştirmektedir.

Birçok akademisyen (Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Shaw, 1973; Errunza, 2001; Levine, 2001; Bekaert ve Harvey, 2001; Geert, Harvey ve Lundblad, 2003), yurtiçi finansal serbestleşmenin tasarruf artışına, etkin kaynak tahsisine ve ekonomik büyümeye yolaçacağını vurgulamaktadır. Bu anlamda da bankacılık sisteminin serbestleşmesinin önemi üzerinde durul-

maktadır. Levin'e (2001) göre, uluslararası portföy akımlarına ilişkin sınırlamaların kaldırılması, hisse senedi piyasası likiditesini artıracaktır. İkincisi, yabancı bankaların sistemdeki payının artması yerel bankacılık sisteminin gelişmesine ve güçlenmesine katkıda bulunacaktır. Her iki durum da, uzun vadede verimli büyümeyi destekleyerek ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Uluslararası finansal entegrasyon yerel finansal sistemin işlevselliğini artırmakta ve sonucunda da kaynak tahsisatında iyileşmeleri ve hızlı ekonomik büyümeyi desteklemektedir.

Errunza (2001), piyasa fiyatı mekanizması, daha etkin risk paylaşımı ve önemli bilgilerin yayılmasının kaynak tahsisinin etkinliğini geliştireceğini ifade etmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerdeki yüksek oynaklıktan dolayı piyasa fiyatları, etkin kaynak tahsisi için uygun sinyal olmamaktadır. Bir başka deyişle; finansal krizler, fiyat köpükleri ve yüksek boyutlu oynaklık etkin kaynak dağılımına gölge düşürmektedir.

2. Finansal Serbestleşme Düzeyinin Belirleyicileri

Bir ülkenin finansal serbestleşme talep etmesini sağlayacak ya da belirleyecek birtakım faktörler vardır. Bu bölümde bu faktörler ve ülkemizin söz konusu bağlamda hangi düzeyde olduğu irdelenecektir.

Merkezi Otoritelerin Politika ve Yaklaşımları

Ekonomik, siyasal ve sosyal yaşama yön veren politikacıların ve kamu otoritelerinin bu konudaki yaklaşım, ilke ve uygulamaları finansal entegrasyon ve serbestleşmede belirleyici olmaktadır. Demokratik olmayan otoriter rejimlerde serbestleşme talebi düşük olmaktadır. Demokrasi düzeyinin yükselmesi, ekonominin dışa açılma derecesini artırmaktadır. Türkiye'de 1980'li yıllardan itibaren, dışa açılma politikası izlenmekte ve merkezi otorite serbestleşme uygulamalarını benimsemektedir. Yaşanan finansal ve bankacılık krizleri dahi bu anlayış ve uygulamaları sekteye uğratmamıştır.

IMF'den borç alan gelişmekte olan ülkelerde IMF güdümlü politikalar izlenmekte ve IMF programlarında yer alan liberal uygulamalar finansal serbestleşmeyi zorlayıcı ya da artırıcı bir etken olmaktadır. Nitekim, ülkemiz açısından bakıldığında da, IMF'nin yurtiçi finansal serbestleşme çabalarında belirleyici olduğu görülmektedir. Türkiye'de yaşanan finansal kriz-

ler ve istikrarsızlıklar finansal serbestleşme yönünde adımlar atılmasını engellemekle birlikte, bunun entegrasyonla sonuçlanmasında başarısızlıkların yaşanmasına neden olmaktadır.

Tablo 1 . Ticaret Hacmi ve Dış Borçlar

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ticaret Hacmi (Milyon Dolar)	82.3	72.8	87.5	116.5	160.8	190.3
Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)	118.6	113.6	130.2	145.3	161.8	170.5
Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (Milyon Dolar)	198.4	147.3	184.3	241.3	300.6	358.7
Ticaret Hacmi / Gayrisafi Yurtiçi Hasıla	0.415	0.494	0.475	0.483	0.535	0.530
Dış Borç Stoku / Gayrisafi Yurtiçi Hasıla	0.598	0.772	0.706	0.602	0.538	0.475

