



# THE EFFECT OF FINANCIAL REGULATIONS ON FINANCIAL CRISES

**Nurdan ASLAN\*** **Azad OSMANLI\*\***

\*Prof. Dr., Marmara Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat Anabilim Dalı, nuraslan@marmara.edu.tr ORCID: 0000-0002-6080-3513

\*\*Dr., azadosmanli@gmail.com, ORCID: 0000-0002-5528-910X

Received Date: 14.04.2023 Revised Date: 06.06.2023 Accepted Date:02.07.2023

Copyright © 2023 Nurdan ASLAN, Azad OSMANLI. This is an open access article distributed under the Eurasian Academy of Sciences License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

## ABSTRACT

The Turkish economy has been exposed to crises in various periods since the Republican period. Although the reasons for the emergence of crises show differences over time, it is observed that the reasons used to explain the occurrence of crises arise from problems that have emerged over time but cannot be solved. Various regulation applications have been made in order to eliminate the effect of financial crises. The main goal in regulation practices is to increase social welfare. For this purpose, discretionary regulation practices and financial liberalization have been preferred in order to regulate the financial sector and thus to prevent financial crises. In addition to the fact that the regulation has an important role in getting out of the crises, it also has the risks of increasing the cost of implementation and not achieving its purpose. This study aims to draw attention to the effects of financial liberalizations and financial regulations on financial crises and to reveal this effect through studies in the literature. As a result of the study, it has been concluded that the regulations play a very effective role in getting out of the crises when they are applied effectively and according to the conditions of the countries, however, there is an increase in the cost of implementation and the risk of not reaching the goal. In the literature, it has been determined that there is uncertainty about measuring the benefit from regulation. It has been understood that the reason for this is the difficulties in measuring the benefit of regulation. In order to solve this problem, instead of measuring the benefit of regulation, it has been focused on minimizing its cost. It has been concluded that more field studies are needed on the effects of financial regulations on financial crises.

**Keywords:** Financial crisis, Financial regulation, Financial liberalization, Turkish economy, Regulatory bodies

## FINANSAL REGÜLASYONLARIN FINANSAL KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

### ÖZET

Türkiye ekonomisi, Cumhuriyet döneminden itibaren çeşitli dönemlerde krizlere maruz kalmıştır. Krizlerin ortaya çıkış nedenleri zaman içinde farklılıklar gösterse de krizlerin oluşumunu açıklamada kullanılan nedenlerin zaman içerisinde ortaya çıkmış ancak çözümü gerçekleştirilemeyen sorunlardan kaynaklandığı gözlenmektedir. Finansal krizlerin etkisini gidermek amacıyla çeşitli regülasyon uygulamaları yapılmıştır. Regülasyon uygulamalarında asıl varılmak istenen hedef ise toplumsal refahı artırmaktır. Bu amaca yönelik olarak finansal sektörün düzenlenmesi ve bu şekilde finansal krizlerin önlenmesine yönelik olarak ihtiyari regülasyon uygulamaları ve finansal liberalizasyon tercih edilmiştir. Regülasyonun krizlerden çıkmak için önemli bir rolü olmasının yanında uygulama maliyetinin artması ve amacına ulaşamama risklerini de barındırmaktadır. Bu çalışmanın amacı yaşanan finansal liberalizasyonların ve finansal regülasyonların finansal krizler üzerindeki etkilerine dikkat çekmek ve alanyazındaki çalışmalar üzerinden bu etkiyi ortaya koymaktır. Çalışma sonucunda regülasyonların ülkelerin içinde bulunduğu koşullara göre ve etkin olarak uygulandığında krizlerden çıkmak için oldukça etkin rol oynadığı, bununla birlikte uygulama maliyetinin artması ve amacına ulaşamama riski de bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Literatürde, regülasyondan



sağlanan faydanın ölçülmesi konusunda belirsizlik olduğu saptanmıştır. Bunun nedeninin regülasyonun faydasını ölçmedeki güçlükler olduğu anlaşılmıştır. Bu sorunu gidermek amacıyla regülasyonun faydasını ölçmek yerine maliyetini minimuma indirmek üzerine yoğunlaşmıştır. Finansal regülasyonların finansal krizler üzerindeki etkilerine ilişkin daha fazla sayıda alan araştırması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

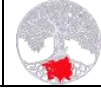
**Anahtar Kelimeler:** Finansal kriz, Finansal regülasyon, Finansal liberalizasyon, Türkiye ekonomisi, Düzenleyici kurumlar

## 1. GİRİŞ

Yirminci yüzyılda yaşanan küreselleşme sürecinin pek çok ekonomik yararı gözlemlenmiştir. Bununla birlikte küreselleşme, “kriz” olarak adlandırılan kaynakların etkin dağılımı ve riskin paylaşımı açılarından pek çok olumsuzluğu da beraberinde getirmiştir. 1929’da ABD’de başlayan ve tüm dünyayı etkileyen büyük buhran gibi yerli ve yabancı kaynaklı pek çok kriz yaşanmıştır. Ülkelerin büyümesini, kalkınmasını ve halkın refahını olumsuz etkileyen bu krizler ekonomik, sosyal ve psikolojik geniş kapsamlı sorunların yaşanmasına neden olmuştur. Krizleri tetikleyen faktörlerin bazıları kesin olarak sıralanabilse de bazı nedenleri tanımlamak oldukça güçtür. Bu güçlükten dolayı krizin nedenleriyle ilgili birçok teori geliştirilmiş ve geliştirilmektedir. Finansal krizler, bazen temel makroekonomik dengesizliklerden meydana gelirken bazen de irrasyonel nedenlerden dolayı ortaya çıkmaktadır. Krizler, finansal değişkenler ve makroekonomik dinamikler çerçevesinde birçok çalışmada incelenmiştir. Ampirik çalışmalar finansal krizleri başlangıçtaki küçük çaplı aksaklıklardan büyük ölçekli küresel krizlere kadar bütün aşamalarını incelemiştir. Bu özelliklerinden dolayı finansal krizler çok boyutludur ve tek bir göstergeye dayanarak tahminde bulunmak zordur (Mishkin, 1996).

