



**KAMU İÇ BORÇLANMASININ FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNDEKİ
ETKİSİ: AVRUPA BİRLİĞİ GEÇİŞ EKONOMİLERİ ÖRNEĞİ**

Emre ŞAKAR

Doktora Tezi

Danışman: Prof. Dr. Yılmaz BAYAR

Uşak

Ocak, 2021

**KAMU İÇ BORÇLANMASININ FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNDEKİ
ETKİSİ: AVRUPA BİRLİĞİ GEÇİŞ EKONOMİLERİ ÖRNEĞİ**

Emre ŞAKAR

DOKTORA TEZİ

İktisat Ana Bilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Yılmaz BAYAR

Uşak

Uşak Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

Ocak, 2021

ÖZET

KAMU İÇ BORÇLANMASININ FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: AVRUPA BİRLİĞİ GEÇİŞ EKONOMİLERİ ÖRNEĞİ

Emre ŞAKAR

İktisat Ana Bilim Dalı

Uşak Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Ocak 2021

Danışman: Prof. Dr. Yılmaz BAYAR

Finans sektörü ekonomik büyüme ve kalkınma, vergi gelirleri, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, kayıt dışı ekonomi, gelir dağılımı ve yoksulluk başta olmak üzere çok sayıda ekonomik değişkenin önemli bir belirleyicisidir. Finans sektörünün söz konusu ekonomik etkileri dikkate alındığında finans sektörünün gelişiminin belirleyicilerinin tespit edilmesi önem taşımaktadır. Bu çalışmada ikinci nesil eşbütünleşme ve nedensellik analizleri kullanılarak 1996-2017 döneminde kurumsal ve ekonomik bir dönüşüm geçiren Avrupa Birliği geçiş ekonomilerinde kamu iç borçlanması ile birlikte doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Ekonometrik analiz kapsamında nedensellik analizi, kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer yandan, eşbütünleşme analizi ile uzun dönemde güvenli varlık (safe asset) ve tembel banka (lazy bank) görüşlerini destekleyen bulgulara ulaşılmıştır. Ayrıca, doğrudan yabancı sermaye yatırım girişleri ile işçi dövizlerinin uzun dönemde finans sektörünün gelişimi üzerinde zayıf pozitif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: *Kamu İç Borçlanması, Finansal Gelişme, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, İşçi Dövizleri, Panel Eşbütünleşme ve Nedensellik Analizleri*

ABSTRACT**IMPACT OF DOMESTIC PUBLIC BORROWING ON FINANCIAL DEVELOPMENT: EVIDENCE FROM EUROPEAN UNION TRANSITION ECONOMIES**

Emre ŞAKAR

Department of Economics

Uşak University Graduate Education Institute, January 2021

Advisor: Professor Dr. Yılmaz BAYAR

The financial sector is an important determinant of many economic variables including economic growth and development, tax revenues, foreign direct investments, shadow economy, income distribution and poverty. Considering the aforementioned economic impacts of financial sector, it is crucial to determine the determinants of the financial sector development. In this study, by applying second generation cointegration and causality analyses, the impact of domestic public borrowing with foreign direct investment inflows and remittances on financial development over the period 1996-2017 in European Union transition economies which underwent an institutional and economic transformation has been investigated. Within the scope of the econometric analysis, the causality analysis reveals that domestic public borrowing has a significant effect on financial development. On the other hand, the cointegration analysis has revealed findings supporting both the safe asset view and the lazy bank view. In addition, in the long run, a positive weak impact of foreign direct investments inflows and remittances on financial sector development has been revealed.

Keywords: *Domestic Public Borrowing, Financial Development, Foreign Direct Investments, Remittances, Panel Cointegration and Causality Analyses*

ÖN SÖZ

Bu tezin hazırlanma sürecinin bütün aşamalarında kıymetli zamanını ayırıp desteğini esirgemeyen danışmanım Prof. Dr. Yılmaz Bayar’a rehberliği, tavsiyeleri, eleştirileri, anlayışı ve sağladığı motivasyon için müteşekkirim. Kendisinin alandaki uzmanlığı ile çalışmanın belirli aşamalarında karşılaştığım ve aşmakta zorlandığım problemler karşısında sunduğu yeni bakış açıları, hızlı çözüm önerileri ve akademik gelişimime sağladığı çok değerli katkıları nedeniyle içten teşekkürlerimi borç bilirim. Analitik düşünme becerisi, iktisadi olayları geniş perspektiften değerlendirme yeteneği ve çalışma disiplini ile beni derinden etkileyerek akademik alana yönelmemde önemli pay sahibi olan, her zaman olduğu gibi bu yoğun çalışma dönemimde de değerli vaktini ayırarak desteğini esirgemeyen çok kıymetli hocam Prof. Dr. A. Mesud Küçükcalay’a şükranlarımı sunarım. Ayrıca, yapıcı eleştiri ve önerileri ile çalışmanın niteliğinin artmasına katkılarını sunan değerli hocalarım Prof. Dr. Levent Aytemiz, Doç. Dr. Veli Yılcı, Doç. Dr. Mehmet Hilmi Özkaya ve Dr. Öğr. Üyesi Ömer Faruk Öztürk’e çok teşekkür ederim.