Kaynak: TÜİK (2005) verilerinden istifade edilerek düzenlenmiştir

Ticaret Hacmi / Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

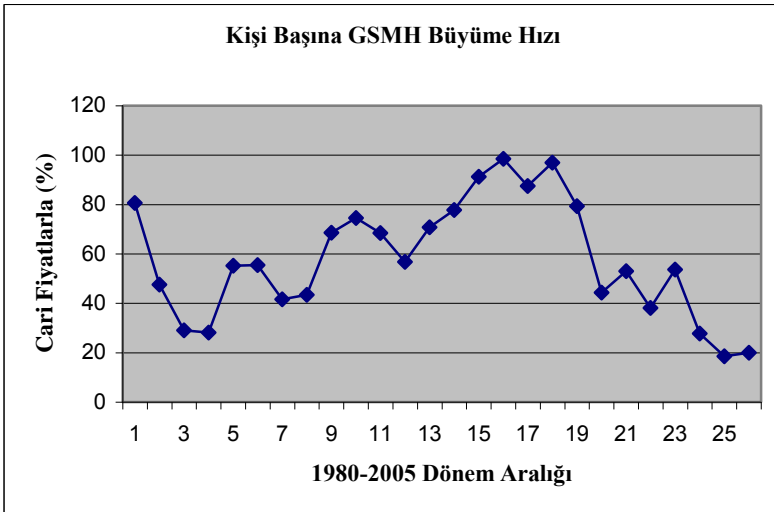
Ülkenin ticaret hacminin büyüklüğü finansal serbestleşme düzeyi üzerinde etkili olan bir diğer unsurdur. Yalnız bu noktada iki yönlü bir argüman söz konusudur. Yaygın olan görüşe göre, ihracat sektörü dalgalı döviz rejimlerinde yüksek boyutlu fon akımları ile birlikte aşırı değerlenmelerden hoşnut olmaz. Bununla birlikte, bazı firmalarda da serbestleşmenin getirdiği ucuz kaynaklı finansman ihtiyacı doğmaktadır ve dış kaynaklı finansman gerçekleştiren firmaların borç geri ödemesi için yine yabancı paralara gereksinimi olmaktadır. Bu iki karşıt argümandan dolayı ticaret hacminin hisse senedi piyasasının serbestleşmesi üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak önemli olmayabileceği ifade edilmektedir (Peinhardt, 2005: 11). Tablo 1'de ülkemizde

ticaret hacmi büyüklüğünün yıllar itibariyle gelişimi verilmektedir. Tablodan da anlaşıldığı gibi ticaret hacminin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı giderek artmaktadır. Bu artış liberal politika uygulamalarının artmasını da teşvik edici olmaktadır.

Dış Borçlar / Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

Daha fazla oranda dış kaynaklı borç kullanan ülkelerde serbestleşme eğilimleri de yüksek olacaktır. Türkiye'nin dış borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranının yıllar itibariyle gelişimi Tablo 1'de verilmektedir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 aylarında yaşadığımız finansal kriz nedeniyle dış borç kullanma oranı kriz dönemi ve sonrasındaki izleyen yılda nispi anlamda daha fazla olmuştur. Dış borçlanma gereği, serbestleşme gereksinimlerini ve uygulamalarını da artırıcı bir etki yapmaktadır. Banka krizleri serbestleşme gayretlerini olumsuz etkilemektedir. Her ne kadar ödemeler dengesi ve banka krizlerinin serbestleşme gayretlerini olumsuz etkilediği görüşü hakimse de, Türkiye'de yakın geçmişte yaşadığımız bankacılık krizi genel liberalleşme politikalarından bir sapma noktası oluşturmamıştır.

Grafik 1 . Kişi Başına Düşen Gayrisafi Milli Hasıla



Kaynak: TÜİK (2005) verilerinden istifade edilerek düzenlenmiştir.

