

## YATAY KESİT BAĞIMLILIĞI ALTINDA CARİ AÇIK VE İMALAT SANAYİ ÜZERİNDE FİNANSALLAŞMANIN ETKİSİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÖRNEĞİ

Mücahit ÇİTİL<sup>1</sup>, Yasir KÜÇÜKŞAHİN<sup>2</sup>

Gönderim tarihi: 24.05.2021 Kabul tarihi: 22.12.2021

### Öz

Bu çalışmada finansallaşma, Uluslararası Para Fonunun (International Monetary Fund) hesapladığı Finansal Gelişmişlik Endeksi ve onun alt bileşenlerinin cari açık ve imalat sanayi üzerindeki etkileri bağlamında incelenmiştir. Çalışma metodu olarak, birbirine iktisadi anlamda yakınsayan altı gelişmekte olan ülkenin 1990-2019 yılları arasındaki yıllık verileri kullanılarak panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı altında ülke grubunun verileri kullanılarak gerçekleştirilen tahminler sonucunda en geniş anlamda finansal gelişmişlik endeksinin, ülkelerin imalat sanayileri ve cari açıkları üzerinde kesin etkileri olmadığı görülmüştür. Fakat finansallaşmanın kurumlar ve piyasalar düzeyinde olmak üzere alt bileşenleri itibarıyla yapılan tahminlerde, Türkiye'nin diğer ülkelerden hem imalat sanayi hem de cari açık üzerindeki etkileri itibarıyla ayrıştığı görülmüştür. Türkiye'nin imalat sanayiindeki üretim faaliyetlerinin, kısa dönemde finansal kurumlara erişimden olumlu, kurumsal anlamda finansal derinleşmeden açık bir şekilde olumsuz etkilendiği gözlemlenmiştir. Türkiye'de finansal piyasalara erişim ve finansal piyasalarda etkinliğin sağlanması ülkenin cari açığını kapatmaya yardımcı olurken; finansal piyasaların derinleşmesi, cari açığın daha da büyümesine neden olmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansallaşma, Uluslararası Ticaret, İmalat Sanayi, Cari Açık, Panel Veri

**Jel Kodları:** C23, F15, G15

## EFFECT OF FINANCIALIZATION ON CURRENT ACCOUNT DEFICIT AND MANUFACTURING INDUSTRY UNDER CROSS SECTION DEPENDENCE: THE CASE OF DEVELOPING COUNTRIES

### Abstract

In this study, the impacts of financialization are examined on the current account deficit and manufacturing industry. This analysis was carried out using panel data analysis method on six developing countries that are economically converging and have some similarities. Used date is covers 1990-2019. It has been observed that financial development in the broadest sense does not have definite effects on the manufacturing industries and current account deficits. However, in terms of sub-components of financialization, both at institutional and market level, it has been observed that Turkey differs from other countries in terms of its effects on both the manufacturing industry and the current account deficit. Turkey's manufacturing industry are positively affected by access to financial institutions in the short term and clearly adversely affected by financial deepening in the institutional sense. Access to and ensuring efficiency in financial markets help to meet the deficit of Turkey's current account.

**Key Words:** Financialization, International Trade, Manufacturing Industry, Current Account Deficit, Panel Data

**Jel Codes:** C23, F15, G15

<sup>1</sup> Harran Üniversitesi, Siverek Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü.  
Email: mucahitcitol@harran.edu.tr ORCID: 0000-0002-6788-7115

<sup>2</sup> Harran Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü.  
Email: yasirkn@harran.edu.tr ORCID: 0000-0002-2534-4278

## 1. Giriş

Finansallaşma için son yıllarda üzerinde en fazla tartışmanın yapıldığı iktisadi fenomenlerden biri olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Böyle olması, hiç şüphesiz, iktisadi karar birimlerinin davranışlarını, faaliyetlerini, karlarını ve getirilerini etkileyen bir fenomen olmasından ileri gelmektedir. Genellikle üretken faaliyetlerden ayrı bir faaliyetler bütünü olarak kabul edilen finansallaşmanın, gerçekten üretken faaliyetlerden yani reel ekonomiden yalıtılmış olup olmadığı ve finansal alan ile aralarındaki etkileşim, finansallaşmaya ait geniş literatürü oluşturan en önemli tartışma konularından biri olmuştur.

Reel ekonomiye, mal ve hizmet üretim faaliyetlerinin tamamını içeren çabalar olarak bakılabilir. Bu durumda finansal alan, reel iktisadi faaliyet ve çabaların dışında kalan bir alan olarak görünebilir. Fakat günümüzün etkileşimi yüksek iktisadi yapısında, farklı faaliyet alanlarının birbirleriyle etkileşim ihtimalini görmezden gelmek doğru bir değerlendirme olmayacaktır. Nitekim reel iktisadi faaliyetlerin tarafları, faaliyetlerini finanse edebilmek için finansal alanın müşterisi konumundadırlar. Reel iktisadi faaliyetlerin tarafları, faaliyetlerini finanse etmenin yanında finansal getiriler elde etmek için finansal piyasalara girebilmektedirler. Örneğin hem reel üretim faaliyetleri hem finansal faaliyetleri bünyesinde toplamış holdingler gibi bütünlük iktisadi birimler, ülke ekonomilerinin en önemli iktisadi birimleri arasına girebilmektedirler. Böyle bakıldığında finansallaşma ile reel ekonomi arasındaki ilişkinin ve birbirlerinden etkilenme derecelerini ortaya çıkarma yönünde gösterilecek çabalar, finansallaşmanın etkileri literatürüne önemli bir katkı niteliğinde olacaktır.

Ülkelerin reel ekonomileri bağlamında iktisadi performanslarının ölçütü olarak çeşitli göstergeler kullanılmaktadır. GSYH'nın büyüme hızı, net yatırımlar, işsizlik oranı, imalat sanayinin toplam iktisadi faaliyetler içindeki payı, cari açık vs. bunlardan sadece bir kaçıdır. Fakat bu göstergeler arasında reel iktisadi faaliyetlerin ölçütü olarak imalat sanayinin diğerlerinden ayrıştığını söylemek yanlış olmayacaktır. Bu sebeptendir ki özellikle Türkiye de dahil olmak üzere çok sayıda gelişmekte olan ülke, üretken faaliyetlerin durumunu gözlemlemek için imalat sanayi kapasite kullanım oranları ve imalat sanayi ile ilgili çeşitli endeksler hesaplamakta ve bunları takip ederek reel ekonominin durumu hakkında fikir sahibi olmaya çalışmaktadır.

İmalat sanayi, bir hammadde ya da yarı mamulün işlenip nihai bir sanayi ürünü haline getirildiği iktisadi faaliyetler bütünüdür. Yaygın iktisadi görüş, finansal piyasaların yatırım kompozisyonunu en etkin şekilde değiştirdiğini savunarak finansallaşmanın üretken faaliyetleri olumlu etkinliğini öne sürmektedir (King & Levine, 1993). Firmalar açısından ise Gilchrist ve Himmelberg'in dikkat çektiği gibi finansallaşma, firmaların finansal kısıtlarını

esnetmelerini sağlayarak daha fazla üretme ve büyüme imkânı elde etmelerini mümkün kılmaktadır (Gilchrist & Himmelberg, 1995). Fakat yaygın iktisadi görüşün finansallaşma hakkındaki olumlu görüşleri 2008 krizi ile birlikte oldukça tartışmalı hale gelmiş ve finansallaşmanın imalat sanayi ve büyüme üzerindeki etkileri sorgulanmaya başlanmıştır. 2008 krizinden sonra IMF de dahil olmak üzere pek çok kesim, finansallaşmanın oynaklığı artırdığı ve reel kesimin iktisadi faaliyetlerini sekteye uğrattığını öne sürmüştür. Olumlu ya da olumsuz bu durum, finansallaşma ile reel iktisadi faaliyetlerin etkileşimine işaret etmektedir.

Finansallaşmanın imalat sanayi üzerindeki etkisi, finansallaşmanın reel ekonomi üzerindeki etkisi hakkında önemli ipuçları sunabilir. Fakat finansallaşmanın reel ekonomi üzerindeki etkisine, reel ekonomiyi temsil eden bir başka değişken ile bakmak finansallaşma ile reel ekonomi arasındaki ilişki hakkında daha yerinde kanaatlere sahip olmak için yardımcı olacaktır. İmalat sanayi bir kenara bıraktığımızda cari açığın reel ekonomiyi temsil etmek üzere diğer değişkenler arasında özellikle gelişmekte olan ülkeler için en önemli makroekonomik değişkenlerden biri olduğunu söyleyebiliriz.

Ülkeler, belirli bir dönemde farklı ülkelerde yerleşik bulunan iktisadi birimler arasındaki işlemleri Ödemeler Bilançosu adı altında muhasebeleştirirler. Cari İşlemler Dengesi, Sermaye Hesabı, Rezerv Hareketleri ve Net Hata ve Noksanla birlikte Ödemeler Bilançosunun alt kalemlerinden biridir. Cari işlemler dengesi kalemi altında mal ticareti, hizmet ticareti, transfer ödemeleri ve diğer akımlar izlenmektedir. Cari işlemler dengesinin belirli bir dönem için negatif olması cari açık olarak ifade edilir. Cari açık ise şu sebeplerle ülkeler için önemli bir problemidir: (1) Mal ve hizmet ticareti dengesinin ve/veya net dış varlıklardan elde edilen gelirlerin negatif olduğunu göstererek döviz cinsinden ödemelerde sorun olduğuna işaret eder. (2) Döviz cinsinden yükümlülükleri yerine getirmek için doğrudan yabancı yatırımlara veya borçlanmaya ihtiyaç vardır. Eğer doğrudan yabancı yatırım gerçekleşmezse borçlanma ihtiyacının ortaya çıkması ya da borçlanmanın gerçekleşmesi, net dış varlıklarda erimenin gerçekleşeceğinin sinyallerini verir. (3) Söz konusu açık, ülke içinde (kamu ve/veya özel kesimde) yetersiz tasarrufun olduğunu işaret etmesinin yanı sıra bu açığın yurt içinde kapatılmadığını göstermektedir (Uygur, 2004, s. 7-8). Yani cari açık, bir finansman problemini beraberinde getirmektedir.

Finansallaşma, cari açık ve bunun finansmanı noktasından bakınca önemli bir konuma gelmektedir. Finansallaşma kavramı ile ilgili ileriki sayfalarda ayrıntılı açıklamaların sunulacağı üzere cari açıkla ilgili olarak incelenen en güncel konulardan birinin de finansallaşma olması bu sebeple şartıcı değildir. Küreselleşme olarak kavramlaştırılan süreç ile birlikte sermayenin hareket kabiliyetinin artması finans sektörünün toplam ekonomi içeri-

sinde yeni bir güç odağı olarak ortaya çıkmasına neden olmuştur. Finans sektörünün gelişmesi tasarrufları arttırmayı, yeni tasarruflara ulaşmayı ve yatırımları özellikle de teknoloji yatırımlarını finanse etmeyi mümkün kılarak cari işlemler dengesinin kalemlerinden biri olan ihracatı olumlu etkileme olanağına sahip olabilir. Öte yandan vade sonunda kaynak ülkeye geri dönecek olan sermaye, ana paranın yanında elde edeceği faiz ile birlikte ülkeden kaynak çıkışına neden olarak cari açık üzerinde olumsuz etkiye de sahip olabilir.