Finansal krizler dahil finansal piyasalardaki oynaklıklar ekonominin sarsılmasına ve risklere açık hale gelmesine neden olabilmektedir (Gaa vd., 2001). Finansal piyasaların ekonomi üzerinde bu kadar kapsamlı ve derin etkileri olması nedeniyle kamu otoritesi tarafından finansal istikrarının sağlanması ve finansal sorunlarla mücadele etmek için finansal regülasyonlar uygulanmaktadır. Düzenleyici otoritenin maksimum toplumsal fayda elde edebilecek şekilde finansal ajanların kararları ve davranışları için geliştirdiği kurallar ve kısıtlamalar finansal regülasyon olarak tanımlanmaktadır. Finansal regülasyonun hedefi finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurumların bütünlüğü, güvenliği ve şeffaflığıdır. Finansal regülasyonlar bu hedefe ulaşmak için bu kurumların davranışlarını izler, disipline ve koordine eder (OECD, 2010). Finansal regülasyonların temel amacı etik olmayan uygulamaların engellenmesi ve etkin rekabetin sağlanmasıdır. Böylece finansal sistemin güvenliği ve istikrarı sağlanır, para kontrolü sağlanır, piyasa başarısızlıkların önüne geçilmiş olur ve finansal piyasaların büyümesi ve gelişmesi teşvik edilmiş olur. Finansal piyasalardaki potansiyel sistematik riskleri önlemek, bu risklerin yol açabileceği aksaklıkların önüne geçmek ve diğer piyasalara yayılmasını önlemek için finansal regülasyonlar kullanılmaktadır. Böylece yaşanması muhtemel sorunları en aza düşürmek ve piyasaları en kısa sürede tekrar işler hale getirmek hedeflenmektedirler (Herring, ve Santomero, 2000; Schwarcz, 2008). Bu amaçlara ulaşabilmek için; finansal piyasalara giriş ve faaliyet sınırlamaları, faiz oranı sınırlamaları, kredilerin zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi, finansal piyasalarda sermaye yeterlilik oranlarının belirlenmesi, sermaye yeterliliği, likidite zorunluluğu ve mevduat sigortası gibi araçlar kullanılmaktadır.

Finansal regülasyonlarla ve finansal krizlerle ilgili bir diğer kavram finansal liberalleşmedir. Finansal liberalleşme olgusu ise ilk olarak, 1973 yılında Ronald McKinnon ve Edward Shaw’ın çalışmalarında gündeme gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde “finansal



baskı” olarak adlandırılan durumun yaygınlaşmaya başladığını tespit etmişlerdir. Bu tarihten günümüze kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde, geniş çaplı finansal liberalleşme çalışmaları yaşanmıştır. Finansal liberalleşmenin yaygın olmasındaki etkenlerin başında finansal liberalleşmeyle birlikte finansal derinleşmenin sağlanacağı ve daha verimli yatırımların önünün açılacağı görüşünün hâkim olmasıdır. Finansal liberalleşmenin olumlu getirilerinin yanında finansal krizlere yol açıyor olması önemli bir tartışma konusudur. Finansal liberalleşmenin kriz yaratmasındaki temel unsurlar; kredi kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının deregülasyonu, finans piyasalarına giriş serbestisi, banka özerkliği, bankaların özel mülkiyeti ve uluslararası sermaye akışlarının serbestleştirilmesi olarak sayılabilir (Williamson ve Mahar, 1998). Ayrıca bu süreçte ülkelerin serbestleşen finansal piyasalarının yarattığı krizlerin bulaşması gibi bir durum ortaya çıkmıştır. Finansal piyasalardaki serbestleşme, ülkelerden birinde meydana gelen istikrarsızlığın diğer ülkelere de sirayet etmesine yol açmıştır.

Bu çalışmanın amacı yaşanan finansal liberalizasyonların ve finansal regülasyonların finansal krizler üzerindeki etkilerine dikkat çekmek ve alanyazındaki çalışmalar üzerinden bu etkiyi ortaya koymaktır. Finansal krizler, özellikle 1980 sonraki dönemde dünyada olduğu gibi Türkiye’de de önemli bir hale gelmiştir. 1980 sonra yaşanan finansal liberalleşme hareketlerinin ülke ekonomileri üzerinde birçok etkisi olmuştur. Yaşanan finansal liberalleşmelere ve beraberinde finansal regülasyonlara paralel olarak finansal krizlerin görülme sıklığındaki artış da önemlidir. Bu çerçevede bu çalışmada finansal liberalizasyonların ve finansal regülasyonların Türkiye’deki finansal krizler üzerindeki etkilerin ortaya çıkartılması hedeflenmiştir.

## 2. KURAMSAL VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

### Finansal Kriz Kavramına Genel Bakış

İktisat literatüründe “kriz” kavramı genellikle, kısa vadeli dalgalanmaları ifade eden iş çevrimleri üzerinden ve uzun vadeli dalgalanmaları ifade eden büyüme çevrimleri üzerinden tanımlanmaktadır. Kriz; beklenmeyen gelişmelerin ekonomik, sosyal ya da psikolojik yönden normal olarak ele alınması, ilişkilerdeki sarsılmaların çözüme kavuşturulmasının yetersiz olması durumlarında karşılaşılmakta olan sonuçlar olarak ifade edilmektedir. Ekonomilerde yaşanan her olumsuzluk kriz olarak tanımlanamaz. Bir ekonomik olumsuzluğun kriz kabul edilebilmesi için beklenmedik bir anda ortaya çıkması, tahmin edilememesi, olumsuzluk yaratırken fırsat da yaratıyor olması gerekmektedir. “Kriz” olarak adlandırılan durumun uzun bir süreye yayılıyor olmasından dolayı ekonomilerde yaşanan bu olgu “buhran/depresssion” kelimesiyle de karşılanmaktadır. Kriz ise bu süreçte meydana gelen ani dönüşüm noktalarını, ekonomik ve politik istikrarsızlığa yol açan tehlikeli bir durumu ifade eden dönemleri içerir. Bu dönemler iktisat literatüründe “kısa ve uzun dönemli dalgalılar” olarak adlandırılmıştır (Claessens ve Köse, 2013).

Finansal krizler, döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmalarıdır veya bankacılık sistemindeki batık kabul edilen kredilerin çok sayıda olmasının ciddi ekonomik sorunlar oluşturmasıdır. Etkiledikleri sektörler açısından ekonomik krizler; reel sektör krizleri ve finansal sektör krizleri şeklinde ikiye ayrılabilir. Reel krizler, istihdam ve üretimde daralmalar olarak ortaya çıkmaktadırlar. Finansal krizler ise “ekonominin reel kesimi üzerinde tahrip edici etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasa çöküşleridir” (Mishkin, 1996). Asimetrik bilgi teorisine göre de finansal kriz, ahlaken tehlikeli olan sorunların ve ters seçimlerin büyük boyutlara varmasıyla, finansal piyasaların ekonomik birimlere kanalize edilmesi ile ilgili



etkinliğin yok olması sebebiyle finansal piyasalardaki doğrusal olmayan bozulmalardır. Aynı zamanda finansal krizler, bu piyasalardaki etkinliğin azalmasına ve ekonomideki faaliyet hacminin daralmasına yol açmaktadır.