Kişi Başına Gayrisafi Milli Hasıla

Grafik 1’de ülkemizde kişi başına düşen GSMH (Gayri Safi Milli Hasıla) büyüme hızının 1980’li yıllardan itibaren gelişimi verilmektedir. Kasım 2000 ile Şubat 2001 finansal krizi ve sonrası dönemde, krizin de etkisiyle kişi başına düşen gelir büyüme hızı önemli düzeyde azalma göstermiştir. Kişi başına düşen GSMH’nın serbestleşme politikalarında belirleyici olduğu ifade edilmektedir. Kişi başına düşen sonraki dönemde gelir arttıkça serbestleşme uygulamaları ve talebi de artmaktadır. Finansal piyasalar geliştikçe serbestleşme daha fazla fayda sağlamakta ve daha liberal uygulamalara olan talep de buna paralel artmaktadır.

Tablo 2 . Türkiye’ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Yıllar	İzin Verilen Yabancı Sermaye (Milyon Dolar)	Yabancı Sermayeli Firma Sayısı (Kümülatif)	Firmaların Toplam Sermayesi (Milyar TL, Kümülatif)	Fiili Giriş (Milyon Dolar)
1990	1,861.16	1,856	7,943,775	1,005
1991	1,967.26	2,123	13,101,036	1,041
1992	1,819.96	2,330	23,441,214	1,242
1993	2,063.39	2,554	36,737,050	1,016
1994	1,477.61	2,830	62,449,964	830
1995	2,938.32	3,161	113,013,790	1,127
1996	3,835.97	3,582	235,971,182	964
1997	1,678.21	4,068	458,968,459	1,032
1998	1,646.44	4,533	823,560,554	976
1999	1,699.57	4,950	1,446,503	817
2000	3,477.42	5,328	3,063,464	1,719
2001	2,725.28	5,841	6,184,411	3,288
2002	2,242.92	6,280	10,092,737	590
2003*	1,207.99	6,511	12,605,285	150**
TOPLAM	35,203.30	---	---	18,085

(*) Haziran ayı itibariyle, (**) Ocak-Mayıs dönemi itibariyle

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri. www.hazine.gov.tr.

Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri / Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

Sermaye akımları ve yabancı yatırımlara yönelik sınırlamalar kalktıkça gelişmekte olan ülkelerde uluslararası yatırımların da artacağı kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ekonomilere yönelik IMF politikalarının esasını da bu yaklaşım oluşturmaktadır. Finansal piyasaların açık hale getirilmesi ile yatırımların artması ve çeşitlendirme, finansal piyasaların kuvvetlenmesi mümkün kılınarak ekonomik büyümenin altyapısı oluşturulmuş olmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye girişleri ne kadar fazla ise serbestleşme eğilimleri de o kadar fazla olmaktadır. Serbestleşme düzenlemeleri belki hızla yapılabilir, ama pazar entegrasyonu aşama aşama gerçekleşen bir süreçtir. Bekaert (1995: 75) yatırımların önündeki engelleri üç grupta ele almaktadır:

1. Yasal engeller.
2. Bilgi asimetrisi, muhasebe standartları ve yatırımcı korunması gibi dolaylı engeller.
3. Gelişmekte olan ekonomilerde daha fazla görülen likidite riski, politik risk, ekonomi politikası riski, döviz kuru riski.

Bu türden engeller yabancı yatırımcılar üzerinde olumsuz etkiler bırakmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye girişlerinin düzeyi, makro ekonomik koşullar başta olmak üzere, politik çevre, araştırma ve geliştirme faaliyetleri, işgücü, enerji, vergi oranları, teşvikler, ulaşım ve haberleşme altyapısı gibi bir dizi unsurun etkinliğine bağlı olmaktadır. Türkiye’de yabancı sermaye girişleri yıllar itibariyle değişim göstermekle birlikte, genelde artış yönündedir (Tablo 2). Bununla birlikte, mukayeseli olarak bakıldığında istenilen düzeyde olmadığı görülmektedir. TÜSİAD ve YASED’in ortaklaşa hazırladığı 2004 yılı çalışmasında Türkiye’nin de aralarında bulunduğu 16 ülke bu faktörler açısından karşılaştırmalı olarak irdelenmektedir.² Genel makro ekonomik koşullarda, işgücü, vergi ve teşvikler açısından 13., politik çevrede 12., ar-ge harcamaları, altyapı ve ulaşımında 14., enerji tüketimi ve maliyetleri açısından son sırada yer almaktadır. Rakamlardan da anlaşıldığı gibi doğrudan yabancı sermayeyi çekmede Türkiye’nin yatırım ortamının çekiciliğinin