Her koşulda yanımda olan ve bugünlere gelmemde büyük emek sarf eden anneme ve babama, desteğini hep yanı başımda hissettiğim kardeşime minnetlerimi sunarım. Her zaman olduğu gibi bu süreçte de desteğini hiç esirgemeyen ve varlığını her daim yanımda hissettiğim kıymetli eşime derinden teşekkür ederim.

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Emre ŞAKAR

Doğum Yeri ve Tarihi : Uşak / 1981

Yabancı Dili : İngilizce

İletişim

Eğitim Durumu (Kurum ve Yıl)

Lise : Pertevniyal Lisesi / 1999

Lisans : Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF
İktisat Bölümü / 2003

Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF
İşletme Bölümü (Çift Ana Dal) / 2003

Yüksek Lisans : University of Illinois at Urbana
Champaign MSPE Department of
Economics / 2011

Çalıştığı Kurum/Kurumlar ve Yıl : Uşak Üniversitesi İİBF Maliye Bölümü
(2017-Devam Ediyor)

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET.....	iv
ABSTRACT	v
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	vi
ÖN SÖZ.....	vii
ÖZGEÇMİŞ.....	viii
İÇİNDEKİLER	ix
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiv
KISALTMALAR.....	xv
GİRİŞ	1
1. BÖLÜM: KAMU SEKTÖRÜNÜN KAPSAMI, KAMU MALİYESİ VE KAMU BORCU.....	4
1.1. KAMU SEKTÖRÜ.....	4
1.1.1. Kamu Sektörünün Tanımı ve Başlıca İşlevleri.....	8
1.1.2. Kamu Sektörü ve Özel Sektör İlişkisi	13
1.2. KAMU MALİYESİ.....	16
1.2.1. Kamu Sektörünün Başlıca Gelir Kaynakları	18
1.2.2. Başlıca Kamu Harcamaları.....	21
1.2.2.1. Ekonomik Ayrıma Göre Kamu Harcamalarının Sınıflandırılması	22
1.2.2.2. İdari (Organik) Ayrıma Göre Kamu Harcamalarının Sınıflandırılması	24

1.2.2.3. Fonksiyonel Ayrıma Göre Kamu Harcamalarının Sınıflandırılması	25
1.2.3. Kamu Bütçesinin Tanımı ve İşlevleri	25
1.3. KAMU BORCUNUN TANIMI, KAPSAMI VE ÖLÇÜMÜ	28
1.3.1. Kamu Borcunun Tanımı ve Kapsamı	30
1.3.2. Kamu Borçlarının Sınıflandırılması.....	31
1.3.3. Başlıca Kamu Borçlanma Araçları.....	34
1.3.4. Kamu Borcu Ölçüleri.....	38
1.4. KAMU BORCUNUN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ	41
1.4.1. Kamu Borcunun Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi	43
1.4.2. Kamu Borcunun Fiyatlar Genel Düzeyi Üzerindeki Etkisi.....	45
1.4.3. Kamu Borcunun Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi.....	47
1.4.4. Kamu Borcunun Tüketim Üzerindeki Etkisi	49
1.4.5. Kamu Borcunun Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi.....	50
1.4.6. Kamu Borcunun Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkisi.....	52
1.5. AVRUPA BİRLİĞİ GEÇİŞ EKONOMİLERİNDE KAMU SEKTÖRÜNÜN BORÇLULUĞUNUN GELİŞİMİ	53
2. BÖLÜM: FİNANSAL SİSTEM, FİNANSAL GELİŞME VE FİNANSAL GELİŞMENİN EKONOMİK ETKİLERİ.....	58
2.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMI VE BAŞLICA BİLEŞENLERİ.....	58
2.1.1. Finansal Sistemin Tanımı	61
2.1.2. Finansal Sistemin Başlıca Bileşenleri	62
2.1.2.1. Fon Arz ve Talep Edenler.....	63
2.1.2.2. Finans Kurumları.....	64
2.1.2.3. Finansal Piyasalar	65
2.1.2.4. Finansal Araçlar.....	66