Monetarist bir bakış açısıyla finansal olanakların artması bir anlamda, likiditeye ulaşma olanağının artması anlamına gelmektedir. Likiditenin artması makroekonomik açıdan para arzındaki artış gibi bir etki oluşturacağından harcama ya da faiz-kur mekanizmasını çalıştırarak cari açığı etkileyebilir. Bu durumda harcama kanalı üzerinden cari açık, faiz düşüşü sonucunda harcama artışını beraberinde getirerek olumsuz veya faiz-kur mekanizmasıyla ulusal paranın değer kaybetmesi sebebiyle olumlu etkilenebilir. Nasıl bir sonuçla karşılaşacağı incelenen ekonomi, dönem ve diğer pek çok değişkenden etkilenecektir. Fakat nasıl olursa olsun bu durum, finansallaşma ile cari açık arasında bir ilişkiyi işaret etmektedir.

Finansallaşma, finansal sektörün ve onun gücünün ifadesi için kullanılan bir ifadedir. Her ne kadar Arrighi'nin "Uzun Yirminci Yüzyıl" kitabına atıfta bulunarak finansallaşmanın tarihini 1500'lü yıllara kadar geri götürme çabaları gözlemlense de genel itibariyle finansallaşma için 1980 sonrası mal ve sermaye piyasalarının serbestleştirilme hareketleri işaret edilmekte ve bu tarihin, finansallaşma için kırılma noktası olduğu ifade edilmektedir (Arrighi, 2016).

Finans sektörü üzerine yapılan çalışmalar çeşitlilik göstermektedir. Bazı çalışmalar, finansallaşma kavramına yönelik tanımlayıcı çabalar olarak kalmaktadır. Bazıları finansallaşmanın üzerinde mutabakata varılan tanımlarına referans vererek ve kapitalizmin gelişme aşamaları ile ilişkisini kurarak finansallaşmanın nedenlerine ve sonuçlarına odaklanmaktadır. Bazıları finansallaşmanın kurumsallaşma aşamalarına dikkat çekerken bazıları da ampirik kanıtlara dayanarak finansallaşmanın diğer önemli iktisadi ya da eğitim, kültür, aile yapısı vs. gibi sosyal fenomenler üzerindeki etkilerini analiz etmektedirler. Bu çalışma da amacı itibariyle finansallaşma olarak kavramlaştırılan gelişmelerin etkilerinin neler olduğu sorusuna bir katkı niteliği taşımaktadır.

Bu çalışma finansallaşmanın, reel iktisadi faaliyetlerin en önemli göstergelerinden olan imalat sanayi ve cari açık üzerindeki etkisini test etmeyi hedeflemektedir. Bu hedef, iktisadi gelişme düzeyleri birbirine yakınsayan Türkiye, Brezilya, Güney Afrika, Endonezya, Tayland ve Pakistan ülkelerine ait veriler kullanılarak gerçekleştirilecektir.

## 2. Finansallaşma Kavramı ve Göstergeleri

Finansallaşma ile imalat sanayi ve cari açık arasındaki ilişkide zor olan kısım, bunlar arasında ödünleşme ya da doğrusal bir ilişkiye dair mekanizmalar üzerinde düşünmek değil, finansallaşmanın ve derecesinin hangi niceliksel değerlerle ifade edileceği konusudur. Finansallaşma kavramı üzerinde geniş kapsamlı bir tartışma hali hazırda mevcuttur. Finansallaşma gibi daha önce geniş kapsamlı tartışmalara konu olan kavramların ortak akıbetinin, muğlak kavramsal içerikle beraber çok sayıda tanım/ifade etme biçimiyle dolmuş literatürün oluşması olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Fakat yine de finansallaşmanın bu kabarık literatür içerisinde makul tanımlarını çekip çıkarmak mümkün görünmektedir.

Sawyer (2013)'e göre finansallaşmanın ilk adımları, sonraki yıllarda finansallaşma olarak adlandırılmak üzere, olgusal olarak 1990'ların başında gözlemlenmiştir. Finansallaşma ifadesini ilk kez kullandığı yer, Kevin Philips'in "Boiling Point" (Kaynama Noktası) kitabıdır. Daha sonra Philips bu ifadeyi "Arrogant Capital"(Kibirli Sermaye) kitabının bir bölümü olan "Financialization of America" (Amerikanın Finansallaşması) makalesinde yoğun bir şekilde kullanmaktadır. Philips gerçek ekonomiyi üretim olarak kabul ederek finansallaşmanın tanımını, reel ekonomi ile finansal ekonomi arasındaki uzun süreli ayrışma olarak yapmaktadır (Philips'ten aktaran Sawyer, 2013, s. 6).

Philips'in bu tanımı, üretim ile finansın birbirinden ayrı alanlar olarak mı yoksa birbirini besleyen ve büyüten alanlar olarak mı kabul edilmesi gerektiği üzerine bir tartışma başlatsa da olgusal olarak gözlemlenen bu durum için finansallaşma ifadesinin benimsendiğini söylemek yerinde olacaktır. Üretim ile finansın birbirinden ayrı ele alınıp alınmaması gerektiği yönündeki tartışmalar kıyıda köşede kalmıştır. Bu sebeple finansallaşma olgusuna yönelik Philips'in ayrıştırdığı alanların genel olarak kabul gördüğünü söylememiz mümkündür. Örneğin Krippner, finansallaşmayı, olgunun temel aktörlerine dikkat çekerek tanımlama yoluna gitmiştir. Krippner'e göre finansallaşma, üretim güçleri bir yana hisse senedi değerlerinin (dolayısıyla bu hisselerle sahip olanların) üstün olma halidir (Krippner, 2005, s. 181). Öte yandan Epstein finansallaşma kavramı için daha geniş bir tanım yapmıştır. Buna göre finansallaşma finansal dürtülerin, finansal piyasaların, finansal ajanların ve finansal kurumların öneminin hem ulusal ekonomide hem de dünya ekonomisinde artmasıdır (Epstein, 2015, s. 5).

Finansallaşmanın tanımını yapmaya çalışan diğer bir kişi Thomas Palley'dir. Palley finansal kurum, faaliyet, piyasa ve ajanlarının toplam üretim ve genel iktisat politikaları üzerinde daha fazla etkide bulunması durumunu finansallaşma olarak tanımlamıştır. Palley (2013)'e göre neoliberalizmin bir formu olan finansallaşma, üretken kesimden finans ala-

nına gelir aktarımına, finans alanının toplam iktisadi faaliyetler içinde payının artmasına, gelir eşitsizliğine ve reel kesimde gerçekleşen bir durgunluğun daha uzun sürmesine neden olmaktadır (Palley, 2013, s. 1). Aalbers'e göre ise finansallaşma, ticaret ve mal üretme kanallarından farklı olarak finans kanallarında para kazanarak birikim yapma biçimidir. Ona göre finans güdümlü bir birikim rejiminde risk, üretim ve tüketim süreçlerini aşarak ilgili endüstride faaliyet gösteren bütün aktörlerin riskine dönüşmektedir. Böyle bir rejimde bir borsanın işleyiş biçimi ve kuralları sadece söz konusu borsanın kuralları olmaktan çıkıp bütün diğer borsaların kuralları olmaya başlar (Aalbers, 2012, s. 10).

Orhangazi, finansallaşma ile ilgili literatürde en fazla referans verilen kişilerden biridir. Finansallaşma Orhangazi'ye göre biri genel öteki özel olmak üzere iki anlam taşımaktadır. Finans kurumlarının, finansal işlemlerin ve finans piyasalarının kapsam ve öneminin artması Orhangazi'ye göre finansallaşmanın genel anlamıdır. Özel olarak ise finansallaşma, esas (core) faaliyeti finans olmayan işletmelerin finansal yatırımlarının ve gelirlerinin artması anlamına gelmektedir (Orhangazi, 2008, s. 3-4).

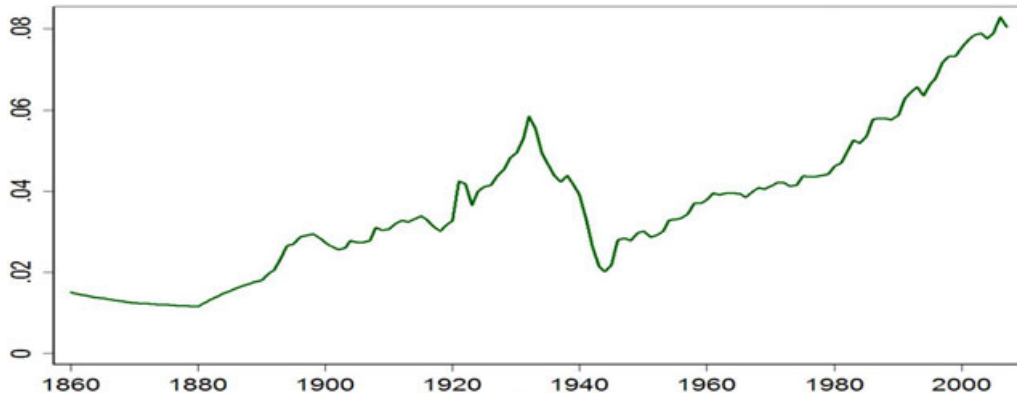
Üretimden bağımsız gibi görünen finans alanının büyümesi, kapitalist dünya ekonomisi içerisinde ve özellikle dünya ekonomisinin merkez ülkelerinde gelişmesi, "sol"da konumlanan Marksist iktisatçıların olgusal olarak gözlemlenen bu durumu, kapitalizmin gelişme aşamaları içerisinde konumlandırmalarına neden olmuştur. Hilferding'in finansallaşma olgusuna yönelik getirdiği açıklamalar buna örnek gösterilebilir. Hilferding'e göre kapitalizmin gelişme aşamaları sınıflar üzerinden anlaşılabilir. Belirli dönemlerde belirli sınıfların politik ve iktisadi (genellikle bir madalyonun iki farklı yüzü olarak kabul edilir) gücü artar. İşte Hilferding'e göre finansallaşma, rant ile beslenen sınıfın, politik ve iktisadi gücünün artması anlamına gelmektedir (Hilferding'ten aktaran Epstein, 2015, s. 4-5). Hilferding'in yanı sıra finansallaşmaya yönelik "sol"dan yükselen ve dikkat çeken bir diğer sesin Lapavitsas olduğunu söyleyebiliriz. Lapavitsas, finansallaşmayı son 30-40 yılda kapitalist sermaye birikim sürecindeki dönüşüm ile ilişkilendirmektedir. Ona göre finans sektörü, biriken sermayenin yeniden değerlendirildiği alandır. Finansallaşma ise bu sektörün, bankalar ve diğer finans kuruluşları gibi temel bileşenlerinin öneminin ve ağırlığının artması anlamına gelmektedir (Lapavitsas, 2009, s. 109).

Finansallaşmaya yönelik genel tanımlardan sonra ve finansallaşmanın etkilerinin incelendiği geniş literatüre geçmeden önce, finansallaşmanın ölçütü olarak nelerin kullanılabilirliğine yönelik birkaç paragrafın bu çalışma için yararlı olabileceği kanaatindeyiz. Finansallaşma düzeyinin nasıl ölçülebileceğine ilişkin ilk yaklaşımların genellikle ABD ekonomisine dayandırıldığını görmekteyiz. Bunun sebebi ABD'nin, finansallaşma açısından en gelişmiş ülke olarak görülmesidir (Palley, 2013, s. 17).