² Almanya, Arjantin, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Çin, Estonya, Hindistan, İrlanda, Macaristan, Malezya, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, Rusya ve Türkiye.

düşük olduğu gözlenmektedir. Dünya Bankasının 2003 yılı araştırma raporunda yine bu 16 ülke arasında Türkiye doğrudan yabancı sermaye yatırım çekiciliğinde ise sadece Arjantin'in önünde yer almıştır.³

Tablo 3 . Türkiye'de Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
İlk 5 Banka						
Toplam Aktif	48	56	58	60	60	63
Toplam Mevduat	51	55	61	62	64	66
Toplam Krediler	42	49	55	54	58	56
İlk 10 Banka						
Toplam Aktif	69	80	81	82	84	85
Toplam Mevduat	72	81	86	86	88	89
Toplam Krediler	71	80	74	75	77	80

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları (2005: 51).

Yoğunlaşma

Finansal serbestleşme uygulamaları, ülkedeki kalkınma bankalarının normal ticari bankalara dönüştürülmesi ve kamu bankalarının özelleştirilerek devletin finansal aracılık işlemlerindeki ağırlığının yok edilmesi yönünde olmaktadır. Yoğunlaşma oranı bu anlamda kamunun bankacılık sistemindeki ağırlığının ya da payının bir ölçütü olmaktadır. Ülkedeki 5 (10) büyük bankanın aktifleri, mevduat ve krediler toplamının tüm banka aktifleri toplamına oranlanmasıyla bulunmaktadır. Finansal sistemin ne ölçüde rekabetçi olduğunun bir göstergesi olarak kullanılmaktadır.

Türkiye'de yoğunlaşma derecesi Tablo 3'de verilmektedir. 2004 yılında ilk 5 içerisinde 1 kamu ve 4 özel banka yer alırken, 2005 yılında 2 kamu bankası ve 3 özel banka yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi sistem-

³ World Development Indicators (2003) of World Bank and World Competitiveness Yearbook (2003) of IMD (Institute for Management Development).

deki ilk beş bankanın aktifler, mevduat ve krediler toplamından almış olduğu pay yüksek olup, görece olarak yıllar itibariyle de artış göstermiş, bu görünüm değişmemiştir. Gerek sistemdeki ilk beş banka gerekse de ilk 10 banka büyüklüğü olarak aktif, mevduat ve krediler açısından kısmi olarak artış göstermesi sistemin rekabetçi bir yapıya sahip olmadığını göstergesidir. Bu anlamda özelleştirme girişimlerine büyük önem verilmektedir. Türkiye’de de bu yönde kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi tüm hükümet programlarında yer almaktadır.

Tablo 4 . Yabancıların Saklama Bakiyeleri ve Alım-Satım Tutarları

	Saklama Tutarı (Milyon \$)	Saklama Oranı (Yüzde)	Alış Tutarı (Milyon \$)	Satış Tutarı (Milyon \$)	Topl. İşlem Hacmi (Milyon \$)
2000	7,404	40.9	15,138	18,272	33,410
2001	5,635	49.2	6,324	5,815	12,139
2002	3,450	43.0	6,427	6,442	12,869
2003	8,690	51.5	9,173	8,163	17,336
2004	15,283	54.7	19,399	17,969	37,368
2005	33,812	66.3	42,594	38,508	81,102

Kaynak: SPK 2005 Yılı Faaliyet Raporu, s.33.

Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi İşlemleri

Yabancı yatırımcıların hisse senedi alım satım işlemleri, Kasım 2000 ve Şubat 2001 aylarında yaşadığımız finansal krizler dolayısıyla 2001 ve 2002 yılında önemli ölçüde düşmüştür. Söz konusu işlemler, finansal krizden çıkışla birlikte 2003 yılından itibaren artış trendine girmiştir. Yabancıların toplam işlem hacmi, bir önceki yıla göre 2004 yılında yüzde 116, 2005 yılında ise yüzde 117 oranında artarak 81.1 milyar dolara ulaşmıştır. Yıllar itibariyle yabancıların alım ve satım tutarlarına net bazda bakıldığında, 2000 yılında 3.1 milyar dolar satım, 2001 yılında 509 milyon dolar alım, 2002 yılında 15 milyar dolar satım, 2003 yılında 1 milyar dolar alım, 2004

yılında ise 1.4 milyar dolar alım yapıldığı görülmektedir. Yabancılar, 2005 yılında ise net bazda 4.1 milyar dolar alım yapmıştır (bkz. Tablo 4).