2.1.2.5. Yasal Düzenlemeler.....	67
2.2. FİNANSAL GELİŞMENİN TANIMI VE ÖLÇÜMÜ	68
2.2.1. Finansal Gelişmenin Tanımı	68
2.2.2. Finansal Gelişmenin Ölçümü	70
2.3. FİNANSAL GELİŞMENİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ	75
2.3.1. Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi.....	76
2.3.2. Finansal Gelişmenin İşsizlik Üzerindeki Etkisi.....	80
2.3.3. Finansal Gelişmenin Tasarruf Düzeyi Üzerindeki Etkisi.....	83
2.3.4. Finansal Gelişmenin Teknolojik İlerleme Üzerindeki Etkisi.....	84
2.3.5. Finansal Gelişmenin Kayıt Dışı Ekonomi Üzerindeki	86
2.3.6. Finansal Gelişmenin Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkisi.....	88
2.3.7. Finansal Gelişmenin Rekabet Üzerindeki Etkisi.....	90
2.4. AVRUPA BİRLİĞİ GEÇİŞ EKONOMİLERİNDE FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ.....	92
3. BÖLÜM: KAMU İÇ BORÇLANMASININ FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ	99
3.1. FİNANSAL GELİŞMENİN BAŞLICA BELİRLEYİCİLERİ VE KAMU İÇ BORÇLANMASININ FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	99
3.1.1. Finansal Gelişmenin Başlıca Belirleyicileri	99
3.1.1.1. Kurumsal Gelişmişlik	99
3.1.1.2. Ekonomik Büyüme.....	102
3.1.1.3. Ticari ve Finansal Açıklık	103
3.1.1.4. Siyasi İstikrar	105
3.1.2.Kamu İç Borçlanmasının Finansal Gelişme Üzerindeki Etkisi	107
3.1.2.1. Teorik Literatür İncelemesi	107
3.1.2.2. Ampirik Literatür İncelemesi	108

3.2. EKONOMETRİK MODEL	111
3.3. VERİ.....	112
3.4. EKONOMETRİK METODOLOJİ.....	116
3.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi.....	117
3.4.2. Homojenlik Testi	118
3.4.3. Birim Kök Testi.....	119
3.4.4. Eşbütünleşme Testi ve Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini ...	120
3.4.5. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Nedensellik Testi.....	122
3.4.6. Emirmahmutoglu ve Köse (2011) Nedensellik Testi.....	122
3.5. AMPİRİK ANALİZ	124
3.5.1. Yatay Kesit Bağımlılığı ve Homojenlik Test Sonuçları	124
3.5.2. Birim Kök Testi Sonuçları.....	125
3.5.3. Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	125
3.5.4. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Nedensellik Testi Sonuçları	129
3.5.5. Emirmahmutoglu ve Köse (2011) Nedensellik Testi Sonuçları....	130
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	131
KAYNAKÇA	134

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. AB Geçiş Ekonomilerinin Merkezi Planlı Ekonomiden Ayrılış ve AB'ye Üyelik Yılları.....	55
Tablo 1.2. AB Üyeliğine 2004 Yılında Kabul Edilen Geçiş Ekonomilerinde Toplam Kamu Borçlarının Gelişimi (% GSYH).....	56
Tablo 1.3. AB Üyeliğine 2007 ve 2013 Yıllarında Kabul Edilen Geçiş Ekonomilerinde Toplam Kamu Borçlarının Gelişimi (% GSYH)	57
Tablo 2.1. 4x2 Boyutundaki Finansal Sistem Özellikleri Matrisi.....	73
Tablo 2.2. Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisini İnceleyen Seçilmiş Bazı Çalışmalar	78
Tablo 2.3. AB Üyeliğine 2004 Yılında Kabul Edilen Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişme	94
Tablo 2.4. AB Üyeliğine 2007 ve 2013 Yıllarında Kabul Edilen Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişme.....	94
Tablo 3.1. Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler.....	113
Tablo 3.2. Veri Kümesinin Temel Özellikleri.....	114
Tablo 3.3. AB Geçiş Ekonomilerinin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	114
Tablo 3.4. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	124
Tablo 3.5. Homojenlik Testi Sonuçları.....	125
Tablo 3.6. Pesaran (2007) Panel CIPS Birim Kök Testi Sonuçları	125
Tablo 3.7. Westerlund ve Edgerton (2008) Eşbütünleşme Testi Sonuçları	126
Tablo 3.8. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayı Tahminleri.....	127
Tablo 3.9. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Nedensellik Testi Sonuçları	129
Tablo 3.10. Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) Nedensellik Testi Sonuçları.....	130