Finansal krizler, zaman içinde değişen özellikler göstermektedir. Her defasında, bir öncekinden farklı bir mekanizma devreye girerek, ekonomide yıkıcı etkiler meydana getirmektedir. Finansal krizlerin bu farklılıklarının yanında, bazı temel özelliklerinin de var olduğu görülmektedir. Literatürde, 1825 (İngiltere krizi) ve sonrasında gerçekleşen krizler incelenerek bazı temel özellikler, saptanmaya çalışılmıştır. Tespit edilen bu özellikler şu şekilde sıralanabilir (Mishkin, 1996): Krizlerin ne zaman ortaya çıkacağı bellideğildir ve önceden öngörülemeyenler, krizler aniden ortaya çıkarlar, krizler kısa süreli olabilecekleri gibi uzun süreli de olabilirler, krizler başka ülkelerde de krize yol açabilirler, yani bulaşıcıdır, krizler tehdit olabileceği gibi pek çok fırsatları da içerirler. Bunlar finansal krizlerin temel özellikleridir. Bir de finansal krizlerin yapısal özellikleri bulunmaktadır. Finansal krizler her ne kadar gerçekleştikleri yerin ekonomik koşullarına, kültürlerine ve sosyopolitik yapısına göre farklılaşsalar da finansal krizler yapısal olarak ortak özellikler taşımaktadırlar. Bunları şu şekilde sırlamak mümkündür (Krugman, 1999): Makro ekonomik başarısızlıklar, kırılgan iktisadi piyasalar, uluslararası piyasalardaki finansal sistem oluşumları, döviz kuru ve faiz oranlarında meydana gelen değişimler ve politika aksaklıkları.

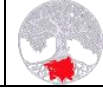
Finansal krizlerin ortak yönleri olmasına karşılık, birçok farklı yönleri de vardır. Finansal krizler, genellikle bu nedenlerin biri veya birkaçıyla ilişkilidir. Bu nedenler, kredi ve varlık fiyatlarındaki büyük değişiklikler, finansal aracılıkta yaşanan sorunlar, iktisadi ajanların dış kaynak sorunları, büyük ölçekli bilanço sorunları ve yanlış yönlendirilmiş büyük ölçekli devlet destekleri olarak sıralanabilir. Finansal krizlerin nedenlerini faiz oranlarındaki artışlar, belirsizlikteki artışlar, finansal sektör bilançolarındaki bozulmalar ve finansal olmayan şirket bilançolarında bozulmalar şeklinde sıralanmıştır (Mishkin, 1996).

### **Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teoriler**

Ekonomik ve finansal krizler tarih boyunca hemen her ülkede yaşanmış ve yaşanmaya da devam etmektedir. Krizlerin yaşanması her ne kadar iktisadi faaliyetlerin yürütülme biçimleriyle ilgili olsa da kültürel, ideolojik, toplumsal ve politik nedenler de krizlerde etkilidirler. Krizlerinin bu kadar çok ve karmaşık nedenlere bağlı olması krizleri açıklamak için pek çok teorik yaklaşımın doğmasına neden olmuştur. Her ne kadar krizleri açıklamak için çok sayıda teori bulunsa da bu teorileri iki ana grupta toplamak mümkündür. Bu iki ana grup kapitalist sistem taraftarlığı ve karşıtlığı çerçevesinde oluşmuştur. Birinci görüşü savunan teoriler kapitalist sistemin kendi içinde iyi çalışan tutarlı bir sistem olduğunu, krizlerin ise dış etkilerden kaynaklanan geçici bir süreç olduğunu kabul ederler. İkinci görüşü savunan teoriler ise kapitalist sistemin kendi içinde sorunlu bir sistem olduğunu ve krizlerin de bu sistemin kendi sorunlu işleyişinden kaynaklandığını ileri sürer. Ekonomik ve finansal krizleri açıklamaya çalışan belli başlı teoriler; Klasik ve Neo Klasik Teori, Keynesyen Teori, Monetarist (Parasalıcı) Teori, Borç ve Finansal Kırılganlık Teorisi, Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen Teorileridir.

### **Klasik ve Neo Klasik Teori**

18. yy sonunda Adam Smith klasik yaklaşımın kurucusu olarak piyasa mekanizmasının hiçbir müdahaleye gerek kalmadan düzgün çalışan bir sistem olduğunu ileri sürmüştür. Bu görüşün savunucularından olan David Ricardo temel ilkesi “her arz kendi talebi yaratır”



olan Say Yasasını gerekçe göstererek 1816'da yaşanan krizi bir rastlantı olarak değerlendirmiştir (Ricardo, 1821). Klasik yaklaşımın revize edilmiş ve geliştirilmiş versiyonu olan Neo Klasik yaklaşım klasik yaklaşımın görüşünü devam ettirmiş ve getirdiği marjinal fayda konusundaki yeniliklerle 1929 yılındaki Büyük Buhrana kadar önemli işlevler görmüştür. Bu yaklaşım bir malın değerinin sadece emekle belirlenemeyeceğini, bir malın değerini belirlerken o malın kullanımından elde edilecek faydanın hesaba katılması gerektiğini ileri sürer. Bu öngörüsüyle teori üretici ve tüketicinin davranışlarına odaklanarak makro iktisadi anlayıştan ayrı düşmüş olsa da krizlerin açıklaması konusundaki yaklaşımı klasik teoriyle benzerdir. Neo Klasikler detam rekabet ve tam istihdamın sağlandığı piyasalarda ortaya çıkacak sorunların kendiliğinden çözümleneceğine ve bu piyasalarda krizlerin ortaya çıkmayacağına inanmaktadırlar. Neo Klasikler ayrıca tam rekabet ve tam istihdamın sağlandığı piyasalarda dengesizlikler görünüyorsa bunların dış tesirlerle ortaya çıkmış olan rastlantısal ve sistem açısından anormal bir durum olarak değerlendirirler.