Saklama oranlarına bakıldığında, yine benzer bir trend görülmektedir. Yaşanan finansal krizin etkisiyle 2002 yılında yüzde 43.0'a düşen saklama oranı, izleyen yıllarda ise düzenli olarak artış göstererek 2005 yılı itibarıyla yüzde 66.3 olarak gerçekleşmiştir (bkz. Tablo 4). Rakamların da gösterdiği gibi, kriz sonrasında önemli yabancı çıkışları olurken, ekonomik göstergeler iyiye gittiğinde yoğun yabancı girişleri kaydedilmektedir. Yabancıların mali sistemdeki ağırlığı da düşünüldüğünde, finansal kırılganlık riski yüksek olmaktadır.

3. Şirket Finansmanı, Hisse Senedi Piyasaları ve Bankalar

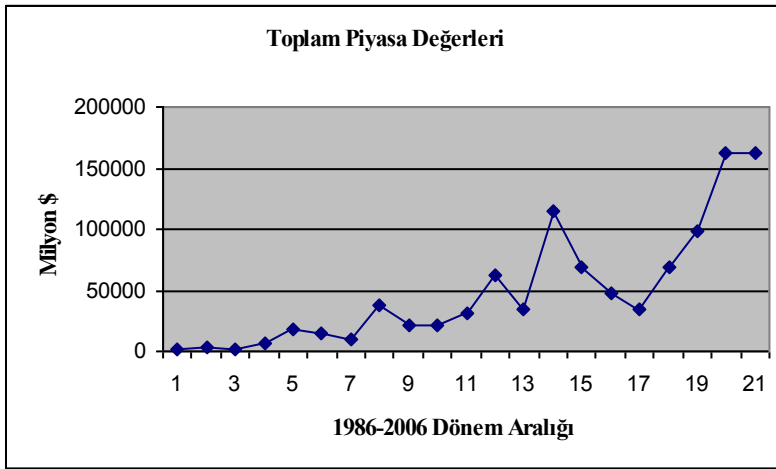
Ekonomik gelişmede sermaye piyasaları önemli bir paya sahiptir. İyi işleyen bir hisse senedi piyasası, etkin değerlendirmeyi kolaylaştırarak özelleştirme faaliyetlerine de ivme kazandıracaktır. Nitekim Demirgüç-Kunt ve Levine (1995) hisse senedi piyasası gelişmişlik düzeyi ile bankaların, sigorta şirketlerinin, özel emeklilik fonlarının ve diğer finansal kurumların gelişimi arasında yüksek bir korelasyonun olduğunu saptamıştır.

Gelişmekte olan ekonomilerde etkin olmayan fiyatlandırma süreci nedeniyle hisse senedi piyasasının ekonomiye zarar verdiği üzerinde durulmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalarda yaşanan yüksek boyutlu dalgalanmalar yanlış fiyatlandırma sürecine yol açmakta ve kaynak dağılımının etkinliğini bozmaktadır. İMKB'de işlem gören şirketlerin piyasa değerlerinde yüksek boyutlu değişim de bunun bir kanıtıdır (bkz. Grafik 2). Yüksek büyüme oranlı firmalar ve yeni halka arzlar, borsanın gelişmesinde ve ekonomik büyümede etkili olmaktadır. Bu nedenle finansal piyasaların gelişiminde piyasa trendinin tersi yönde pozisyon alan spekülâtorlerin varlığı önemli olmaktadır.