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Kamu Sektörü ve Temel Bileşenleri.....	10
Şekil 1.2. Kamu Sektörü ve Kurumsal Sektörler ile İlişkisi.....	14
Şekil 1.3. Başlıca Kamu Gelirleri Sınıflandırma Şeması.....	21
Şekil 1.4. Kamu Borçlarının Sınıflandırılması	32
Şekil 2.1. Ekonomide Harcama ve Gelir Akışı Şeması	59
Şekil 2.2. Finansal Sistem ve Başlıca Bileşenleri	63
Şekil 2.3. Finansal Gelişme Endeksi Piramidi.....	70
Şekil 3.1. Kurumlar, Finansal Gelişme ve Büyüme	101

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
AMG	: Genişletilmiş Ortalama Grup
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model
C	: Tüketim
CADF	: Yatay Kesitsel Genişletilmiş Dickey-Fuller
CEE	: Orta ve Doğu Avrupa
CIS	: Bağımsız Devletler Topluluğu
DI	: Harcanabilir Gelir
DYSY	: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
EKK	: En Küçük Kareler
EUROSTAT	: Avrupa İstatistik Ofisi
FINGEL	: Finansal Gelişme
FK	: Finans Kurumları
FKA	: Finans Kurumlarına Erişim
FKD	: Finans Kurumlarında Derinlik
FKE	: Finans Kurumlarında Etkinlik
FP	: Finansal Piyasalar
FPA	: Finansal Piyasalara Erişim
FPD	: Finansal Piyasalarda Derinlik
FPE	: Finansal Piyasalarda Etkinlik
FTPL	: Fiyat Düzeyinin Mali Teorisi
G	: Kamu Harcamaları
GFSM	: Kamu Mali İstatistikleri Kılavuzu
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Metodu
GSYH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

I	: Yatırım
IMF	: Uluslararası Para Fonu
ISDV	: İşçi Dövizleri
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletme
KSIB	: Kamu Sektörü İç Borçlanması
LIBOR	: Londra Bankalararası Faiz Oranı
M	: İthalat
MENA	: Orta Doğu ve Kuzey Afrika
NARDL	: Doğrusal Olmayan Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
S	: Tasarruf
SDR	: Özel Çekim Hakkı
SNA	: Ulusal Hesaplar Sistemi
TAP	: Sürekli Arz Yöntemi
UN	: Birleşmiş Milletler
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
VAR	: Vektör Otoregresyon
VEC	: Vektör Hata Düzeltme
X	: İhracat

GİRİŞ

Finans sektörü, uluslararası sermaye akışları üzerindeki kısıtlamaların gevşetilmesiyle birlikte önemli ölçüde genişleme kaydetmiştir. Genişleyen ve küreselleşen finans sektörü, fonların mobilizasyonunu artırarak, fon tahsisinde ve tasarruflarda etkinliği sağlayarak ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmektedir (örneğin bkz. Greenwood & Jovanovic, 1990; Wurgler, 2000; Levine, 2005; Beck, Demirguc-Kunt, Laeven, & Levine, 2008; Kose, Prasad, Rogoff, & Wei, 2010; Bhaduri & Bhattacharya, 2018; Rapp & Udoieva, 2018). Ayrıca, finans sektörü girişimcilere alternatif finansman fırsatları sunarak da dolaylı olarak ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmektedir (örneğin bkz. Hassan, Sanchez, & Yu, 2011; Arellano, Bai, & Zhang, 2012). Bununla birlikte finans sektörü, bilgi asimetritlerinin azaltılmasına, risk yönetimine ve makroekonomik oynaklığın azaltılmasına katkı sağlayabilmektedir (Bernanke, Gertler, & Gilchrist, 1999; Raddatz, 2006).

Finans sektörünün gelişimi ekonomik büyüme ve kalkınma üzerinden yoksulluğun ve gelir eşitsizliğinin azalmasına katkı sağlayabilmektedir (Jalilian & Kirkpatrick, 2002; Jeanneney & Kpodar, 2011). Bununla birlikte finansal gelişme işletmelere daha ekonomik koşullarda fon sağlayarak kayıt dışı ekonominin azaltılmasına ve dolayısıyla vergi kaçırma oranlarının düşürülmesine destek olmaktadır (Blackburn, Bose, & Capasso, 2012; Capasso & Jappelli, 2013; Berdiev & Saunoris, 2016). Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri, kaynak ve hedef ülkelerin finansal sektörlerindeki gelişmeler neticesinde doğrudan veya dolaylı olarak desteklenmektedir (Desbordes & Wei, 2017).