### **Keynesyen Teori**

1929'da ortaya çıkan ve tüm dünya ekonomileri üzerinde etkileri hissedilen Büyük Buhran, krizleri açıklayan teoriler açısından da bir değişim yaratmıştır. Büyük Buhran Klasik ve Neo Klasik teorilerin ileri sürdükleri görüşleri çürütmüştür. Bu ortamda krizleri açıklayacak yeni teorilerin varlığı bir ihtiyaç olarak ortaya çıkmıştır. Bu ihtiyacı karşılamak için John Maynard Keynes kendi teorisini geliştirmiş ve krizleri açıklamaya çalışmıştır. Keynes'in teorisi 1929'da yaşanan büyük krizi toplam talebin yetersizliği ile açıklamaktadır. Üretken bir sermayede piyasa koşullarına bağlı olarak meydana gelen değişimler sermayenin marjinal etkinliği olarak tanımlanmaktadır (Keynes, 1936). Keynes kriz ile ilgili açıklamalarında sermayenin marjinal etkinliği kavramına önemli bir rol tanımlamıştır. Ona göre Büyük Buhran faiz oranlarının ani yükselişi ile açıklanamaz. Büyük Buhranda olan sermayenin marjinal etkinliğinde yaşanan hızlı bir düşüştür.

### **Monetarist Teori**

Monetarist (parasalcı) teori önderliğini Milton Friedman'nın yaptığı bir ekolü temsil etmektedir. 1970'li yıllarda petrol krizlerinin ve stagflasyonun yaşanması Keynes'in teorisinin krizleri açıklamakta yetersiz kaldığını göstermiştir. Bu yeni koşullarda krizlerin açıklanması için Monetarist Teori geliştirilmiştir. Bu teori krizleri açıklarken para konusuna odaklanmış ve krizleri paranın ekonomide oynadığı roller üzerinden ve buna bağlı olarak banka panikleriyle açıklamaya çalışmıştır. Monetarist Teoriye göre krizler gerçek krizler ve sahte krizler olmak üzere ikiye ayrılabilirler. Gerçek krizler bir bankacılık paniği olarak ortaya çıkarlar ve gerçek krizlerde para arzında ani bir azalma yaşanır. Sahte krizlerde ise iş başarısızlıkları artar ve varlık fiyatları düşer. Bu krizler gerçek olmadığı için bu krizlerin regüle edilmesi başarısız kurumların varlığını devam ettireceği için verim kaybına neden olacağından ve enflasyon artırma olasılığından dolayı faydadan öte zararlı olabilir ((Jahan ve Papageorgiou, 2014).

Monetarist teori Klasik teoriye benzer olarak ekonominin kendi içinde istikrarlı olduğunu ileri sürer ve bu teori hem Büyük Buhranı ham de 1970'lerde yaşanan petrol krizlerini yanlış para politikalarıyla ilişkilendirir. Teori ABD merkez bankasının zamanında para arzını artırmaması nedeniyle Büyük Buhranın yaşandığını öngörür. Teoriye göre, merkez bankalarının para arzını ihtiyacın üzerinde artırmış olmaları neticesinde ise 1970'lerdeki petrol krizleri yaşanmıştır ((Jahan ve Papageorgiou, 2014).



### **Borç ve Finansal Kırılganlık Teorisi**

Borç ve Finansal Kırılganlık Teorisi Fisher (1932), Minsky (1977) ve Kindleberger (1978) tarafından temsil edilen bir yaklaşımdır. Bu teori krizleri piyasalardaki devresel dalgalanmaların genişleme sürecinde meydana gelen aşırı borçlanma ile açıklamaktadır. Monetarist Teorinin aksine Borç ve Finansal Kırılganlık Teorisi finansal ve finansal olmayan şirketlerin başarısızlıklarını, varlık fiyatlarındaki ani düşüşleri, döviz piyasalarında aksamaları ve deflasyonları gibi etkenleri ayrı ayrı veya bir arada gerçekleştirerek krizlere neden olan faktörler olarak görmektedir. Yine Monetarist Teorinin aksine Borç ve Finansal Kırılganlık Teorisi yukarıda krizin nedenleri olarak sayılan etkenlerin regüle edilmesini gerekli görür ve devlet eliyle gerçekleştirilecek bu regülasyonun krizlerinin önüne geçilebilmesi için önemli olduğunu ileri sürer (Cooper ve Nikolov, 2018).

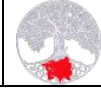
### **Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen Yaklaşım**

Piyasa koşullarının değişmesi ve krizleri açıklayan yeni teorilerin ortaya çıkması Klasik Teorinin de kendisini yenilemesine neden olmuş ve Yeni Klasik Teori geliştirilmiştir. Bu teori Keynes'in ve Monetarist Teorinin öngörülerini reddetmiştir. Yeni Klasik Teorikrizleri açıklamam için esnek ücret fiyat mekanizmasına odaklanmaktadır ve bu mekanizma aracılığıyla piyasaların tutarlı ve istikrarlı bir şekilde ve herhangi bir aksaklık olmadan işleyeceğini ileri sürmektedir. Yeni Klasik teori piyasalardaki aksaklıkları ve krizleri açıklamak için ise Rasyonel Beklentiler Teorisini kullanmaktadır. Buna göre piyasaaktörleri piyasayı izlerler ve piyasa koşullarının farkındadırlar ve bu aktörler ellerindeki bilgiyi rasyonel olarak kullanarak zararlı sonuçlanacak eylemlerden kaçınarak kendi çıkarlarını en yüksek düzeyde gözetecek eylemlerde bulunurlar. Piyasa aktörlerinin tamamı aynı eylem dizisinde bulunduğundan dışarıdan bir etken olmadığı sürece piyasa aktörlerinin zararıyla sonuçlanacak aksaklıklar ve krizlerinin yaşanmaması gereklidir. YeniKlasik Teori, Büyük Buhranın nedenlerini para arzının azalması ve tahmin edilemeyen fiyat şoklarının meydana gelmesiyle açıklar.