Mevcut literatür göz önüne alındığında finansallaşma derecesinin ölçütü olarak kullanılan değişkenleri, makro ve mikro değişkenler olmak üzere ikiye ayırmamızda bir sakınca olmayacaktır. Finansallaşmanın düzeyinin ölçümü için kullanılan makro değişkenleri finansal sektörün büyüklüğünün toplam çıktıya (GSYH) oranı, finans sektöründe çalışan kişi sayısının toplam istihdama oranı, finansal gelirlerin diğer gelirlere (ücret, kar, kira, vergi vs.) oranı ve finansal sektörün yaptığı, özellikle teknolojiye yönelik yatırımların toplam yatırımlara oranı, parasal taban ve M1,M2 ve M3 gibi parasal büyüklükler ve borç servisleri şeklinde sıralamamız mümkündür.

Finansallaşma ile ilgili ilk çalışmaların ABD ekonomisi üzerine olması finansallaşma göstergeleri için yönümüzü oraya çevirmemizi gerektirmektedir. ABD ekonomisi için bu göstergeler arasında en sık kullanılanı, finans sektörünün toplam üretim miktarına oranı olduğu görülmektedir. 1950’de finansal sektörün toplam üretime oranı %2,8 iken 2018’de %7,4’e ve 2019’da yaklaşık %21’e yükselmiştir (Fischer, 2021). Philippon bu oranı tarihsel süreçte biraz daha geri götürerek aşağıdaki grafiği literatüre kazandırmıştır.

**Grafik 1:** ABD’de finansal sektörün GSYH’a oranı



**Kaynak:** (Philippon, 2008)

Finansallaşma düzeyini temsil etmek üzere yaygın olarak kullanılan göstergeler makro göstergeler olsa da literatürde, finansallaşma düzeyini temsil etmek üzere mikro göstergelerin de kullanıldığını görmekteyiz. Başta tüketici kredileri, kredi kartı kullanımı olmak üzere bireylere yönelik bütün borçlanma araçlarını mikro göstergeler kategorisinde değerlendirmemiz mümkündür.

### **3. Literatür**

Literatüre baktığımızda finansallaşmanın imalat sanayi üzerindeki etkisi, cari açık üzerindeki etkisiyle karşılaştırıldığında daha sınırlı bir şekilde işlendiği görülmektedir. Ayrıca bu alanda yapılan çalışmaların daha çok gelişmiş ülkeler üzerinden yoğunlaştığını söylemek mümkündür. İmalat sanayi ile ilişkili çalışmaların daha çok büyüme ve kalkınmanın bir parçası olarak ele alınmasının yanı sıra yöntem olarak da kuramsal ve tasvire dayalı çalışmalar olduğu görülmektedir. Öte yandan finansallaşma ile cari açık arasındaki ilişki için çok sayıda ekonometrik modellemelerin yapıldığını görmekteyiz. Literatürün özetlendiği bu bölümde öncelikle finansallaşma ile reel üretken faaliyetler/imalat sanayi arasındaki ilişkiye yönelik literatür, daha sonra finansallaşma ile cari açık arasındaki ilişkiye yönelik literatür sunulacaktır.

Finansallaşma ile reel iktisadi faaliyetler arasındaki ilişkiye yönelik literatüre Stockhammer (2004)'in yaptığı çalışma ile başlayabiliriz. Bu çalışmada Stockhammer, finansallaşma ile birlikte imalat sanayi de dahil olmak üzere reel iktisadi faaliyet kollarında faaliyet gösteren yöneticilerin kararlarındaki değişime dikkat çekmiştir. Buna göre finansal sektörün gelişmesi anlamında finansallaşma, reel kesimdeki yöneticilerin üretim artışına yol açacak uzun dönemli yatırım kararlarında caydırıcı etkiye sahiptir. Stockhammer reel üretken faaliyet kollarında karar alıcı pozisyonundaki yöneticilerin finansallaşma ile birlikte uzun dönemli üretim kazançlarından vazgeçip kısa dönemli finansal kazançları tercih ettiklerini ortaya koymuştur.

Konu ile ilgili sıkça referans verilen bir diğer çalışma Orhangazi (2008)'nin çalışmasıdır. Bu çalışmada Orhangazi, ABD firmaları üzerine yaptığı araştırmada, reel üretken firmaların finansal yatırımlarındaki artışın üretken yatırımları baskıladığını ortaya koymuştur. Benzer bir sonuç Davis (2014)'in finansal olmayan firmaların sabit yatırımları üzerine yaptığı araştırmasında da ortaya konulmuştur. Buna göre Davis, borç temelli finansallaşmanın üretimi olumsuz anlamda yönlendireceğini ve daha az yatırım anlamına geleceğini ifade etmiştir. Dolayısıyla finansallaşma, yatırım kararlarını üretken faaliyetlerden saptıran bir olgu olarak kabul edilirse, finansallaşma ile birlikte reel üretken kesimin katma değerli faaliyetlerinde azalma olması da kaçınılmaz olacaktır.

Cecchetti ve Kharroubi (2012)'nin yaptıkları çalışmalarında finansal aktivite ve hizmetlerdeki hızlı artışın finansal olmayan üretken kesim üzerinde yatırımları dışlayışı (crowding out) ve AR-GE harcamalarını azaltıcı etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Yine Cecchetti ve Kharroubi (2015) 15 OECD ülkesi üzerinde yaptıkları çalışmalarında, finansal sektörün imalat sanayi de dahil olmak üzere reel üretken faaliyetlerle çekişme halinde ol-



duğunu işaret etmişlerdir. Daha ayrıntılı bir şekilde ifade etmek gerekirse finansal sektörün büyüme hızındaki bir artışın, AR-GE harcamalarında düşüşe, üretkenlik kayıplarına, yeni üretken yatırımlarda azalmaya ve üretim alanında inovasyon kayıplarına yol açtığını ifade etmişlerdir.

Aizenman ve diğ. (2013)'nin gelişmiş ülkeler üzerine yaptıkları çalışmalarında reel üretken faaliyetlerin, özellikle de katma değerli imalat sanayindeki üretken faaliyetlerin gelişmiş ülkelerde finansal sektörün büyümesine eşlik etmediğini ortaya koymuşlardır. Buna karşın, fonlara erişimi kısıtlayacak şekilde finansal sektörde yaşanan daralmaların reel üretken faaliyetleri olumsuz etkilediğini tespit etmişlerdir. Fakat Lin ve Tomaskovic-Devey (2013)'in de çalışmalarında ortaya koyduğu gibi, finans sektörü ile reel iktisadi faaliyetler arasında işaret edilen bu ilişkinin 1980 öncesinde olmadığı ve daha çok 1980 sonrasında ait bir özellik olduğu Aizenman ve diğ. (2013)'nin yaptıkları çalışmanın bir diğer önemli sonucudur.

Finansallaşma ile cari açık arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalara bakıldığında ise yöntem olarak ekonometrik modellemelerin tercih edildiğini görmekteyiz. Örneğin Lane ve Milesi-Ferretti (2011)'nin yaptıkları çalışmada 2008 krizi öncesindeki makro ekonomik koşulların kriz ile ilişkisi incelenmiştir. Bunun için kriz öncesi gelişmişlik seviyesi, özel kredilerin GSYH'ya oranı, cari açık ve dışa açıklık göstergeleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda pek çok çıkarım ortaya konulmuş olsa da bu çalışmanın kapsamı içinde bahsedilmesi gereken sonuç, cari açık ile yurtiçi krediler arasında pozitif bir ilişkinin ortaya konulmuş olmasıdır.

Finansallaşma ile cari açık arasındaki ilişki üzerine Lane ve McQuade (2014)'nin yaptıkları çalışmada Avrupa ülkelerinin 2003-2008 arasında verilerini kullanarak yurtiçi kredi genişlemesi ile cari açık arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda yurtiçi kredi genişlemesi ile cari açık ve bunun neden olduğu borç artışı arasında güçlü bir pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Telatar (2011)'in 2003-2010 yılları arasında Türkiye'nin çeyrek dönemlik verilerini kullanarak yaptığı çalışmasında tüketici ve toplam krediler ile cari açık arasındaki ilişki nedensellik analizi ile incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda toplam kredilerden cari açığa nedensel bir ilişkiye rastlanmazken tüketici kredilerinden cari açığa pozitif bir nedensellik gözlenmiştir. Bu sonuç finansallaşma açısından iki önemli çıkarıma olanak tanımaktadır. İlk olarak eğer toplam krediler finansallaşmanın göstergesi olarak kabul edilecek ise finansallaşma ile cari açık arasında nedensel bir ilişkinin olmadığı söylenebilir. Fakat eğer tüketici

kredileri finansallaşmanın göstergesi olarak kabul edilecekse o zaman finansallaşmanın cari açığı olumsuz etkilediğini söylemek mümkündür. Bu sonuç, genel olarak finansallaşmanın çok boyutlu ve çok sayıda değişken ile test edilmesi gereken bir olgu olduğunu göstermektedir.

Göçer vd. (2013)'nin 1992-2012 yılları arasında Türkiye'nin çeyrek dönemlik verilerini kullanarak yaptıkları çalışmaları, finansallaşma ile cari açık arasındaki ilişkiyi incelemeye yönelik bir diğer çalışmadır. Bu çalışmada yurtiçi krediler ile cari açık arasındaki ilişki, çok değişkenli cointegration yöntemiyle test edilmiştir. Söz konusu 20 yıllık dönem, hem Türkiye'ye özgü hem de Asya ve 2008 gibi küresel kriz/kırılmaları kapsamaktadır. Bu sebeple çalışma, yapısal kırılmaları içeren yöntemlerle yapılmış ve çalışmanın sonucunda yurtiçi kredilerin büyüme oranı ile cari açığın büyüme oranı arasında uzun dönemli pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Ağazade (2014)'ün yaptığı çalışmasında Türkiye'nin 2003-2014 arasındaki aylık verilerini kullanarak finansallaşmanın mikro göstergelerinden olan bireysel krediler ve kredi kartı kullanımları ile dış ticaret dengesi, toplam ithalat, tüketim malları ithalatı ve dayanıklı tüketim malları ithalatı arasındaki ilişkiyi cointegration yöntemiyle incelemiştir. Çalışmanın sonucunda finansallaşmanın mikro göstergeleri ile söz konusu bağımsız değişkenler arasında uzun dönemli anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

#### **4. Yöntem ve Veri Seti**

Önceki satırlarda ifade edildiği gibi bu çalışma finansallaşmanın etkileri literatürüne bir katkı niteliği taşımaktadır. Kullanılan veri seti 1990-2019 yılları arasını kapsayan yıllık verilerdir. Çalışmada finansallaşmanın cari açık ve imalat sanayi üzerindeki etkisini inceleyebilmek için IMF'in Finansal Gelişme Endeksi kullanılmıştır. Bu endeks, Finansal Kurumlar Endeksi (Financial Institutions Index) ve Finansal Piyasalar Endeksi (Financial Markets Index) olmak üzere iki genel kategoriye ayrılmaktadır. Bu kategorilerin de her biri kendi içinde üç alt başlığa ayrılmaktadır. Finansal Gelişme Endeksi (Financial Development Index) ise Finansal Kurumlar Endeksi ile Finansal Piyasalar Endekslerinin toplamından oluşmaktadır:

**Tablo 1:** Finansal Gelişme Endeksi ve Bileşenleri

<b>Finansal Gelişme Endeksi (Financial Development Index-FDI):</b> Ülkelerin finansal kurumlarının ve piyasalarının derinliği, etkinliği ve bunlara erişimin göreceli sıralamasıdır.	
<b>Finansal Kurumlar Endeksi (Financial Institutions Index-FII)</b>	<b>Finansal Piyasalar Endeksi (Financial Markets Index-FMI)</b>
<b>Finansal Kurumlar Derinlik Endeksi (Financial Institutions Depth Index-FIDI):</b> Özel sektöre verilen kredilerin, emeklilik fonlarının, sigorta primlerinin ve yatırım fonu varlıklarının GSYH'ya oranı verileri kullanılarak oluşturulmaktadır.	<b>Finansal Piyasalar Derinlik Endeksi (Financial Markets Depth Index-FMDI):</b> Borsanın toplam piyasa değerinin, borsada alım-satım işlemlerinin, devletin uluslararası borçlanma araçlarının ve finansal/finansal olmayan kurumların toplam borçlanma araçlarının GSYH'ya oranı kullanılarak oluşturulmaktadır.
<b>Finansal Kurumlar Erişim Endeksi (Financial Institutions Access Index-FIAI):</b> 100.000 yetişkin başına düşen banka şubesi ve ATM sayıları kullanılarak oluşturulmaktadır.	<b>Finansal Piyasalar Erişim Endeksi (Financial Markets Access Index-FMAI):</b> En büyük 10 şirket dışındaki şirketlerin piyasa değerlerinin oranı ve 100.000 yetişkin başına düşen hisse senedi ihraç eden şirket sayısı kullanılarak oluşturulmaktadır.
<b>Finansal Kurumlar Etkinlik Endeksi (Financial Institutions Efficiency Index-FIEI):</b> Bankacılık sektörünün net faiz marjı, borçlanma-mevduat marjı, faiz dışı gelirlerin toplam gelire oranı, genel giderlerin toplam varlıklara oranı, mali varlıkların getirisi ve hisse senedi getiri oranları kullanılarak oluşturulmaktadır.	<b>Finansal Piyasalar Etkinlik Endeksi (Financial Markets Efficiency Index-FMEI):</b> Alım-satım işlemlerinin piyasa değeri (borsa devir oranı) kullanılarak oluşturulmaktadır.

**Kaynak:** (Financial Development Index Database, 2021)

Finansallaşma göstergeleri dışında, kurulacak modellerde açıklayıcı değişken olarak ABD doları cinsinden tüketim harcamaları (EX), her bir ülke ulusal parasının ABD doları karşısındaki değerinin ilgili dönemdeki ortalaması (EXC) ve yıllık mevduat faiz oranı (IR) kullanılmıştır. Bu veriler de finansallaşma göstergeleri gibi IMF veri tabanından alınmıştır. Bağımlı değişken olarak kullanılan imalat sanayi üretimi (MANU) ve cari işlemler açığı (CAD) ait veriler ise UNCTAD veri tabanından alınmıştır.

Faiz oranı üretim kesiminin davranışlarını etkileyen en önemli faktörlerden biridir. Bir yatırımın karlı olup olmadığı en basit anlamda yatırımın fırsat maliyetinin göstergesi olan faiz oranıyla belirlenir. Yüksek faiz oranları sermayenin üretken faaliyetlerden çekilmesine ve üretime katkısı olmayan alanda kalmasına neden olacaktır. Ayrıca faiz oranındaki değişiklikler, sermayenin ülkeler arasında hareket ederek cari işlemler dengesinin kalemlerinden biri olan sermaye hesabının değişmesine neden olarak, ülkelerin cari açığını etkileyebilir. Dışa açık ekonomilerde ithalatın, ihracatın ve imalat sanayinin üretkenlik düzeyinin belirlenmesinde döviz kuru etkilidir. Çünkü kur, ülke para biriminin diğer ülkelerin para birimlerine karşı değerinin göstergesi olarak kabul edildiğinde; üretim için gerekli olan ithal hammaddenin, ara girdinin ve sermaye malının fiyatını etkileyecektir. Kurdaki değişiklikler hem üretim için önemli olan bu kalemleri, hem de doğrudan tüketicilerin taleplerini etkilediği için; kur, cari açık üzerinde etkili olan başlıca faktördür. Tüketim harcamaları ise toplam talebi oluşturan ve üretken kesime yatırım ya da üretim kararı için en önemli sinyali veren makroekonomik büyüklüklerden biridir. Ticarete konu olan ürünlerin önemli bir kısmı nihai mallardan oluştuğu için, tüketim harcamaların üretim kesimini etkilemesinin yanı sıra cari açık üzerinde de etkili olması beklenir.

Kullanılan finansallaşma göstergelerinden FDI, finansallaşmanın kurumsal (FIDI, FIAI ve FIEI) bileşenleri ile finansallaşmanın piyasa (FMDI, FMAI, FMEI) bileşenlerinden oluşmaktadır. Bu çalışmada finansallaşmanın genel etkileri (FDI), kurumsal etkileri ve piyasa etkileri olarak ayrı ayrı ele alınmak istenmiştir. Ekonominin reel yönü cari açık ve imalat sanayi olmak üzere iki değişkenle temsil edilmektedir. Bu değişkenlerin üç farklı finansallaşma kriteriyle ilişkisi incelenmek istendiğinden altı farklı model kurulmuştur.

$$MANU_{it} = \mu_t + \beta_1 FDI_{it} + \beta_2 EX_{it} + \beta_3 EXC_{it} + \beta_4 IR_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (Birinci model)}$$

$$CA_{it} = \mu_t + \beta_1 FDI_{it} + \beta_2 EX_{it} + \beta_3 EXC_{it} + \beta_4 IR_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (İkinci model)}$$

$$MANU_{it} = \mu_t + \beta_1 FIDI_{it} + \beta_2 FIAI_{it} + \beta_3 FIEI_{it} + \beta_4 EX_{it} + \beta_5 EXC_{it} + \beta_6 IR_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (Üçüncü model)}$$

$$CA_{it} = \mu_t + \beta_1 FIDI_{it} + \beta_2 FIAI_{it} + \beta_3 FIEI_{it} + \beta_4 EX_{it} + \beta_5 EXC_{it} + \beta_6 IR_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (Dördüncü model)}$$

$$MANU_{it} = \mu_t + \beta_1 FMDI_{it} + \beta_2 FMAI_{it} + \beta_3 FMEI_{it} + \beta_4 EX_{it} + \beta_5 EXC_{it} + \beta_6 IR_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (Beşinci model)}$$

$$CA_{it} = \mu_t + \beta_1 FMDI_{it} + \beta_2 FMAI_{it} + \beta_3 FMEI_{it} + \beta_4 EX_{it} + \beta_5 EXC_{it} + \beta_6 IR_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (Altıncı model)}$$

Panel veri setleriyle tahmin yönteminin kriterlerinde belirleyici olan unsurlar, homojenlik/heterojenlik sınaması, yatay kesit bağımlılığı sınaması ve birim kök testleridir. Homo-

jenlik/heterojenlik ve yatay kesit bağımlılığı sınavasının sonuçları, hangi birim kök testlerinin yapılacağına karar verilmesinde belirleyici olmaktadır. Çalışmada veri setinin homojenlik/heterojenlik sınavası T zaman ve N kesit olmak üzere:  $T \rightarrow \infty$  ve  $N \rightarrow \infty$  varsayımları altında hem de dengeli ve dengesiz panel veri setleri için kullanılan Pesaran ve Yamagata (2008) testi ile yapılmıştır. Bu testin varsayımları aşağıdaki gibidir;

$H_0$ : Bütün eğim katsayıları tüm kesitler için türdeştir (Homogeneous slopes)

$H_1$ : Bütün eğim katsayıları tüm kesitler için türdeş değildir (Heterogeneous slopes)

Homojenlik/heterojenlik sınavası yapıldıktan sonra veri setini oluşturan herhangi bir ülkede meydana gelen bir şokun diğer ülkeleri etkileyip etkilemediği sınanmalıdır. Bu sınavama Yatay Kesit Bağımlılık (Cross Sectional Dependence) testleri yardımıyla yapılmaktadır. Yatay kesit bağımlılığını sınav için yaygın olarak kullanılan testler, Berusch-Pagan (1980)'in LM testi ve Pesaran (2004)'nin CD testidir. LM testi, genellikle veri setinin zaman boyutunun kesit sayısından büyük olması durumunda kullanılmaktadır. Pesaran'ın CD testi ise her iki durumda ( $T < N$  ya da  $T > N$ ) kullanılmaktadır. Her iki test için de söylenmesi gereken bir diğer husus: Grup ortalamasının sıfır iken kesit ortalamalarının sıfırdan farklı olması durumunda sonuçların sapmalı olacağıdır. Bu durum varyans ve ortalamasının, Pesaran ve Yamagata (2008)'nin yaptıkları çalışmalarında test istatistiğine dahil edilmesiyle ortadan kaldırılmıştır. Bu değişiklik ile bir  $LM_{adj}$  istatistiği elde edilmiştir.

$P_{ij} = (\sum_{t=1}^T \mu_{it}^2)^{-1/2} (\sum_{t=1}^T \mu_{jt}^2)^{-1/2} \sum_{t=1}^T \mu_{it} \mu_{jt}$  olmak üzere Berusch-Pagan (1980)'in LM testi Pesaran'ın (2004) CD testi ve Pesaran, ve Yamagata (2008)'in  $LM_{adj}$  testleri sırasıyla aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Baltagi, Feng, & Kao, 2012, s. 169):

$$LM = T \sum_{i=1}^{n-1} \cdot \sum_{j=t+1}^n P_{ij}^2 \quad CD = \sqrt{\frac{1}{n(n-1)}} \sum_{i=1}^{n-1} \cdot \sum_{j=t+1}^n (T P_{ij}^2 - 1)$$

$$LM_{adj} = \sqrt{\frac{2}{n(n-1)}} \sum_{i=1}^{n-1} \cdot \sum_{j=t+1}^n \frac{(T-k)P_{ij}^2 - \mu_{Tij}}{\sigma_{Tij}} \quad \mu_{Tij} = \frac{1}{T-k} \text{tr}[E(M_i M_j)]$$

Tahmin edilecek modelin sayılan testler ile yatay kesit bağımlılıkları sılandıktan sonra hem homojenlik/heterojenlik hem de yatay kesit bağımlılık testi sonuçlarına göre yapılacak birim kök testleri belirlenmektedir. Hem zaman boyutuna hem de kesit boyutuna sahip veri setlerine uygulanan panel birim kök testleri, sadece zaman boyutuna sahip veri setlerine uygulanan birim kök testlerinden istatistiksel olarak daha güçlü sonuçlar vermektedir (Beyaert & Camacho, 2008). Bu çalışmada homojenlik/heterojenlik ve yatay kesit bağımlılık testlerinden elde edilen sonuçlar, heterojenlik ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testlerinin, veri seti için uygun olduğu tespit edilmiştir. Bu amaçla Pesaran (2007)'nin CADF (Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller) testi yapılmıştır.