Yukarıda belirttiğimiz başlıca ekonomik etkiler nedeniyle finans sektörünün gelişiminin belirleyicilerinin tespit edilmesi, finans sektörünün gelişimine yönelik doğru politikaların belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Yapılan ampirik çalışmalarda ekonomik büyüme, finansal sistem içerisinde kamu ve özel sektörlerin payları, finansal serbestleşme, dış ticaretin serbestleşmesi, kurumsal yapı ve beşerî sermaye, makroekonomik politikalar, siyasi istikrar, yasal ve düzenleyici ortam finansal gelişmenin başlıca belirleyicileri olarak tespit edilmiştir (örneğin bkz. McKinnon, 1973; Shaw, 1973; Chin & Ito, 2002; Cottarelli, Dell'Ariccia, & Vladkova-Hollar, 2003; Rajan & Zingales, 2003; Acemoglu, Johnson, & Robinson, 2004; Hauner, 2009).

Kamu sektörü finans sektörünün önemli bir katılımcısı olmasına karşın, kamu sektörünün finans sektörünün gelişimi üzerindeki etkisi göreceli olarak az sayıda araştırmacı tarafından araştırılmıştır. Bu kapsamda kamu sektörü borçlanmasının finans sektörünün gelişimi üzerindeki etkisine yönelik güvenli varlık (safe asset) ve tembel banka (lazy bank) olmak üzere iki görüş öne sürülmüştür. Tembel banka görüşü, daha fazla miktarda kamu borçlanma araçlarına sahip olan bankaların kârlılıklarının arttığı, ancak etkinliklerinin azalmasıyla zaman içerisinde finansal derinliğin düştüğünü; güvenli varlık görüşü ise, sınırlı miktarda kamu borçlanmasının finansal gelişmeyi desteklediğini öne sürmektedir (Hauner, 2009). Dolayısıyla, kamu borçlanmasının finans sektörünün gelişimi üzerindeki net etkisi, kamu borçlanma düzeyine ve ülkeye özgü özelliklere bağlı olarak değişebilmektedir.

Dünyada serbestleşme ve küreselleşmenin hız kazanmasıyla birlikte doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizleri önemli miktarda artmıştır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri finans piyasalarındaki fonları artırarak finansal gelişmeyi pozitif, yurtiçi finansal piyasalar için bir rakip olarak değerlendirildiklerinde de finansal gelişmeyi negatif etkileyebilmektedir (Levine, 1997; Desbordes & Wei, 2017). Diğer yandan, işçi dövizleri kullanımlarına bağlı olarak finans sektörü ile tamamlayıcı veya ikameci bir ilişki içerisinde bulunabilmektedir (Gupta, Pattillo, & Wagh, 2009). İşçi dövizlerinin finans kurumları aracılığıyla transfer edilmesi ve / veya finans piyasalarında kullanılması durumunda, finansal gelişmeyi pozitif etkilemesi beklenmektedir. Bununla birlikte, işçi dövizleri finans sektörüne karşı alternatif bir finansman aracı olarak kullanıldığında veya transfer maliyetlerini en aza indirmek için kayıt dışı kanallardan transfer edildiklerinde finans sektörünün gelişimini negatif etkileyebilmektedir. Sonuç olarak, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizlerinin finans sektörünün gelişimi üzerindeki net etkisi değişkenlik gösterebilmektedir.

Komünizm sonrası geçiş süreci sonunda Avrupa Birliği (AB) üyeliklerine kabul edilen ülkeler, genel olarak 1980'lerin sonlarında merkezi planlı ekonomilerden liberal piyasa ekonomilerine geçiş süreçlerini başlatmışlar ve günümüze kadar ekonomik ve kurumsal dönüşüm için gerekli adımları atmaya devam etmişlerdir. AB geçiş ekonomileri, finans sektörlerinin gelişiminde önemli ilerlemeler kaydetmişler ve

özellikle AB üyeliğinin de etkisiyle önemli miktarda doğrudan yabancı sermaye yatırımı ve işçi döviz girişi elde etmişlerdir.