Klasik Teori gibi Keynesyen Teori de kendisini geliştirip yenilemiş ve Yeni Keynesyen Teori ortaya çıkmıştır. Yeni Keynesyen Teori Yeni Klasik Teoriye karşı geliştirilmiştir, bununla birlikte Yeni Klasik Teorinin bazı öngörülerini kabul ederken bazılarını ise reddetmektedir. Yeni Keynesyen Teori Yeni Klasik Teorinin öngördüğü piyasa aktörlerinin rasyonel eylemler içerisinde buldukları görüşünü kabul etmektedirler. Bununla birlikte Yeni Klasiklerin şokların sadece toplam arz faktöründen kaynaklanacağı öngörüsünü reddederek şokların hem toplam arz hem de toplam talep kaynaklı olabileceğini ileri sürmüşlerdir (Aslan, 2018).

### **Finansal Kriz ve Finansal Liberalizasyon İlişkisi**

1980 sonrası dönemde, önemli bir kavram olan "finansallaşma" kavramı ulusal ve uluslararası alanda finansal aktörlerin rolünün ve etkisinin artması anlamına gelmektedir. Finansal liberalizasyon sürecinin sonucunda gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler, finansal sistemlerinde önemli düzenlemeler yapmıştır. Bu düzenlemeler ülkelerin düzenleyici faaliyetlerini azaltmış olup, riskli finansal piyasaların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Finansal liberalleşme dönemi sonrasında, özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye giriş çıkışlarındaki serbesti yetersiz düzenlemelere bağlı olarak aşırı riskli piyasaları ortaya çıkartmıştır. Bu süreç sonrası finansal krizler sıklaşmıştır. Finansal serbestleşmenin yapısına göre para ve bankacılık krizlerinin hem teker teker hem de bir arada görülmeğe de başlanmıştır.



İktisat literatüründe, finansal liberalizasyonla krizler arasında bir ilişki olduğu varsayılmaktadır (Angkinand vd., 2010). Bir ülkenin finansal piyasaları dünyadaki finansal piyasalarla entegre olmaya başladıkça, finansal ve reel sektörlerde büyük değişiklikler yaşanır. Bu süreçle ilgili birçok ülke örneği ve liberalleşmenin birçok değişik şekli mevcuttur. Eğer liberalleşme politikalarının etkinliğini, serbestleştirmelerin sıralanmasını ve bunların reel ekonomi üzerindeki etkisi belirlenmek isteniyorsa, gelişmekte olan piyasaların serbestleşmesini tespit etmek için daha fazla sistematik yöntem kullanılmalıdır. Bu gerçekten hareketler 1990 sonrasında, gelişmekte olan ülkeler açısından ortaya çıkan finansal krizlerin nedenlerinin belirlenmesiyle çözüm önerilerini ilgilendiren yeni ve oldukça büyük bir literatür oluşmaya başlamıştır. Bu çalışmalarda finansal liberalizasyonun iki etkisi üzerine yoğunlaşmıştır. Bu etkilerden birisi finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin olabileceğidir. İkincisi ise finansal liberalizasyonla finansal krizler arasında bir ilişki olabileceğidir. Bu çalışmalardan örnekler kronolojik sırasıyla Tablo 1’de sunulmuştur.

Grabel (1995) gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme sonrası borsa oynaklığının hesaplanmasının önemini tartışmıştır. Finansal serbestleşme sonrası artan varlık fiyatı oynaklığını incelemede kullanılan üç çeşit alternatif endeks geliştirmiştir. Huang ve Yang (2000) yükselen on ekonominin dünya endeksine sahip piyasalarının günlük getirilerini kullanarak yaptığı analizde, Güney Kore, Türkiye ve Meksika’nın Arjantin, Şili, Malezya ve Filipinler’e göre volatilité nedeniyle daha fazla sorun yaşadığı sonucuna varmıştır. Şili, Malezya ve Filipinler finansal serbestleşmeden dolayı fazla oynaklık yaşamamasına karşılık diğer ülkeler için bir model olamamıştır. Henry (2000) ise yatırım oranındaki büyümenin ve çok sayıda ülkede hisse senedi fiyatlarının önemli bir şekilde yeniden değerlendirilmesinin, serbestleşmeye bağlı olduğunu keşfetmiştir. Henry yükselen borsalardaki bu serbestleşmenin sonuçlarını araştırmıştır. Sonuç olarak risk paylaşımının yerli ve yabancı ajanlar arasında bölünmesine olanak sağlayarak sermaye maliyetini düşürdüğünü belirlemiştir. Finansal serbestleşmeyle ilgili bir diğer çalışmada Kassimatis (2002) gelişmekte olan altı piyasada finansal serbestleşme sonrasında borsa oynaklığının gelişip gelişmediğini, deneme yanılma yoluyla incelenmiştir. Bulgular, uygulanan önemli liberalizasyon politikalarının istikrarsızlık tarafından takip edildiğini göstermiştir.

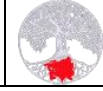
Edwards vd. (2003) dört Latin Amerika ve iki Asya ülkesinin borsalarını incelemiştir. Bu piyasaların boğa ve ayı döngülerine uyum derecelerini karşılaştırarak, yükselen altı ülkedeki borsa davranışlarının bir modelini oluşturmaya çalışmıştır. Çalışmanın sonucu, yükselen bu piyasalarda, bu çevrimlerin kısa süreli olma eğilimine sahip olduğudur. Kose vd. (2003) çalışmasında 1960-1999 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde, makroekonomik oynaklıktaki değişimler incelenmiştir. Bulgulara göre 1990’lı yıllarda çıktı büyümesine dayalı oynaklık azalmış ve girdi büyümesi önceki durumla ilişkili olarak artmıştır. Bu sonuca ek olarak, çalışmanın bir başka sonucu da artan finansal serbestleşmenin belli bir seviyeye kadar tüketim oynaklığıyla yakından ilişkili olmasıdır. Kapsamlı çalışmalardan bir diğerinde Prasad vd. (2007) az gelişmiş ülkelerin bakış açısına göre global finansal entegrasyonun bazı özelliklerinin altını çizmiştir. Finansal küreselleşmenin büyüme ve oynaklık üzerinde etkilerinin olduğu yapılan analizle ispatlanmaya çalışılmıştır. Füss (2005) gelişmekte olan yedi Asya ülkesinin finansal piyasa entegrasyonunun etkisi hakkında rastgele yürüme hipotezi (random walk hypothesis) ve piyasa etkinliği ile test etmiştir. Genel olarak, sonuçlar finansal piyasaların serbestleşmesinin hisse senedi getirilerinin fiyat dinamiklerini değiştirdiğini göstermektedir. Bu, yatırımcıların çoğu pazarda geçmiş bilgileri kullanarak sistematik sıfır