Pesaran (2007) testi, veri setindeki hem her bir yatay kesit için hem de panel veri setinin tamamı için birim kök sınavasını mümkün kılmaktadır. Yine bu test hem zaman boyutunun kesit boyutundan büyük olduğu hem de zaman boyutunun kesit boyutundan küçük olduğu durumlarda kullanılabilir. Test sonucunda elde edilen değerler CADF tablo değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Tablo değerinin, elde edilen istatistik değerinden büyük olduğu durumda ilgili serinin birim kök içermediği sonucuna varılır. CADF ile birim kök testi “ $f_t$ ” ülkeye özgü gözlenemeyen ortak etkiler ve “ $\varepsilon_{it}$ ” bireysel hataları göstermek üzere aşağıdaki gibi tahmin edilmektedir (Pesaran, 2007).

$$Y_{i,t} = (1 - \phi_i)\mu_i + \phi_i Y_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad i = 1, \dots, N$$

$$\mu_{i,t} = \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \quad t = 1, \dots, T$$

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i Y_{i,t-1} + \gamma_i f_t + \varepsilon_{it}$$

$$H_0: B_i = 0 \text{ (Seri durağan değildir)} \quad H_1: B_i < 0 \text{ (Seri durağandır)}$$

Buna ilave olarak CADF test istatistiği kullanılarak panelin geneline yönelik CIPS (Cross-Sectionally Augmented IPS) birim kök testi yapılabilir (Pesaran, 2007).

$$CIPS = N^{-1} \sum_{i=1}^N CADF_i$$

Birim kök testlerinden elde edilen sonuçlar tahmin edilmek istenen modelin/modellerin hangi yöntemlerle tahminin yapılması gerektiğini belirlemektedir. Veri setindeki bütün değişkenlerin seviye değerlerinde durağan olması durumunda panel OLS (Ordinary Least Squares) ile gerekli tahminler yapılır. Değişkenlerin tamamının düzey değerlerinde birim kök içermesi fakat birinci fark değerlerinde durağan olması durumunda ise panel eşbütünlük testleri ile tahminler gerçekleştirilir. Fakat bu çalışmada olduğu gibi veri setindeki değişkenlerin bazılarının düzey değerlerinde bazılarının ise birinci farkta durağan özellik göstermesi durumunda panel ARDL (Autoregressive Distributed Lag) yöntemiyle ilgili model tahmin edilir.

Pesaran ve diğ. (1999) ARDL modeli ile yapılacak tahminler için iki farklı tahminci geliştirilmişlerdir. Bunlar Mean Group (MG) ve Pooled Mean Group (PMG) tahmincileridir. MG tahmincisinde elde edilen sabit terimler, eğim katsayıları ve hata terimleri kesitlere göre değişiklik göstermektedir. Bu tahminciden elde edilen katsayılar, her bir kesit için tahmin edilen katsayıların ağırlıklandırılmamış ortalaması alınarak elde edilir. MG tahmincisinin sabit terimler, eğim katsayıları ve hata terimlerinin kesitlere göre değişiklik göstermesine izin vermesi parametrelerin, bütün paneli oluşturan kesitler arasında aynı olmasına izin vermemesi anlamına gelmektedir. Bu nokta, PMG tahmincisini MG tahmincisinden ayıran temel noktadır. PMG tahmincisi parametrelerin uzun dönemde bütün kesitler için

aynı olmasını mümkün kılmaktadır. Fakat kısa dönemde sabit terimlerin, eğim katsayılarının ve hata terimlerinin kesitlere göre değişiklik göstermesine MG tahmincisinde olduğu gibi izin vermektedir. Bu iki tahminci arasından hangisinin tahmin edilecek model için uygun olduğu ise Hausman (1978) testi ile belirlenmektedir.

## 5. Analiz Sonuçları

Panel veri setiyle tahmin yönteminin belirlenmesi için öncelikle tahmin edilmek istenen modellerin homojenlik/heterojenlik testi ile homojen özellik gösterip göstermediğini belirlenmiştir. Bunun için Pesaran ve Yamagata (2008) testi yapılmış ve sonuçları Tablo 2’de sunulmuştur.

**Tablo 2:** Pesaran & Yamagata (2008) Homojenlik/Heterojenlik Testi Sonuçları

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişkenler	Delta	P-Value
FDI, EX, EXC, IR	MANU	15.602	0.000
		(adj.)17.443	0.000
	CA	8.848	0.000
		(adj.)9.893	0.000
FIAI, FIDI, FIEI, EX, EXC, IR	MANU	10.105	0.000
		(adj.)11.800	0.000
	CA	8.978	0.000
		(adj.)10.484	0.000
FMAI, FMEI, FMDI, EX, EXC, IR	MANU	10.965	0.000
		(adj.)12.804	0.000
	CA	7.151	0.000
		(adj.)8.351	0.000

Homojenlik/heterojenlik testi sonuçlarına bakıldığında tahmin edilmek istenen altı modelin tamamında Ho hipotezini reddeden olasılık değerinin %5’ten küçük olduğu görülmektedir. Bu olasılık değeri ile altı modelinin tamamının heterojen özellik gösterdiğine yönelik H1 hipotezi %95 üstü güven aralığı ile kabul edilmektedir. Bu sonuç, altı modelin de heterojen özellik gösterdiği anlamına gelmektedir. Heterojenlik testinden elde edilen sonuca göre, altı modelin tamamından elde edilecek olan eğim katsayılarının türdeş olmayacağı anlaşılmaktadır.

Tahmin edilmek istenen modellerin heterojen özellik gösterdiği belirlendikten sonra veri setini oluşturan kesitlerde (ülkelerde) meydana gelen bir şokun diğer ülkeleri etkileyip etkilemediği belirlenmelidir. Ülkelerde meydana gelen bir şokun, diğer ülkeleri etkileyip etkilememesi durumuna göre birinci nesil-ikinci nesil birim kök testleri arasında tercih yapılacaktır. Aşağıdaki Tablo 3'te raporlanan yatay kesit bağımlılığı testi sonuçları, değişkenlerin durağanlıklarını test etmek amacıyla ikinci nesil birim kök testlerinin uygun olduğunu ortaya koymaktadır.

**Tablo 3:** Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişkenler	Test	Statistic	P-Value
FDI, EX, EXC, IR	MANU	LM	44.71	0.0001
		LM Adj.	13.4	0.0000
		LM CD	2.473	0.0134
	CA	LM	27.77	0.0230
		LM Adj.	5.271	0.0000
		LM CD	3.236	0.0012
FIAI, FIDI, FIEI, EX, EXC, IR	MANU	LM	34.46	0.0029
		LM Adj.	6.542	0.0000
		LM CD	1.02	0.0117
	CA	LM	34.12	0.0033
		LM Adj.	6.565	0.0000
		LM CD	3.308	0.0009
FMAI, FMEI, FMDI, EX, EXC, IR	MANU	LM	37.67	0.0010
		LM Adj.	8.002	0.0000
		LM CD	1.207	0.0279
	CA	LM	36.98	0.0013
		LM Adj.	7.87	0.0000
		LM CD	3.41	0.0006



Hem Berusch-Pagan (1980)'in LM testi hem Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008)'in LM Adj. testi ve hem de Pesaran (2004)'nin CD testi sonuçlarına ait ilgili olasılık değerlerinin %5'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu sonuç ile yatay kesit bağımlılığının olmadığını savunan  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Yani altı modelin tamamı için, ülkelerin herhangi birinde meydana gelen bir şokun diğer ülkeleri etkilediğini savunan alternatif hipotez kabul edilmektedir. Yatay kesit bağımlılığının varlığı; ikinci nesil birim kök testlerinin değişkenlerin durağanlıklarının test edilmesi için uygun olduğunu göstermektedir. Tablo 4'te Pesaran (2007)'nin geliştirdiği CADF ve CIPS testi sonuçları sunulmuştur.

**Tablo 4:** Pesaran (2007)'in CIPS ve CADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	CIPS		CADF			
	I (0)	I (1)	T-bar	I (0)	T-bar	I (1)
MANU	-1.796	-4.874*	-1.757	0.928	-3.634	0.000
CA	-2.139	-4.258*	-2.690	0.158	-4.426	0.000
EX	-1.201	-3.518*	-1.936	0.838	-3.161	0.013
EXC	-0.652	-2.873*	-1.219	0.998	-2.330	0.075
IR	-2.461	-4.482*	-2.021	0.255	-4.261	0.000
FDI	-2.383	-4.709*	-3.077	0.022	---	---
FIAI	-2.614	-3.620*	-3.618	0.000	---	---
FIDI	-2.762	-4.092*	-2.583	0.019	---	---
FIEI	-3.589	---	-2.431	0.375	-5.554	0.000
FMAI	-3.165	---	-3.249	0.007	---	---
FMEI	-2.821	-5.727*	-1.773	0.487	-3.520	0.000
FMDI	-2.368	-4.698*	-2.808	0.095	-3.464	0.001

CIPS Kritik Değerleri -2,73 (%10), -2,86 (%5) ve -3,1(%1)

Yukarıdaki tabloda öncelikle CIPS testi sonuçlarına bakıldığında görülmektedir ki modellerde bağımlı değişkenler olarak kullanılacak olan MANU ve CA değişkenleri de dâhil olmak üzere FIEI ve FMAI dışında bütün değişkenlerin düzey değerleri birim kök içermektedir. Birim kök içeren bütün değişkenlerin ise birinci farkları alındığında durağanlaştıkları görülmektedir. CIPS testi panelin geneli için sonuçlar içermektedir. Kesit etkilerini gözeten CADF testi sonuçlarına bakıldığında ise FDI, FIAI, FIDI ve FMAI değişkenlerinin düzey değerlerinde durağan olduğu; diğer değişkenlerin ise düzey değerlerinde birim kök içerdiği görülmektedir. CADF sonuçları, düzey değerlerinde birim kök içeren değişkenlerin de birinci farkları alındığında durağanlaştığını göstermektedir. Hem CIPS hem de CADF sonuçlarına göre tahmin edilmek istenen modellerde bağımlı değişken olarak kullanılacak imalat sanayi ve cari açık değişkenlerinin düzey değerlerinde birim kök içerdiği ancak birinci farkta durağanlaştığı; diğer değişkenlerin de bazısının düzey değerlerinde bazısının da

birinci farkta durağanlaştığı görülmektedir. Bu sonuçlara göre, değişkenler düzey değerlerde birim kök içerdiği için En Küçük Kareler yöntemiyle regresyon analizi yapmak mümkün değildir. Hem bağımlı hem de bağımsız değişken olarak kullanılacak değişkenler farklı seviyelerde durağan hale gelmektedir. Durağan olmayan seriler ile uzun dönemli ilişkiler, eşbütünleşme (cointegration) testleri ile tahmin edilebilmektedir. Bu çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılacak imalat sanayi ve cari açık değişkenlerinin birinci derecede I(1), buna karşın bağımsız değişkenlerin farklı derecelerde durağan olması, veri seti için eşbütünleşme yöntemleri arasından ARDL yönteminin tercih edilmesine neden olmuştur.