Çalışmada kamu iç borçlanması ile birlikte doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişleri ile işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisi AB geçiş ekonomileri örneğinde analiz edilmiştir. Çalışmanın ilgili literatüre üç şekilde katkı sağlaması hedeflenmektedir. Birinci olarak, ilgili literatürdeki sınırlı sayıdaki çalışmada kamu borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki etkisi analiz edilirken genellikle finansal gelişmeyi temsilen finansal derinlik değişkenlerinin kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada finansal sistemin derinliğini, erişilebilirliğini ve etkinliğini dikkate alan Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund [IMF]) tarafından hesaplanan finansal gelişme endeksi kullanılmıştır. İkinci olarak çalışmada yatay kesit bağımlılığı ve heterojenliği dikkate alan ikinci nesil ekonometrik testlerin kullanılması daha güvenilir sonuçlara ulaşılması açısından literatüre katkı sağlayacaktır. Son olarak ilgili literatürde yapılan çalışmalarda finansal gelişmenin olası belirleyicileri olarak birçok kurumsal ve ekonomik gösterge kullanmış, ancak doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ve işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisi göreceli olarak az sayıda araştırmacı tarafından araştırılmıştır. Bu nedenle, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizleri çalışmada kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde kamu sektörünün kapsamı, kamu maliyesi ve kamu borcu ele alınarak AB geçiş ekonomilerinde kamu sektörünün borçluluğunun gelişimi incelenmiştir. İkinci bölümünde öncelikle finansal sistem, finansal gelişme ve finansal gelişmenin ölçümüne yönelik yöntemler üzerinde durulmuştur. Daha sonra AB geçiş ekonomilerinde finans sektörünün gelişimi ve finansal gelişmenin makroekonomik etkileri ele alınmıştır. Son bölümde finansal gelişmenin belirleyicileri ile araştırma konusu ile ilgili literatür sunulmuştur. Daha sonra analizde kullanılan veri seti ve yöntem tanıtılarak ampirik analiz sonuçları sunulmuş ve tartışılmıştır. Çalışma sonuç kısmı ile tamamlanmıştır.

1. BÖLÜM: KAMU SEKTÖRÜNÜN KAPSAMI, KAMU MALİYESİ VE KAMU BORCU

1.1. KAMU SEKTÖRÜ

Karma ekonomi modelini benimsemiş ülkelerde kamu sektörü ve özel sektör ekonomide birlikte faaliyet göstermekte ancak farklı şekillerde karar ve tercih mekanizmalarına sahip olarak işleyişlerini sürdürmektedirler. Kamu sektörü toplumun ihtiyaçlarına göre mal ve hizmet üretmekte, üretilen mal ve hizmetlere göre harcama yapmakta ve bu harcamalar da ekonomi üzerinde çeşitli etkiler meydana getirmektedir. Bu harcamaların finansmanı için ülke milli gelirinin belli bir bölümü devlet tarafından kullanılmaktadır. Liberal kapitalist anlayışı benimsemiş ülkelerde bireylerin ihtiyaç duydukları mal ve hizmetlerin piyasada tam olarak karşılanamaması kamu kesiminin ortaya çıkışına neden olan ana unsurdur. Devletin üreteceği mal ve hizmetlerin miktarı ile ulaşılması istenen hedeflerin kapsamı kamu sektörünün büyüklüğünü belirleyen ana faktörlerdir. Kamu sektörünün büyüklüğü ülkeden ülkeye farklılık arz etmektedir (Saunders, 1986).

Modern iktisat teorisi, belirli varsayımların sağlanması sonucu serbest piyasa ekonomisinin düzgün işleyeceğini ortaya koymaktadır. Bu varsayımlarının sağlanamadığı durumlarda yaşanan aksaklıklar sonucu piyasa başarısızlıkları (market failures) ortaya çıkmaktadır. Karma ekonomi modelini benimsemiş ülkelerde piyasa başarısızlıklarının devlet tarafından giderilebilmesi kamu sektörünü gerekli kılmaktadır (Rosen & Gayer, 2014, s. 46-48). Devlet, piyasa başarısızlıklarının sonucu olarak ortaya çıkan dışsallıkların giderilmesi, bazı kritik sektörlerdeki monopolist eğilimlerin önüne geçilmesi, gerekli kamu mallarının tedarik edilmeleri, makroekonomik istikrarın sağlanması, iktisadi aktörlerin bilgi eksikliklerinin ve hatalarının giderilmesi ve sosyal adaletin sağlanması amaçlarını gerçekleştirmek için serbest piyasa ekonomisi içerisinde kamu sektörü aracılığı ile yer almakta, özel sektör faaliyetlerinin güvence altına alınacağı yasal mevzuatı oluşturarak düzenleyici rol oynamaktadır (Greene, 2012, ss. 1-5).