olmayan kar elde etmelerinin pek mümkün olmadığı, ancak rasgele yürüyüş özelliklerini kullanarak hisse senedi getirilerini tahmin edebilecekleri anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, borsaların finansal serbestleşmeden sonra sermaye piyasalarının işleyişinde olumlu bir rol oynadığı sonucuna varılabilir. Jayasuriya (2005) ise borsa serbestleşmesinin on sekiz yükselen piyasa ve hisse senedi oynaklığı üzerindeki etkilerini incelemiş ve serbestleşmeden sonra oynaklığın azaldığı, arttığı veya aynı kaldığı ülkeler olduğu sonucuna varmıştır. Serbestleşme sonrası dalgalanma ve piyasa özelliklerini bir araya getirmeye çalışmıştır. Yüksek piyasa şeffaflığı ve yatırımcıların korunması gibi olumlu piyasa özelliklerinin, liberalleşme sonrası dalgalanma eğiliminde olan ülkelerin en yaygın özellikleri olduğunu göstermiştir.

Diamandis (2009) Latin Amerika borsalarının ve gelişmiş borsaların güçlü davranışlarının son yirmi yılda değişip değişmediğini incelemiştir. Kriz döneminde incelenen piyasalardaki oynaklıkta önemli bir büyüme olduğunu tespit edilmiştir. Nguyen ve Bellalah (2008) deneme yanılma yoluyla gelişmekte olan piyasalarda borsa serbestleşmesinin piyasa oynaklığı üzerindeki güçlü farklılıklarını test etmiştir. Yükselen piyasa volatilité serilerindeki yapısal kırılmalar, fiili resmi liberalleşme döneminde gerçekleşmemiştir. Bulgular, ABD yatırımcılarının gelişen piyasalarda etkili olduklarında, borsa getirisindeki oynaklığın azaldığını göstermektedir. Kaminsky ve Schmukler (2008) finansal liberalleşmenin etkisinin zamana göre değiştiğini gösteren yeni ve kapsamlı bir araştırma yapmıştır. Çalışmada kapsamlı bir finansal serbestleşme kronolojisi geliştirmişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre, finansal serbestleşme sonrasında kısa vadede patlamalar ve sönmeler (booms and busts) yaşanırken, uzun vadede istikrarın geri dönüşü söz konusudur. Sanders (2008) ABD subprime ipotek krizinin temel faktörlerinden bazılarını inceleyerek subprime ipotek temerrütleri ile konut fiyatları arasındaki bağlantıya işaret etmiştir. Finansal kurumların konut fiyatlarındaki düşüşü ve düşük faizli temerrüt oranını artırdığının yanlış bir görüş olduğunu belirlemiştir.

Cajueiro vd. (2009) 1990'lı yıllarda piyasa gelişiminin derecesini değiştiren Yunanistan'da finansal piyasa serbestleşmesini açıklamak için zaman serilerinin uzun süreli bir ölçüsü olan küresel Hurst katsayısını kullanmışlardır. Bulgular finansal piyasaların serbestleşmesindeki değişimlerin borsaların gelişmesi üzerinde olumlu yönde etkisinin olduğunu göstermiştir. Cunado vd. (2009) ise yükselen piyasa dalgalanmasının düzenindeki değişimleri ve finansal serbestleşme olaylarıyla ilişkisini değerlendirdikleri bir test yapmışlardır. Bulgular, gelişmekte olan piyasalardaki dalgalanmaların piyasaların serbestleşmesinden kaynaklandığını göstermiştir. Bununla birlikte değişikliklerin her zaman aynı yöne doğru olmadıkları tespit edilmiştir. Latin Amerika ülkeleri, Asya ülkelerine göre daha düşük oynaklığa sahiptir. Bunlara ek olarak, ara sıra ortaya çıkan şokların hemen hemen tüm ülkeler üzerinde derin bir etkisi olduğunu bulmuşlardır. Neumann vd. (2009) finansal piyasaların serbestleşmesinden sonra sermaye akışındaki değişkenliği araştırmıştır. Çalışma, doğrudan yabancı yatırımların, portföy akışlarının ve borç akışlarının 1973-2000 dönemi için panel verileri kullanarak finansal serbestleşmeye verdiği tepkiye dayandırılmıştır. Sonuçlar, portföy akışları ile yabancı yatırım akışları arasındaki farkı göstermektedir. Portföy akışları, sermayenin liberalleşmesine çok az tepki gösterirken, yabancı yatırım akışları ise oynaklıkta önemli artışlara yol açmıştır. Abdmajid ve Kassim (2009) da 2007 krizinin sonuçlarını değerlendirme için Endonezya ve Malezya borsalarını incelemiştir. Bulgular önceki araştırmaların bulgularıyla paralellik göstermektedir. Sermaye piyasaları kriz döneminde daha fazla entegrasyon veya artan eş



hareketlilik gösterme eğilimindedir. Fakat bu çeşitlendirme yararların azalması ile sonuçlanmaktadır.

Fidrmuc ve Korhonen (2010) küresel finansal kriz ile Çin ve Hindistan'daki iş döngüleri arasındaki bağlantıya odaklanmıştır. Bağlantı, yükselen Asya ülkelerindeki ve OECD ülkelerindeki ticari bağlara ve GSYİH büyümesinin dinamik korelasyonlarıyla ölçülmüştür. Broner ve Ventura (2010) ise finansal serbestleşmenin gözlemlenen etkilerine dayanan temel bir model sunmuştur. Model, kusurlu uygulamaların etkisiyle birlikte, yerel ve küresel finansal işlemler arasındaki bağlantının altını çizmiştir. Umutlu vd. (2010) finansal serbestleşmenin derecesinin, finansal serbestleşmenin zamanla değişen niteliğini de hesaba katarak, hisse senedi getirilerinin toplam çıktıyı etkileyip etkilemediğini incelemiştir. Finansal liberalizasyonun toplam oynaklık üzerindeki etkisi orta ve küçük ölçekli gelişen ekonomilerde negatif olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla, finansal serbestleşme derecesi arttıkça volatilité üzerindeki etkisi azalacaktır. Bunun yanında finansal serbestleşme derecesiyle küresel oynaklık arasında pozitif bir ilişki hesaplanmıştır (Assidenou 2011). ABD piyasalarında başlayan finansal ve bankacılık krizinin bir uzantısı olan Eylül 2008/Ağustos 2009 döneminde baskın sermaye piyasası endekslerinin eşbütünleşme özelliklerini incelemiştir. Bu amaçla çalışmada, üç ekonomik bölge (OECD, Pasifik grubu ve Asya grubu) ele alınmıştır. Bu bölgelerin en az bir eşbütünleşme vektörüne sahip olduğu gösterilmiştir. Önceki çalışmaların aksine, finansal kriz döneminde Asya borsa endekslerinin aynı yönde ve birlikte hareket ettiği hesaplanmıştır. Beine ve Candelon (2011) ise 25 ülke için on beş yıllık veriler kullanarak ticari ve finansal serbestleşmenin, gelişmekte olan ekonomilerdeki borsa iş birlikleri kapsamında etkileri analiz edilmiştir. Reformların etkisinin dünyanın geri kalanına bu ülkelerin ticaret ve finans alanındaki bütünleşmesiyle yayılacağı varsayılmıştır. Sonuç olarak, ticaret ve finansal serbestleşme reformlarının ülkeler arası borsa bağlantılarının derecesi üzerinde olumlu etkileri olduğu vurgulanmıştır.