ARDL yönteminde hangi model için Mean Group (MG) ve hangisi için Pooled Mean Group (PMG) tahmincisinin uygun olduğunu belirlemek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman (1978) testi sonuçları Tablo 5'te sunulmuştur. Test sonuçlarına göre ilk dört model için PMG tahmincisinin, kalan iki model için MG tahmincisinin uygun olduğu sonucuna varılmıştır.

**Tablo 5:** Hausman (1978) Testi Sonuçları

Model	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler	Hausman P-Value	Tahminci
1.Model	MANU	FDI, EX, EXC, IR	0.2546	PMG
2.Model	CA	FDI, EX, EXC, IR	0.6529	PMG
3.Model	MANU	FIAI, FIDI, FIEI, EX, EXC, IR	0.3409	PMG
4.Model	CA	FIAI, FIDI, FIEI, EX, EXC, IR	0.2217	PMG
5.Model	MANU	FMAI, FMEI, FMDI, EX, EXC, IR	0.0001	MG
6.Model	CA	FMAI, FMEI, FMDI, EX, EXC, IR	0.0120	MG

Genel finansal gelişme endeksinin (FDI) etkisini incelemek üzere tahmin edilen birinci ve ikinci modele ait sonuçlar Tablo 6'da raporlanmıştır. Finansallaşmanın göstergesi olarak finansal gelişme endeksinin uzun dönemde imalat sanayi üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu etkinin %5 olasılık değerine göre istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Öte yandan finansal gelişme endeksinin uzun dönemde cari açık üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olduğu görülürken bu etki, %84 olasılık değeriyle istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kısa dönemde ise her iki bağımlı değişken için hata düzeltme katsayısının (ec) negatif ve olasılık değerinin %5'e göre anlamlı olduğu görülmektedir. Hata düzeltme katsayısı, kısa dönemde dengeden sapmaların hangi oranda düzeldiğini göstermektedir. Buna göre birinci modelde kısa dönemde dengeden sapmaların %11'i ikinci modelde ise kısa dönemde dengeden sapmaların %22'si düzelmektedir. Fakat kısa dönemde finansal gelişme endeksinin her iki bağımlı değişken üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı anlaşılmaktadır.

**Tablo 6:** Birinci ve İkinci Modelin Tahmin Sonuçları (PMG)

Dönem	Değişkenler	MANU (1. Model)		CA (2. Model)	
		Coefficient	P-Value	Coefficient	P-Value
U	FDI	-36274.73	0.033	-4690.137	0.846
	EX	0.319061	0.000	-0.07359	0.077
	EXC	-13.95215	0.523	1.968263	0.067
	IR	49.53109	0.027	-80.05983	0.709
K	ec	-0.1123078	0.011	-0.22001	0.011
	FDI D1.	-7907.247	0.610	-3776.143	0.572
	EX D1.	0.1013987	0.343	-0.7019031	0.000
	EXC D1.	-13636.57	0.162	2930.34	0.335
	IR D1.	181.1332	0.054	-32.49772	0.738

Tablo 6’da genel anlamda finansal gelişme endeksinin etkileri tahmin edilmiştir. Tablo 7’de ise uzun finansal gelişme endeksinin kurumsal bileşenlerinin etkileri tahmin edilmiştir. Sonuçlara göre imalat sanayi üzerinde uzun dönemde finansal kurumlar erişim endeksinin (FIAI) olumlu bir etkiye sahip olduğunu kısa dönemde ise finansal kurumlar derinlik endeksinin (FIDI) olumsuz bir etkiye sahip olduğunu görmekteyiz. Diğer bileşenlere ait sonuçların istatistiksel olarak anlamlı değildir. Finansal gelişme endeksinin kurumsal bileşenlerinin cari açık üzerindeki etkisine baktığımızda ise uzun dönemde bileşenlerin tamamı %5 önem seviyesine göre istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer yandan finansal kurumlara erişim endeksi (FIAI) ve finansal kurumlar etkinlik endeksi (FIEI) cari açığı azaltıcı yönde etkili iken finansal kurumlar derinlik endeksinin (FIDI) cari açığı artırıcı etkiye sahip olduğu görülmektedir. Kısa dönemde ise %10 önem seviyesine göre cari açık üzerinde sadece finansal derinlik endeksinin (FIDI) istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Tablo değerlerine göre (FIDI)’nin kısa dönemde cari açığı artırıcı yönde etkide bulunduğunu söyleyebiliriz.

**Tablo 7:** Üçüncü ve Dördüncü Modelin Tahmin Sonuçları (PMG)

Dönem	Değişkenler	MANU (3. Model)		CA (4. Model)	
		Coefficient	P-Value	Coefficient	P-Value
U	FIAI	142822.1	0.000	-98575.42	0.000
	FIDI	-6215.974	0.898	326684.4	0.000
	FIEI	11965.88	0.517	-66439.35	0.013
	EX	0.2466027	0.000	-0.0541513	0.168
	EXC	-5.157228	0.443	3.290849	0.000
	IR	67.88092	0.020	-154.1146	0.333
K	ec	-0.1802714	0.049	-0.2789477	0.106
	FIAI D1.	30482.99	0.435	-64604.48	0.111
	FIDI D1.	-131346.3	0.030	104371.2	0.067
	FIEI D1.	15211.32	0.269	3677.919	0.834
	EX D1.	0.0059642	0.914	-0.759874	0.000
	EXC D1.	-17849.82	0.123	3426.072	0.252
	IR D1.	244.4073	0.013	-5.89148	0.962

Finansal gelişme endeksinin piyasa bileşenlerinin imalat sanayi ve cari açık üzerindeki etkisine ait sonuçlar ise Tablo 8’de raporlanmıştır. Sonuçlara baktığımızda finansal piyasalar bileşenlerini temsil eden hiçbir değişkenin uzun dönemde ne imalat sanayi üzerinde ne de cari açık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Kısa dönem sonuçlarına bakıldığında ise hata düzeltme modelinin her iki model için de çalıştığı görülmekte ve kısa dönemde %5 önem seviyesine göre finansal piyasalar bileşenlerini temsil eden değişkenlerden hiçbirinin cari açık üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Ancak tablo değerlerine baktığımızda kısa dönemde %10 anlamlılık seviyesinde; finansal piyasalarda derinleşme, cari açığı azaltıcı yönde etkiye sahiptir.

**Tablo 8:** Beşinci ve Altıncı Modelin Tahmin Sonuçları (MG)

Dönem	Değişkenler	MANU (5)		CA (6)	
		Coefficient	P-Value	Coefficient	P-Value
U	FMAI	-398690.8	0.264	558403.7	0.391
	FMEI	-301514.6	0.134	188199.9	0.298
	FMDI	823022.4	0.108	-217904.6	0.389
	EX	0.3761482	0.000	-0.7226813	0.096
	EXC	-6248.509	0.147	4594.038	0.370
	IR	-608.4808	0.586	6969.738	0.311
K	ec	-0.3997644	0.000	-0.5648597	0.002
	FMAI D1.	59899.19	0.376	29771.11	0.666
	FMEI D1.	58838.07	0.159	-29916.6	0.100
	FMDI D1.	-165049.8	0.116	84814.4	0.075
	EX D1.	-0.0566825	0.720	-0.7304274	0.107
	EXC D1.	-8193.545	0.113	-4361.847	0.112
	IR D1.	93.28575	0.676	242.716	0.300

Bu genel sonuçların yanı sıra aynı modellere panel veri setini oluşturan ülkeler üzerinden bakmak da mümkündür. Aşağıda sırasıyla sunulan 9-14 arasındaki tablolarda kesit etkileri raporlanmıştır. Sırasıyla sunulan bu altı tabloda parantez içindeki değerler olasılık değerini, dışındakiler ise katsayıları göstermektedir. İlk tabloya baktığımızda, veri setindeki en geniş finansallaşma ölçütü olan FDI göstergesinin imalat sanayi üzerinde, hiçbir ülkede istatistiksel olarak anlamlı bir etkide bulunmadığı görülmektedir.

**Tablo 9:** Bağımlı Değişken MANU (Birinci Model)

	EC	FDI D1.	EX D1.	EXC D1.	IR D1.
Türkiye	-0.1862168 (0.022)	-31569.47 (0.414)	0.4879102 (0.000)	-15718.06 (0.001)	31.72044 (0.844)
Pakistan	-0.1495925 (0.032)	-9131.407 (0.195)	-0.058983 (0.256)	-345.0208 (0.000)	317.0564 (0.007)
Brezilya	-0.1955691 (0.019)	-63590.19 (0.531)	0.2136958 (0.057)	-60900.85 (0.000)	1.770194 (0.062)
Endonezya	0.0421666 (0.054)	47828.59 (0.215)	-0.2879051 (0.209)	-10.59076 (0.000)	443.4194 (0.010)
G.Afrika	-0.1922203 (0.004)	12296.37 (0.391)	0.1636079 (0.077)	-2982.958 (0.000)	-99.76504 (0.509)
Tayland	-0.0075851 (0.024)	-3277.382 (0.840)	0.0900662 (0.660)	-1861.928 (0.000)	392.5979 (0.159)

En geniş finansallaşma ölçütü olan FDI göstergesinin kısa dönemde, tıpkı imalat sanayiinde olduğu gibi cari açık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir etkiye sahip olmadığı Tablo 10'da görülmektedir.

**Tablo 10:** Bağımlı Değişken CA (İkinci Model)

	EC	FDI D1.	EX D1.	EXC D1.	IR D1.
Türkiye	-0.3206295 (0.006)	-6157.121 (0.902)	-0.6109746 (0.000)	18090.64 (0.009)	-144.1502 (0.498)
Pakistan	-0.2483332 (0.089)	13982.99 (0.457)	-0.2607175 (0.032)	360.3937 (0.007)	-385.7215 (0.232)
Brezilya	0.0131291 (0.048)	-31827.01 (0.704)	-0.5201438 (0.000)	-865.2605 (0.913)	-0.7559154 (0.313)
Endonezya	-0.5595342 (0.000)	-9182.227 (0.802)	-0.705931 (0.007)	-3.817274 (0.009)	297.6263 (0.068)
G.Afrika	-0.1894917 (0.036)	9719.732 (0.689)	-0.6439434 (0.000)	236.0091 (0.654)	-105.5555 (0.680)
Tayland	-0.0152007 (0.064)	806.7841 (0.981)	-1.469708 (0.001)	-235.9213 (0.753)	143.5705 (0.801)

Finansallaşmaya, finansallaşmanın kurumsal bileşenleri üzerinden baktığımızda ise hem imalat sanayi hem de cari açık üzerinden FDI göstergesiyle tahmin edilen modellerde alınan sonuçlardan farklı sonuçların ortaya çıktığı görülmektedir. Tablo 11'de kısa dönemde imalat sanayi üzerinde finansallaşmanın kurumsal bileşenlerinin etkisi sunulmuştur. Kısa döneme ait bu sonuçlarda görülmektedir ki hata düzeltme modeli bütün ülkeler için çalışmaktadır ve %5 önem seviyesine göre istatistiksel olarak anlamlıdır. Katsayıların işaretlerine baktığımızda Türkiye'de finansal kurumlara erişim endeksi (FIAI) imalat sanayi üzerinde olumlu, finansal kurumlar derinlik endeksi (FIDI) ise olumsuz bir etkiye sahiptir. Her iki tahmin de istatistiksel olarak %1 önem seviyesine göre anlamlıdır. FIAI toplumun her kesiminin finansal kurumlara, erişiminin göstergesidir. Bu erişimin iyileştirilmesi hem üreticilerin likiditeye erişimini artırabilir hem de bireyleri potansiyel tüketiciler haline getirebilir. Bu da üretken kesimin ürettiği ürünlere talebi artırabilir. FIDI ise şirketlerin borçlanma olanakları ile yakından ilişkilidir. Finansal derinliğin yüksek oluşu, tüketicilerin yanı sıra şirketleri daha fazla borçlanma davranışına yönlendirebilir. Yüksek borçluluk oranları, üretken kesimi temsil eden imalat sanayinin üretimini baskılayabilir.