Devletin kamu sektörü aracılığı ile ekonomiye müdahalesinin kapsamı ve bu müdahalede hangi araçları kullanacağı ekonomi biliminin ortaya çıkışından bu yana tartışmalı bir konudur. Devletin ekonomi içerisindeki rolüne ilişkin yaklaşımlar tarih

boyunca farklılıklar göstermiştir. Tarihsel süreç içerisinde devletin iktisadi rolüne ilişkin görüşlerdeki gelişmelere bakıldığında, ticari kapitalizm sonucu Merkantilizm'in, tarımın kapitalistleşmesi sonucu Fیزیokrasi'nin, sanayi devriminin sonrasındaki Klasik iktisadi düşüncenin, 1929 yılında başlayan Büyük Buhran (Great Depression) sonrasında Keynesyen iktisadi düşüncenin, 1974 yılında birçok ülkeyi etkisi altına alan petrol krizi neticesinde Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen iktisadi düşüncelerin ortaya çıktığı görülmektedir (Barlas, 2011; Öztürk, 2016, ss. 39-72).

16. yüzyılda ortaya atılan Merkantilizm, toplumun zenginliğinin artırılmasının ana amaç olduğu ve bu amaç doğrultusunda ülkenin sahip olduğu değerli maden stokunun artırılması gerekliliği düşüncesi üzerine gelişmiştir. Bu amaç doğrultusunda merkantilistler, devletin dış ticaretin gelişimi için gerekli müdahalelerde bulunması ve düzenlemeler yapması gerekliliği üzerinde durmuşlardır. Merkantilizmde ihracatın artırılması ve ithalatın azaltılması hedeflenmiş, ihracat karşılığında elde edilen altın ve gümüşün yeni yerler fethetmek ve ülke savunmasını sağlamak amacıyla orduyu finanse etmek için kullanılması gerektiği görüşü ortaya konmuştur (Hillman, 2009, s. 743). 18. yüzyılda ortaya atılan ve öncülüğünü François Quesnay'ın yaptığı Fیزیokrat görüş devlet müdahalesine karşıdır ve bu müdahalenin mümkün olan en alt sınıra indirilmesini, dolayısıyla da kamu harcamalarının kısılmasını tavsiye eder. Ayrıca Fیزیokratlar locaların (meslek örgütlerinin), vergilerin, gümrük vergilerinin, teşviklerin ve ticareti kısıtlayıcı her türlü düzenlemenin kaldırılması gerektiğini savunmaktadırlar (Hunt & Lautzenheiser, 2011, s.35). Fیزیokratlar merkantilistlerin aksine zenginliğin kaynağını tarım olarak görürler ve devletin sadece tarım üzerinden tek ve dolaysız vergi alması gerekliliğini savunurlar (Işık, Karayılmazlar, Organ, & Işık, 2005, s. 25).

Adam Smith ile ortaya atılan Klasik iktisadi düşünce devletin ekonomiye müdahalesinin minimum düzeyde tutulması, ekonomik faaliyetlerin piyasa ekonomisi tarafından gerçekleştirilmesi gerektiğini savunur. Klasik görüşe göre devlet hukuki ve yasal düzenlemeler ile piyasa ekonomisinin işleyişine uygun zemini hazırlamalı ve özel mülkiyet haklarını korumalıdır. Adam Smith (1776) "Ulusların Zenginliği" adlı eserinde devletin kamu sektörü aracılığı ile eğitim, güvenlik ve yargı hizmetlerini vatandaşlara sunması gerektiğini belirtmiş, bunlara ek olarak özel kesim tarafından karlılığı yatırım maliyetlerini karşılayamayacak olan büyük ölçekli altyapı ve

bayındırlık hizmetlerini de devletin yapması gereken hizmetler arasına dahil etmiştir. Bu bağlamda kamu harcamalarının asgari seviyede tutulması, denk bütçe ilkesine riayet edilmesi, para arzının kontrolü ve borçlanma yoluna gidilmemesi savunulmuştur (Kurz, 2016, s. 19; Roncaglia, 2017, s.73).