Yasal ve finansal yapı, dış finansmanın boyutunda belirleyici olmaktadır. Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998), yasal ve finansal sistemdeki farklılıkların dış kaynaklı finansmanın boyutunu etkilediğini saptamıştır. Etkin yasal sisteminin ve gelişmiş finansal piyasaların mevcudiyetinde, firmalar büyüme sürecinde daha fazla yabancı kaynaklı finansman kullanmaktadır. Bu anlamda yerel bankacılık sistemine yabancı banka girişlerindeki artışa

olumlu bakılmaktadır. Çünkü yabancı bankalar sistemde şeffaflık, etkin yönetim ilkelerinin benimsenmesini, piyasaların derinleşmesini sağlayacağı, bilgi ve teknoloji transferini de beraberinde getireceğinden dolayı yerel bankacılık piyasasını ve finansal sistemi güçlendireceği savunulmaktadır. Bu anlayışla ülkemizde de son dönemde yaşanan yabancı banka girişlerinin finansal piyasalar tarafından olumlu karşılandığını ifade edebiliriz.

Grafik 2 . İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerleri



Kaynak: TÜİK (2005) verilerinden istifade edilerek düzenlenmiştir.

4. Yabancı Portföy Yatırımları

Gelişmekte olan ekonomilerde yabancı portföy yatırımlarının yerel piyasaların gelişmesine, kaynak mobilitesinin sağlanmasına katkıda bulunduğu kabul edilmektedir. Pazar fiyat mekanizması, etkin risk paylaşımı ve önemli bilgilerin yayılımı, kaynak tahsisinde etkinliği artıracaktır. Piyasaların gelişmesi, uzman kurumlar ve spesifik enstürmanlar, artan likidite ve çeşitlenme fırsatları, tasarruf olanaklarını genişleterek sermaye birikimine katkı yapacaktır. Bunun sonucunda da yeni teknolojilere erişilebilirlik imkânları artarak yatırım ve üretim imkânlarının gelişmesine yol açacaktır.

Ülkelerin ekonomilerini açık hale getirmeleri, işlem maliyetlerinin düş-

mesi ve işlem hızının artmasına yol açan teknolojik gelişmeler fon akımlarının küreselleşmesini hızlandırmış bulunmaktadır. 1970'li yılların sonu ile 1980'li yılların başında birçok ülke sınırlarını uluslararası sermaye akımlarına açık hale getirmiştir. Keza ülkemizin finansal sistemi de yabancı portföy yatırımlarına ilişkin olarak son derece liberal bir içeriğe sahiptir. Ağustos 1989'da kabul edilen 32 Sayılı Karar ile yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılara getirilmiş olan her türlü sınırlamalar kaldırılmıştır. Yabancı portföy yatırımcıları bu düzenlemeyle birlikte, Türk menkul kıymetler piyasalarında serbestçe işlem yapabilmektedir. Sermayenin ve kârların yurtdışına çıkarılmasında hiçbir engel ya da sınırlama söz konusu değildir.

Finansal serbestleşmenin özellikle gelişmekte olan ekonomilerde faydaları yanında maliyetlerinin de olduğu bilinmektedir. Ekonomik büyüme, üretkenliğin ve verimliliğin artması, sermaye maliyetinin düşmesi, kısa vadeli yatırımlarda görülen hızlı artışlar finansal serbestleşmenin başta gelen faydalarıdır. Stiglitz ve Krugman'ın (1993) aksine, Bekaert, Harvey ve Lundblad (2002) piyasaların serbestleşmesinin sermayenin üretkenliğini ve yatırımların verimliliğini artırarak, uzun vadeli büyümeye de katkı sağladığını ortaya koymaktadır. Bekaert, Harvey ve Lundblad'a (2002) göre, menkul kıymet piyasasının serbestleştirilmesi, ekonomik büyümeye 5 yıllık dönemde yüzde 1 oranında katkı yapmaktadır.

Serbestleşmenin yukarıda özetlenen faydaları yanında getirdiği olumsuzluklar ve maliyetler, bazı ülkeleri portföy akımlarını kontrol altına almaya sevk etmiştir. Finansal serbestleşme ile ilgili en büyük eleştiri finansal krizlerin tetikleyicisi olmasıdır. Kredi taleplerindeki patlamanın bir tezahürü olarak, finansal krizle birlikte bankacılık krizleri yaşanmaktadır. Bazı çevreler kısa vadeli fon akımlarına kısıtlamalar yapılması gereği üzerinde durmakla birlikte, birçok ülke yaşanan krizlere rağmen, finansal sistemi liberalleştirme çabalarını sürdürmektedir.⁴

Bartolini ve Drazen (1997), sermaye üzerindeki sınırlamaların azaltılmasının, hem hükümetin kredibilitesini hem de yatırımcının güveni artırdığını belirtmektedir. Sermaye kontrolleri ise, yatırımcı güvenini zedelemektedir.