Türkiye dışındaki ülkelere baktığımızda finansal kurumlara erişim endeksi (FIAI) hiçbir ülkede istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara sahip değildir. Bu durum mevzubahis ülkelerin

imalat sanayilerinin finansal piyasalara erişimleriyle alakalı ilişkinin belirsiz olduğunu göstermektedir. Finansal kurumlar derinlik endekisi (FIDI) ise %5 önem seviyesine göre Pakistan ve Tayland'da olumsuz bir etkiye sahiptir. Finansal kurumlar etkinlik endeksi (FIEI) ise sadece Güney Afrika'da olumlu bir etkiye sahip olup %5 önem seviyesine göre istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç ortaya çıkmıştır. Sonuç olarak Türkiye'yi dışarda tuttuğumuzda, imalat sanayi üzerinde finansallaşmanın kurumsal bileşenlerinin genel yargılara varacak kadar yaygın sonuçlar ortaya çıkarmadığını söylemek yanlış olmayacaktır.

**Tablo 11:** Bağımlı Değişken MANU (Üçüncü Model)

	EC	FIAI D1.	FIDI D1.	FIEI D1.	EX D1.	EXC D1.	IR D1.
Türkiye	-0.5379 (0.000)	22346 (0.000)	-42572 (0.001)	-11638 (0.271)	0.1531 (0.210)	-31596 (0.000)	158.13 (0.256)
Pakistan	-0.1440 (0.008)	-22346 (0.605)	-90461 (0.047)	-5885.0 (0.218)	-0.0491 (0.385)	-361.08 (0.000)	287.64 (0.014)
Brezilya	-0.1661 (0.018)	-28715 (0.777)	-65510 (0.310)	77949 (0.182)	0.0837 (0.454)	-70093 (0.000)	1.5148 (0.086)
Endonezya	0.0996 (0.009)	9735.8 (0.877)	-94598 (0.432)	11479 (0.661)	-0.2329 (0.271)	-10.911 (0.000)	593.38 (0.009)
G.Afrika	-0.0193 (0.003)	1620.3 (0.908)	-11977 (0.305)	25649 (0.001)	0.0560 (0.521)	-3216.3 (0.000)	-9.0782 (0.948)
Tayland	-0.3137 (0.011)	-859.33 (0.982)	-99802 (0.000)	-6287.0 (0.734)	0.02503 (0.909)	-1820.6 (0.000)	434.83 (0.100)

Finansallaşmanın kurumsal bileşenlerinin cari açık üzerindeki etkisi Tablo 12'de raporlanmıştır. Tabloya göre finansal kurumlara erişim endeksi (FIAI) cari açık üzerinde hiçbir ülke için istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir. Finansal kurumlar derinlik endekisi (FIDI) ise sadece Endonezya'da %5 önem seviyesine göre cari açığı azaltıcı bir etkiye sahiptir. Son olarak finansal kurumlara erişim endeksi (FIEI) %5 önem seviyesine göre sadece Güney Afrika'da istatistiksel olarak anlamlı ve cari açığı azaltıcı bir etkiye sahiptir.

**Tablo 12:** Bağımlı Değişken CA (Dördüncü Model)

	EC	FIAI D1.	FIDI D1.	FIEI D1.	EX D1.	EXC D1.	IR D1.
Türkiye	-0.339505 (0.008)	-90577 (0.336)	28426 (0.195)	-2150.9 (0.909)	-0.6035 (0.000)	18086 (0.008)	-159.46 (0.469)
Pakistan	-0.0174 (0.053)	-21870 (0.051)	-11993 (0.918)	4847.0 (0.711)	-0.2674 (0.042)	299.14 (0.016)	-359.65 (0.249)
Brezilya	0.0099 (0.033)	-27349 (0.757)	9513.4 (0.868)	-76861 (0.142)	-0.4593 (0.000)	3119.7 (0.702)	-0.6962 (0.336)
Endonezya	-0.0999 (0.000)	52731 (0.215)	27247 (0.038)	44818 (0.077)	-0.6998 (0.016)	-4.5295 (0.003)	12.158 (0.956)
G.Afrika	-0.0473 (0.013)	16612 (0.518)	-14788 (0.487)	28086 (0.032)	-0.7450 (0.000)	395.74 (0.382)	-67.081 (0.776)
Tayland	-0.1793 (0.032)	-12034 (0.106)	86756 (0.137)	23327 (0.591)	-1.7841 (0.000)	-1339.8 (0.125)	539.385 (0.355)

Aşağıdaki sırasıyla sunulan Tablo 13 ve 14 finansallaşmaya, finansallaşmanın piyasa bileşenleri üzerinden bakmamıza imkân tanımaktadır. İmalat sanayi bağımlı değişken olmak üzere, Türkiye üzerinde herhangi bir piyasa bileşenin istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara sahip olmadığı görülmektedir. Finansal piyasalara erişim endeksi (FMAI) %5 önem seviyesine imalat sanayi üzerinde Brezilya ve Endonezya'da olumlu Tayland'da ise olumsuz bir etkiye sahiptir. Finansal piyasalar etkinlik endeksinin (FMEI) imalat sanayi üzerindeki etkisine baktığımızda, %5 önem seviyesine göre Pakistan'da olumsuz, Brezilya'da ise olumlu bir etkiye sahip olduğu istatistiksel olarak anlamlı görünmektedir. Finansal piyasalar derinlik endeksinin (FMDI) ise imalat sanayiye Pakistan, Brezilya ve Endonezya'da %5 önem seviyesine göre olumsuz etkilediği görülmektedir. Genel itibariyle baktığımızda finansallaşmanın piyasa bileşenleri veri setini oluşturan ülkelerin imalat sanayi üzerinde tek yönlü bir etki oluşturmamıştır. Bu sonuç finansallaşmanın piyasa bileşenlerinden her ülkenin, kendi özgün koşullara göre etkilendiğine işaret etmektedir.



**Tablo 13:** Bağımlı Değişken MANU (Beşinci Model)

	EC	FMAI D1	FMEI D1	FMDI D1	EX D1	EXC D1	IR D1
Türkiye	-0.4678 (0.033)	83620 (0.214)	33441 (0.238)	-12442 (0.125)	0.2296 (0.236)	-14203 (0.249)	296.71 (0.265)
Pakistan	-0.3811 (0.002)	-11377 (0.412)	17121 (0.001)	-43983 (0.003)	0.0500 (0.403)	-362.10 (0.000)	-259.23 (0.176)
Brezilya	-0.3120 (0.036)	31719 (0.002)	26175 (0.000)	-66229 (0.000)	-0.1650 (0.234)	-31608 (0.015)	0.6571 (0.495)
Endonezya	-0.1814 (0.046)	17053 (0.022)	53006 (0.067)	-19527 (0.048)	-0.7473 (0.163)	-10.627 (0.000)	1008.7 (0.001)
G.Afrika	-0.5791 (0.056)	-1109.1 (0.943)	3707.3 (0.865)	6674.3 (0.895)	-0.0603 (0.739)	-2297.2 (0.001)	113.72 (0.642)
Tayland	-0.4769 (0.035)	-97074 (0.049)	-16006 (0.131)	29010 (0.321)	0.3530 (0.269)	-680.12 (0.381)	-600.89 (0.224)

Son olarak finansallaşmanın piyasa bileşenlerinin cari açık üzerindeki etkisine Tablo 14 üzerinden bakmamız mümkündür. Bu tabloda görülmektedir ki Türkiye bütün piyasa bileşenlerinde diğer ülkelerden ayrılmaktadır. Türkiye'nin cari açığı üzerinde %5 önem seviyesine göre finansal piyasalara erişim endeksi (FMAI) ve finansal piyasalar etkinlik endeksi (FMEI) artırıcı bir etkiye sahip iken finansal piyasaların derinleşmesini temsil eden FMDI'nin cari açığı azaltıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Diğer bütün ülkelerde finansallaşmanın piyasa bileşenlerinin hiçbirinin istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara sahip olmadığı görülmektedir. Bu da Türkiye'nin finansal piyasalardaki gelişmelere karşı diğer ülkelerle karşılaştırıldığında daha hassas olduğunu ve bundan daha fazla etkilendiğini göstermektedir.

**Tablo 14:** Bağımlı Değişken CA (Altıncı Model)

	EC	FMAI D1	FMEI D1	FMDI D1	EX D1	EXC D1	IR D1
Türkiye	-0.6257 (0.000)	-13986 (0.037)	-97625 (0.001)	27892 (0.001)	-0.5805 (0.000)	-8775.2 (0.485)	-159.25 (0.525)
Pakistan	-0.2637 (0.000)	34200 (0.107)	13.531 (0.999)	6266.9 (0.800)	0.2059 (0.032)	-407.97 (0.001)	-156.41 (0.522)
Brezilya	-0.4409 (0.070)	-96534 (0.350)	-69940 (0.242)	15406 (0.366)	-0.2409 (0.154)	-16221 (0.257)	-1.0063 (0.303)
Endonezya	-0.8084 (0.000)	23547 (0.740)	-22676 (0.448)	39849 (0.684)	-0.4025 (0.425)	-6.1411 (0.004)	540.06 (0.083)
G.Afrika	-0.3131 (0.047)	10845 (0.574)	17402 (0.539)	-46986 (0.452)	-0.4398 (0.226)	-142.46 (0.865)	-52.896 (0.907)
Tayland	0.0628 (0.032)	38628 (0.682)	-6672.4 (0.741)	76761 (0.193)	-2.9245 (0.000)	-617.37 (0.495)	1285.7 (0.178)

## 6. Sonuç

Bu çalışmada finansallaşma olgusunun IMF'in hesapladığı endeksler üzerinden reel ekonomiyi temsil eden en önemli göstergelerden imalat sanayi ile cari açık üzerindeki etkisi incelenmiştir. Altı gelişmekte olan ülke verileri kullanılarak kısa ve uzun dönem için tahmin edilen modeller sonucunda finansallaşmanın, seçilen reel göstergeler üzerindeki etkisinin karmaşık olduğu gözlemlenmiştir.

Öncelikle hem uzun dönem için oluşturulan modellerde hem de kısa dönem kesit etkilerini ortaya çıkarmak için oluşturulan modellerde, en geniş finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan FDI'nin imalat sanayi ve cari açık üzerinde herhangi bir anlamlı etkisinin olmaması oldukça önemlidir. Bu sonuç kümülatif olarak değerlendirildiğinde, ilgili ülkelerin imalat sanayilerinin ve cari açıklarının hem finansal kurumların gelişmesinden hem de finansal piyasaların gelişmesinden belirgin bir şekilde etkilenmediğini göstermektedir. İlgili ülkeler içinde, Türkiye'nin diğer ülkelerle karşılaştırıldığında daha kronik hale gelen bir cari açık probleminin olduğu bilinmektedir. Buna rağmen kısa dönem kesit etkilerine bakıldığında istatistiksel olarak anlamlı sonuçların alınmaması imalat sanayi ve cari açık üzerinde finansallaşma dışındaki kapasite artırıcı ulusal ya da doğrudan yabancı yatırımlar, nitelikli işgücü, AR-GE harcamaları gibi başka parametrelerin etkili olduğuna işaret etmektedir.