1990'lerden günümüze kadar yapılan çalışmalar göstermektedir ki ülkelerin uyguladıkları finansal serbestleşme çalışmalarının yaşanan krizlerle ilişkisi vardır. Ülkelerin bu kapsamda yaptığı regülasyonlar ve deregülasyonlar sonrasında kırılabilirlikleri artmıştır. Özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda bu kırılabilirlik kendini daha fazla hissettirmektedir.

Finansal liberalizasyonun ekonomi üzerine etkileriyle ilgili 1983 yılından 2022 yılına kadar gerçekleştirilmiş olan araştırmaların literatür taraması sonuçları aşağıda Tablo 1'de sunulmuştur.

**Tablo 1.** Finansal Liberalizasyon ve Finansal Kriz Üzerine Yapılmış Alan Araştırmaları

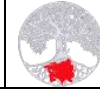
Diamond ve Dybving	1983	Finansal liberalizasyon, yatırımlar
Diaz ve Alejandro	1985	Finansal liberalizasyon, bankacılık krizi
Sundarajan ve Balino	1991	Finansal liberalizasyon, bankacılık krizi
Roubini ve Sala-i Martin	1992	Finansal liberalizasyon, büyüme
King ve Levine	1993	Finansal liberalizasyon, uzun dönem büyüme
Caprio ve Summers	1993	Finansal liberalizasyon, finansal kırılabilirlikte artış
Caprio ve Summers	1993	Finansal liberalizasyon, bankacılık krizi
King ve Levine	1993	Finansal liberalizasyon, çıktıdaki büyüme
Stiglitz	1994	Finansal liberalizasyon, finansal kırılabilirlikte artış
Caprio ve Klingebiel	1995	Finansal liberalizasyon, finansal kırılabilirlik
Drees ve Pazarbaşıoğlu	1995	Finansal liberalizasyon, bankacılık krizi
Sheng	1995	Finansal liberalizasyon, bankacılık krizi



Lindgren, Garcia ve Saal	1996	Finansal liberalizasyon, finansal kırılganlık
Kaminsky ve Reinhard	1996	Finansal liberalizasyon, döviz krizi
Fry	1997	Finansal liberalizasyon, faiz ve tasarruf
Bandiera	1997	Finansal liberalizasyon, büyüme
Demirgüç-Kunt ve Detragiache	1998	Finansal liberalizasyon, bankacılık krizi
Helman, Murdock ve Stiglitz	1998	Finansal liberalizasyon, bankacılık krizi
Beim ve Calomiris	2000	Finansal liberalizasyon, ekonomik büyüme
Leaven	2003	Finansal liberalizasyon, firma büyüklüğü
Desai ve diğerleri	2006	Finansal liberalizasyon, doğrudan yabancı yatırımları
Broner ve Ventura	2010	Finansal serbestleşmenin ekonomik sonuçları
Ang	2010	Güney Kore'de 1967-2005 arası finansal serbestleşme
Umutlu, Akdeniz ve Altay	2010	Finansal serbestleşmenin finansal piyasalara etkisi incelenmiştir.
Buman, Hermes ve Lensink	2013	Finansal serbestleşme ve ekonomik büyüme
Fowowe	2013	Sahraaltı Afrika'da finansal serbestleşme ve makroekonomik istikrar
Lee, Lin ve Zeng	2016	Finansal serbestleşmenin sistemik bankacılık krizleri olasılığı
Costa, Vinicius Borba da	2020	Finansal istikrarsızlık hipotezi testi
Yi, Sheng, Yu, Wang ve Wang	2020	Covid19 sürecinde finansal regülasyonlar
Kim	2020	Finansal regülasyon stratejileri
McClane	2020	Hukuksal düzenlemelerin GSMH'a etkisi
Bista ve Basnet	2020	Finansal liberalizasyon, makro-mikro değişkenlere etkisi
Amir Sufi Alan M. Taylor	2021	Krizlerin ölçülebilirliği ve öngörülebilirliği
Zongyun Li, Panteha Farmanesh, Dervis Kirikkaleli, Rania Itani	2021	Covid19 ve küresel finansal kriz
Matthias Rottner	2022	Finansal krizler ve gölge bankacılığı
Havva Gültekin	2022	2008Krizinin bankacılık sektörüne etkisi

### 3. SONUÇ

Nedenleri farklı olsa da dünya ekonomileri tarihsel süreç içerisinde çok sayıda finansal krizle karşı karşıya kalmıştır. Finansal krizlerin etkisini gidermek amacıyla çeşitli regülasyon uygulamaları yapılmıştır. Regülasyon uygulamalarında asıl varılmak istenen hedef ise toplumsal refahı artırmaktır. Bu amaca yönelik olarak finansal sektörün düzenlenmesi ve bu şekilde finansal krizlerin önlenmesine yönelik olarak ihtiyari regülasyon uygulamaları tercih edilmiştir. Regülasyonlar ülkenin içinde bulunduğu koşullara göre ve etkin olarak uygulandığında krizlerden çıkmak için oldukça etkin rol oynamaktadır. Regülasyonun krizlerden çıkmadaki önemli rolü vardır ama buna mukabil uygulama maliyetinin artması ve amacına ulaşamama riski de vardır. Literatürde regülasyonda sağlanan faydanın ölçülmesi konusunda belirsizlik vardır. Bunun nedeni regülasyonun faydasını ölçmedeki güçlüktür. Bu sorunu gidermek amacıyla regülasyonun faydasını ölçmek yerine maliyetini minimuma indirmek üzerine yoğunlaşmıştır. Finansal regülasyonların finansal krizler üzerindeki etkilerine ilişkin daha fazla sayıda alan araştırması olan ihtiyaç aşikardır.