⁴ Türkiye ve Arjantin gibi ülkeler yaşadıkları bankacılık krizlerine rağmen, kısa vadeli fon akımlarını sınırlandırma ilkesini benimsememiştir.

Bu nedenle de, finansal serbestleşme akıllıca uygulanırsa makro ekonomik göstergelere yönelik yatırımcı korkusunu yenmeye yardımcı olarak, finansal piyasalardaki dalgalanmaların önlenmesine aracı olmaktadır. Neumann ve diğerleri (2006), 15'i gelişmiş ve 11'i gelişmekte olan, toplam 26 ülkeyi incelemiş ve finansal serbestleşme ile doğrudan yabancı sermaye girişi arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir.

Piyasanın entegrasyon derecesini ölçmede çeşitli deneysel yöntemler geliştirilmiştir. Örneğin IFC İndeks (IFC Investable Index) yabancıların potansiyel olarak yatırım yapabileceği yerel portföy büyüklüğünü ölçmektedir. Söz konusu oranın 1 olması tüm yerel hisselerin yabancılara mevcut olduğunu göstermektedir. Reformların kalitesini ya da yoğunluğunu ölçmek için ikinci yaklaşım ise, ülkedeki yabancı yatırımların büyüklüğüne bakmak olmaktadır (Bekaert, Harvey ve Lundblad, 2003: 284). Ekonomik sisteme girişin önündeki engeller azaldıkça yabancı portföy yatırımlarının da artacağı beklenmektedir. Bu nedenle yabancı portföy yatırımlarının artması finansal serbestleşmenin ve entegrasyonunun arttığına bir göstergesi olmaktadır.

Genel Değerlendirme ve Sonuç

Serbestleşme ve bütünleşme (entegrasyon) olguları arasındaki farklılığı iyi tespit etmek gerekir. Serbestleşme uygulamaları ve bu yönde yapılan düzenlemeler, ulusal ekonominin uluslararası ekonomi ile bütünleşmesini amaçlamaktadır. Serbestleşme, yabancı sermayenin ulusal piyasalara girmesinin önündeki her türlü engelin kaldırılmasını öngören bir süreçtir. Ancak serbestleşme, iki sebepten ötürü, bütünleşme sonucunu doğurmayabilir. Birincisi, yasal serbestleşme çabalarından önce halihazırda yabancılar yerel piyasalarda çeşitli vasıtalarla yer alabilirler (ülke fonları ya da mevduat sertifikaları gibi). İkincisi, yabancı katılımcıların yasal reformların kalıcı olmayacağına inanması ya da diğer pazar etkisizliklerinin varlığı nedeniyle serbestleşme çok az etkili olabilir ya da hiç etkili olmayabilir (Bekaert, Harvey ve Lundblad, 2003: 276).

Yukarıda özetlemeye çalıştığımız gibi, ülkemizde gerek kamu otoriteleri gerekse de özel sektör temsilcileri dışa açılma ve finansal serbestleşme uygulamaları anlayışını benimsemektedir. Hızlı serbestleşme girişimlerinin getirdiği olumsuzluklar gelişmekte olan ülkelere bazılarını yabancı ser-

maye sınırlamalarını gündeme getirirken, ülkemizde yabancı sermayeye herhangi bir yaptırım ya da sınırlama söz konusu değildir. Yine de Dünya Bankası, IMF, IFC gibi çok çeşitli kuruluşlarca ve özgün olarak yapılan araştırmalar, Türkiye'nin bu konuda çok mesafe alması gerektiğini göstermektedir. Bu anlamda serbestleşme uygulamalarının neden entegrasyonla sonuçlanmadığının nedenleri üzerinde durmak önemli olmaktadır.