Finansal kurumlar, finansallaşmanın en önemli ayağıdır. Finansal gelişmişlik endeksinin kurumsal bileşenleri, finansallaşmanın kurumsal boyutunun imalat sanayi ve cari açık üzerindeki etkisini incelemek için kullanılmıştır. Sonuçlar, uzun dönemde cari açık üzerinde finansal kurumların belirgin bir etkisini ortaya koyarken imalat sanayi için benzer bir şeyi söylemenin mümkün olmadığını göstermiştir. Ayrıca kurumsal anlamda finansal derinleşmenin net bir şekilde uzun dönemde cari açığı artırıcı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Diğer yandan, imalat sanayi bağlamında finansallaşmanın kurumsal bileşenlerinin uzun dönemde anlamlı sonuçlara sahip olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda, söz konusu ülkelerin uzun dönemde imalat sanayilerindeki üretim faaliyetlerinin finansal kurumlara erişimden, finansal kurumların etkin çalışıp çalışmadığından ve kurumsal anlamda finansallaşmanın derinleşmesinden bağımsız olarak toplam talep, işgücü, yatırım gibi başka dinamiklerden etkilendiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Bu yorum, kesitlere ait tahminleri gözlemlediğimiz kısa dönem için Türkiye hariç aynen geçerlidir. Türkiye'nin imalat sanayi kısa dönemde açık bir şekilde finansallaşmanın kurumsal bileşenlerinden etkilenmektedir. Türkiye'nin imalat sanayisindeki üretim faaliyetleri kısa dönemde finansal kurumlara erişimden olumlu etkilenmektedir. Dolayısıyla, Türkiye imalat sanayiindeki üretken faaliyet-

lerin, finans sektörüyle kurduğu ilişkinin daha çok kısa dönem için önemli olan işçi ücretleri, hammadde giderleri ve operasyonel maliyetler gibi genel giderler dolayımında gerçekleştiğini düşündürmektedir. Öte yandan Türkiye'nin imalat sanayiindeki üretim faaliyetleri, kurumsal anlamda finansal derinleşmeden açık bir şekilde olumsuz etkilenmektedir. Bu sonuç da daha önce çalışmanın belirli yerlerinde işaret edildiği gibi üretken faaliyetler sonucunda elde edilen gelirler yerine finansal faaliyetlerden elde edilen gelirin kısa dönemde tercih edilmiş olabileceği şeklinde yorumlanabilir. Bu varsayımın doğru olması durumunda kısa dönemde, kurumsal anlamda finansal derinleşmenin Türkiye'nin imalat sanayiindeki üretim faaliyetlerini saptırıcı etkiye sahip olduğunu söyleyebiliriz.

Çalışmanın bir diğer odağı olan finansal piyasalar, bu çalışmada finansal gelişmenin bir diğer bileşeni olarak ele alınmıştır. Buradan elde edilen sonuçlar, uzun dönemde finansal piyasalardaki gelişmelerin, cari açık ve imalat sanayi üzerinde herhangi anlamlı bir etkiye sahip olmadığını ortaya koymuştur. Böylece söz konusu ülkeler bir bütün olarak ele alındığında finansal piyasalardaki gelişmeler cari açık ve imalat sanayi bağlamında reel ekonomi üzerinde etkili olmamıştır. Reel ekonomi ile spekülasyon bir doğaya sahip finansal piyasalar arasındaki ilişki zayıftır. Dolayısıyla söz konusu ülkeler için cari açığın ve imalat sanayinin, kısa vadeli ve spekülasyon kazançlara dayalı bir yapıdan ziyade teknolojik gelişmişlik, beşerî sermaye, doğrudan yatırım gibi faktörlere bağlı olarak şekillendiği beklenebilir.

Kısa dönemde kesit etkilerine yönelik tahminlere bakıldığında Pakistan, Brezilya ve Endonezya imalat sanayileri finansal piyasaların derinliğinden, Tayland imalat sanayisi ise finansal piyasalara erişimden olumsuz etkilenmektedir. Brezilya ve Endonezya imalat sanayileri ise finansal piyasalara erişimden, Pakistan ve Brezilya imalat sanayileri finansal piyasaların etkinliğinden olumlu etkilenmektedir. Cari açık bağlamında finansallaşmanın piyasa bileşenlerine bakıldığında ise Türkiye'nin burada da diğer ülkelerden ayrılan bir pozisyonda olduğu görülmektedir. Türkiye dışındaki ülkelerin cari açığı, finansallaşmanın piyasa bileşenlerinden belirgin şekilde etkilenmemektedir. Türkiye'de ise finansal piyasalara erişim ve finansal piyasalarda etkinliğin sağlanması cari açığın kapanmasına yardımcı olmaktadır. Fakat finansal piyasaların derinleşmesi, Türkiye'nin cari açığının daha da büyümesine neden olduğu gözlenmektedir. Finansal piyasaların derinleşmesi, borçlanma araçlarının yaygın olarak kullanılması ve fonlara erişimin kolaylaşması olarak değerlendirildiğinde Türkiye bağlamında böyle bir sonucun elde edilmesi, gelecekte yapılmak üzere ertelenen özellikle tüketim harcamalarının uzun vadelere yayılarak bugüne çekilmiş olabileceğini işaret etmektedir. Bu durumda döviz cinsinden yapılacak harcamaların artması ve cari açığın artışı beklenebilir.

Sonuç olarak, çalışmaya konu olan ülkelerin imalat sanayileri ve cari açıkları ile finansallaşma göstergeleri arasında anlamlı ilişkilere rastlanmazken Türkiye'nin her iki bağımlı değişken için ayrıştığı ortaya çıkmıştır. Gelişmiş ülkeler üzerine yapılan ve literatür kısmında aktarılan çalışmalarda finansal sektörün üretken faaliyetleri caydırdığı, yatırımları baskıladığı ve cari açığı artırdığına yönelik ortaya konulan sonuçlar ile seçili gelişmekte olan ülkelerin konu edildiği bu çalışmada elde edilen sonuçlar tam olarak örtüşmemektedir. Türkiye özelinde ise elde edilen sonuçlar, cari açığın ve imalat sanayinin, yapısal olarak spekülatif ve kısa vadeli kazançlara dayalı olarak işleyen finansal piyasalardaki gelişmelere karşı daha savunmasız ve kırılgan bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Bu sonuç Türkiye üzerine daha önce yapılmış çalışmalardan elde edilen sonuçlarla büyük ölçüde örtüşmektedir. Türkiye dışındaki ülkelerin ise hem imalat sanayilerindeki hem de cari açıklarındaki gelişmelerin finansal piyasaların gelişmişliğinden ziyade işgücünün niteliği, toplam talep, uluslararası doğrudan yabancı yatırım vs. gibi başka saiklerden daha güçlü bir şekilde etkilendiğini düşündürmektedir.

## Kaynakça

- Aalbers, M. (2012). *Subprime Cities : The Political Economy of Mortgage Markets*. Sussex: Wiley-Blackwell
- Ağazade, S. (2014). Tüketici Kredilerine Yönelik Sınırlama Türkiye'nin Cari Açık Sorununa Çözüm Olur mu? Doğrusal Dışı Bir Koentegrasyon Analizi. *Bankacılar Dergisi*, 46-55.
- Aizenman, J., Pinto, B., & Sushko, V. (2013). Financial sector ups and downs and the real sector in the open economy: Up by the stairs, down by the parachute. *Emerging Markets Review*, 1-30.
- Arighi, G. (2016). *Uzun Yirminci Yüzyıl*. (R. Boztemur, Çev.) İmge Kitapevi Yayınları.
- Baltagi, B., Feng, Q., & Kao, C. (2012). A Lagrange Multiplier test for cross-sectional dependence in a fixed effects panel data model. *Journal of Econometrics*, 164-177.
- Beyaert, A., & Camacho, M. (2008). TAR panel unit root tests and real convergence. *Review of Development Economics*, 668-681.
- Cecchetti, S., & Kharroubi, E. (2012). *Reassessing the impact of finance on growth*.
- Cecchetti, S., & Kharroubi, E. (2015). *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?*
- Davis, L. (2014). The financialization of the nonfinancial corporation in the post-1970 US economy.
- Epstein, G. (2015). *Financialization: There's Something Happening Here*. Massachusetts: Financialization: There's Something Happening Here.
- Financial Development Index Database. (2021). *Financial Development Index Database*. International Monetary Fund: <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B&slid=1480712464593> adresinden alındı
- Fischer, A. (2021). The rising financialization of the U.S. economy harms workers and their families, threatening a strong recovery. *Washington Center For Equitable Growth*.
- Gilchrist, S., & Himmelberg, C. (1995). Evidence on the role of cash flow for investment. *Journal of Monetary Economics*, 541-572.
- Göçer, İ., Mercan, M., & Peker, O. (2013). Kredi Hacmi Artışının Cari Açığa Etkisi: Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 1-17.
- Hausman, J. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1251-1271.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press.
- King, R., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 717-737.
- Krippner, G. (2005). The Financialization of The American Economy. *Socio-Economic Review*, 173-208.

- Lane, P., & McQuade, P. (2014). Domestic Credit Growth and International Capital Flows. *The Scandinavian Journal of Economics*, 218-252. doi: <https://doi.org/10.1111/sjoe.12038>
- Lane, P., & Milesi-Ferretti, G. (2011). The Cross-Country Incidence of the Global Crisis. *IMF Economic Review*, 77-110.
- Lapavistas, C. (2009). Financialisation embroils developing countries. *Papeles de Europa*, 108-139.
- Lin K.-H., & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and US income inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, 1284-1329.
- Mishkin, F. (2007). Is financial globalization beneficial? *Journal of Money, Credit and Banking*, 259-294.
- Orhangazi, Ö. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge journal of economics*, 863-886.
- Orhangazi, Ö. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge journal of economics*, 863-886.
- Orhangazi, Ö. (2008). *Financialization and the US Economy*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Limited.
- Palley, T. (2013). *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. London: Palgrave Macmillan UK.
- Pesaran, M. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 265-312.
- Pesaran, M., & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*, 50-93.
- Pesaran, M., Shin, Y., & Smith, R. (1999). Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American statistical Association*, 621-634.
- Philippon, T. (2008, Kasım 6). *The future of the financial industry*. Stern on Finance: <http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/crisis/> adresinden alındı
- Sawyer, M. (2013). What is Financialization? *International Journal of Political Economy*, 5-18.
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge journal of economics*, 719-741.
- Telatar, E. (2011). Türkiye’de Cari Açık Belirleyicileri ve Cari Açık-Krediler İlişkisi. *Bankacılar Dergisi*, 22-34.
- Uygur, E. (2004). Cari Açık Tartışmaları. *İktisat İşletme ve Finans*, 5-20.