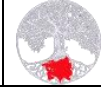


## REFERENCES

- Abdmajid, M. S., & Kassim, S. H. (2009). Impact of the 2007 US Financial Crisis on the Emerging Equity Markets. *International Journal of Emerging Markets*, 4(4), 341-357.
- Angkinand, A. P., Sawangngoenyuan, W., & Wihlborg, C. (2010). Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-Country Analysis. *International Review of Finance*, 10, 263–292.
- Aslan, N. (2018). Makro İktisat. 6. Baskı, Ankara: Kamupark Yayınları.
- Assidenou, Komlavi Elubueni (2011). Cointegration of Major Stock Market Indices during the 2008 Global Financial Distress. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), 212-222.
- Beine, M., & Candelon, B. (2011). Liberalisation and stock market co-movement between emerging economies. *Quantitative Finance*, 11(2), 299-312.
- Broner, F. A. & Ventura, J. (2010). Rethinking the Effects of Financial Liberalization. *NBER Working Paper*, No. 16640, 1-43.
- Cajueiro, D. O., Gogas, P., & Tabak, B. M. (2009). Does financial market liberalization increase the degree of market efficiency? The case of the Athens stock exchange. *International Review of Financial Analysis*, 18(1-2), 50-57.
- Claessens, S. & Köse, A. (2013). Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper 13/28.
- Cooper, R. & Nikolov, K. (2018). Government debt and banking fragility: The spreading of strategic uncertainty. European Central Bank Working Paper Series. No 2195.
- Cunado E. J., Gomez B. J. & Perez de G. H. F. (2009). Financial liberalization, stock market volatility and outliers in emerging economies. *Applied Financial Economics*, 19(10), 809-823.
- Diamandis, P. F. (2009). International stock market linkages: Evidence from Latin America. *Global Finance Journal*, 20, 13–30.
- Edwards, S., Biscarri, J. G., & De Gracia, F. P. (2003). Stock market cycles, financial liberalization and volatility. *Journal of international money and Finance*, 22(7), 925-955.
- Fidrmuc, J., & Iikka, K. (2010). The Impact of the Global Financial Crisis on Business Cycles in Asian Emerging Economies. *Journal of Asian Economics*, 21, 293–303.
- Füss, R. (2005). Financial Liberalization and Stock Price Behaviour in Asian Emerging Markets. *Economic Change and Restructuring*, 38, 37–62.



- Gaa C., Lumpkin, S., Ogrodnik, R. & Thurlow, P. (2001). Future Prospects for National Financial Markets and Trading Centers. *Bank of Canada Working Paper*, 2001/10.
- Grabel, I. (1995). Assessing the Impact of Financial Liberalisation on Stock Market Volatility in Selected Developing Countries. *The Journal of Development Studies*, 31(6), 903-917.
- Gujarati, D. (2016), *Örneklerle Ekonometri*. BB101 Yayınları.
- Henry, P. B. (2000). Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *The Journal of Finance*, 55(2), 529-564.
- Herring, R. & Santomero, A. (2000). What is Optimal Financial Regulation? *Wharton Financial Institutions Center Working Paper Series*, No: 95-08.
- Huang, B. N., & Yang, C. W. (2000). The impact of financial liberalization on stock price volatility in emerging markets. *Journal of Comparative Economics*, 28(2), 321-339.
- Jahan, S. & Papageorgiou, C. (2014). What is monetarism?, *Finance and Development*, 51(1). 38-39.
- Jayasuriya, S. (2005). Stock Market Liberalization and Volatility in The Presence of Favorable Market Characteristics and Institutions. *Emerging Markets Review*, 6, 170–191.
- Kaminsky, G. L. & Sergio L. S. (2008). Short-Run Pain, Long-Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles. *Review of Finance*, 12: 253–292.
- Kassimatis, K. (2002). Financial Liberalization and Stock Market Volatility in Selected Developing Countries. *Applied Financial Economics*, 12(6), 389-394.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. [https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366\\_KeynesTheoryofEmployment.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_KeynesTheoryofEmployment.pdf), Erişim Tarihi: 16 Eylül 2022.
- Kose, M. A., Prasad, E. S., & Terrones, M. E. (2003). Financial integration and macroeconomic volatility. *IMF Staff papers*, 50(1), 119-142.
- Krugman, P. (1999). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. *International Tax and Public Finance*, 6, 459–472.
- Mishkin, F. S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *NBER Working Paper Series*. No.5600.
- Neumann, R. M., Penl, R., & Tanku, A. (2009). Volatility of capital flows and financial liberalization: Do specific flows respond differently? *International review of economics ve finance*, 18(3), 488-501.
- Nguyen, D. K., & Bellalah, M. (2008). Stock market liberalization, structural breaks and dynamic changes in emerging market volatility. *Review of Accounting and Finance*, 7(4), 396 – 411.



- OECD, (2010). *Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation*, s. 25, <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/44362818.pdf>, Erişim Tarihi: 29 Eylül 2022.
- Prasad, E. S., (2010). Financial Sector Regulation and Reforms In Emerging Markets: An Overview. *NBER Working Paper Series*, No. 16428.
- Ricardo, D. (1821). *The Principles of Political Economy and Taxation*. <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/ricardo/prin/>, Erişim Tarihi: 16 Eylül 2022.
- Sanders, A. (2008). The Subprime Crisis and its Role in the Financial Crisis. *Journal of Housing Economics*, 17, 254–261.
- Schwarcz, S. L. (2008). Systemic Risk. *The Georgetown Law Journal*, 97, 193-249.
- Stehlikova, B. (2016). *Unit Root, Differencing the Time Series, Unit Root Test (ADF test)*. Time Series Analysis.
- Türk, A. (2002), *Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme: Türkiye Örneği 1990-2000*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi.
- Umutlu, M., Akdeniz, L. & Aslihan, A. S. (2010). The Degree of Financial Liberalization and Aggregated Stock-return Volatility in Emerging Markets. *Journal of Banking ve Finance*, 34, 509–521.
- Williamson, J., & Mahar, M. (1998). *A Survey of Financial Liberalization, Essays in International Finance*. New Jersey: Princeton University.