Abstract: This paper examines the degree of financial market liberalization practises in Turkey and the effect on economic growth. According to one view, liberalization of financial system by removing restrictions on international portfolio flows and enhancement of foreign banks presence in domestic financial market can be seen as a major engine of economic growth. The opposite view suggests that financial liberalization is unlikely to boost economic growth. Large and sudden shift of foreign portfolio equity flows leads to financial crises especially in emerging markets. The benefits and costs of financial liberalization, foreign involvement are analyzed with the perspective of in general emerging markets but in spesific for Turkey in this paper.

Keywords: Financial Liberalization, Economic Growth, Foreign Investments

Kaynakça

- Bartolini**, Leonardo ve Allan **Drazen** (1997), "Capital Account Liberalization as a Signal", **The American Economic Review**, 87-1, pp.138-154.
- Bekaert**, Geert (1995), "Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets", **World Bank Economic Review**, 9, pp.75-107.
- Bekaert**, Geert ve Campbell R. **Harvey** (2001), "Economic Growth and Financial Liberalization", **Working Paper**, pp.1-7.
- Bekaert**, Geert, Campbell R. **Harvey** ve Christian T. **Lundblad** (2003), "Equity Market Liberalization in Emerging Markets", **The Journal of Financial Research**, Volume XXVI, Number 3, pp.275-299.
- Demirgüç-Kunt**, Asli ve Ross **Levine** (1995), "Stock Markets and Financial Intermediaries: Stylized Facts", **World Bank**.
- Demirgüç-Kunt**, Asli ve **Maksimovic** (1998), "Law, Finance, and Firm Growth", **Journal of Finance**, 53, pp.2107-2137.

- Demirgüç-Kunt**, Asli ve Enrica **Detragiache** (1998), “Financial Liberalization and Financial Fragility”, **World Bank**, pp.1-54.
- Errunza**, Vihang (2001), “Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development”, **Review of International Economics**, 9 (4), pp.703-726.
- Ghosh**, Jayati (2005), “The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries”, **DESA Working Paper** Number 4, pp.1-18.
- Hanson**, J. A. (1994), “An Open Capital Account: A Brief Survey of the Issues and the Results” içinde Gerard Caprio, Izak Atiyas ve James A.Hanson (ed.), **Financial Reform: Theory and Experience**, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kedmey**, Dan (2005), “Financial Liberalization in Emerging Market Economies A Catalyst for Stock Market Volatility”, Carleton Economics Department: **Economics Comps Papers**, pp.1-49.
- Krugman**, Paul (1993), “International Finance and Economic Development” içinde Alberto Giovannini (ed.), **Finance and Development: Issues and Experience**, Cambridge: Cambridge University Press.
- Levine**, Ross (2001), “International Financial Liberalization and Economic Growth”, **Review of International Economics**, 9 (4), pp.688-702.
- McKinnon**, Ronald I. (1996), “Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome”, içinde Takatoshi Ito ve Anne Krueger (ed.), **Financial Deregulation and Integration in East Asia**, Chicago: University of Chicago Press, pp.7-50.
- Neumann**, Rebecca M., Ron **Penl** ve Altin **Tanku** (2006), “Volatility of Capital Flows and Financial Liberalization: Do Specific Flows Respond Differently”, **Working Paper**, pp.1-53.
- Peinhardt**, Clint (2005), “Emerging Market Financial Liberalization: A Cross-Country Study of Portfolio Inflow Restrictions”, **Annual Meeting of the American Political Science**, Association Meeting in Washington D.C., p.11.
- Stiglitz**, J. (1993), “Overview”, içinde Alberto Giovannini (ed.), **Finance and Development: Issues and Experience**, Cambridge: Cambridge University Press.
- SPK** (Sermaye Piyasası Kurulu) 2005 Yılı Faaliyet Raporu, 2005.
- TÜSİAD** ve **YASED** Raporu, 2004, FDI Attractiveness of Turkey: A Comparative Analysis, s.1-18.
- Türkiye Bankalar Birliği** Yayınları, 2006, Bankalarımız 2005, No:245.
- TÜİK**, Türkiye İstatistik Kurumu (2005) İstatistik Göstergeler 1923-2004.
- www.hazine.gov.tr.