1929 ekonomik bunalımı ile birlikte John M. Keynes “Genel Teori” adlı eserinde devletin ekonomiyi yönlendirmesinin önemi üzerinde durmuş, Klasik iktisadi düşüncenin aksine devlete ekonomik büyüme ve kalkınma, ekonomik istikrar ve adil gelir dağılımı gibi önemli iktisadi fonksiyonlar yüklemiştir. Tarafsız devlet anlayışı yerine müdahaleci sosyal refah devleti anlayışı ön plana çıkmıştır. Keynesyen iktisadi düşünceye göre, kamusal mal ve hizmetlerin üretiminde piyasa mekanizmasının eksik kalması, optimum kaynak dağılımının aksak rekabet ve dışsallıklar nedeniyle sağlanamaması, kâr maksimizasyonuna risk ve belirsizlikler ile asimetrik bilgi gibi sebeplerden dolayı ulaşılamaması nedeniyle kamunun ekonomiye müdahalesi gereklidir (Medema & Samuels, 2003). Maliye politikası araçlarının etkin kullanılarak ekonomik sorunların ve dengesizliklerin giderilebileceği savunulmaktadır. Bütçe politikası, devletin ekonomiye müdahalesinde ortaya koyduğu maliye politikasının önemli araçlarından biri olarak kabul edilmiştir. Vergilerin sadece finansman amacıyla değil gelir dağılımını düzenlemek ve toplam talep seviyesini ayarlamak için de kullanılması görüşü kabul edilmiştir. Klasik görüşün benimsediği denk bütçe ilkesi Keynesyen görüş tarafından benimsenmemiş, yerine “telafi edici bütçe” ve “devri bütçe” yaklaşımları benimsenmiştir (Kanca & Bayrak, 2019). Ayrıca Klasik görüşün olağanüstü bir kamu geliri olarak gördüğü borçlanma, Keynesyen görüşe göre olağan bir gelir olarak kabul edilmektedir (Sandmo, 2011, ss. 353-354).

1970’li yıllarda baş gösteren stagflasyon krizinin aşılmasında Keynesyen politikaların etkisiz kalması Yeni Klasik düşüncenin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Arz Yanlı İktisatçılar, Monetaristler, Avusturya İktisat Ekolü ve Anayasal İktisatçılar ile ön plana çıkan Yeni Klasik düşünce, müdahaleci Keynesyen maliye politikası uygulamalarını eleştirerek kamu sektörünün olabildiğince küçültülmesi gerektiğini, kamu sektörünün etkin şekilde hizmet sunmasının sağlanmasını ve bu bağlamda devletin rolünün yeniden tanımlanması gerektiğini savunmaktadır (Öztürk, 2006).

Talep yönlü Keynesyen görüşe karşı ekonominin arz yönünü ön plana çıkaran Arz Yanlı İktisat yaklaşımı stagflasyon krizinin aşılmasında talep yönlü politikalarla

karşın arzı arttırmaya yönelik politikaların daha etkin olduğunu iddia etmektedir. Arz Yanlı iktisadi görüşe sahip iktisatçılar devletin harcama ve vergi politikalarının toplam arzı etkilediğini belirterek yüksek marjinal vergi oranlarının tasarruf, yatırım, gelir ve çıktı düzeyleri ile kaynak dağılımının etkinliği üzerinde negatif sonuçlar doğuracağı görüşündedirler (Doğan, 2006). Vergi hasılatını maksimum düzeye ulaştıran optimal bir vergi oranı olduğu, vergi oranının bu düzeyden fazla veya düşük olması halinde maksimum vergi hasılatı düzeyine ulaşamayacağı görüşü Laffer Eğrisi ile ortaya konmuştur (Laffer, 2004). Minimal devlet anlayışı gereği kamu sektörünün olabildiğince küçük olması ve ekonomik işleyişte devletin piyasa ekonomisinin gelişmesi ve düzgün işlemesi ana amacına uygun gerekli hukuki düzenlemeleri yapması gerektiği Arz Yanlı iktisatçılar tarafından savunulmaktadır.

Milton Friedman öncülüğünde ortaya konulan Monetarist yaklaşıma göre devlet ekonomik faaliyetlerini sınırlandırmalı, özgürlüklerin korunması, rekabetçi piyasaların güçlenmesi, parasal sistemin korunması, adaletin, iç ve dış güvenliğin sağlanması amaçlarına uygun olarak hareket etmelidir. Monetarist görüş devletin ekonomiye hiç müdahale etmemesi durumunda stagflasyon krizinin aşılabileceğini savunmuştur. Bu görüşe göre maliye politikasının etkinliği kamu harcamalarının nasıl finanse edileceğine bağlıdır. Eğer kamu harcamalarının finansmanı kişilerden ve piyasadaki firmalardan borçlanılarak sağlanırsa bu durum ödünç verilebilir fonlara talebin artmasına ve faiz oranlarının yükselmesine neden olacak ve nihayetinde de özel yatırım harcamalarının azalmasına yani dışlama etkisine (crowding-out effect) sebep olacaktır (Brunner & Meltzer, 1972; Bailey, 2004, s. 13). Dışlama etkisinin büyüklüğü yatırımların ve para talebinin faize duyarlılığına bağlıdır; yatırımların faize duyarlılığı ne kadar yüksekse ve para talebinin faize duyarlılığı ne kadar düşükse dışlama etkisi de o derece büyük olacaktır. Kamu harcamaları vergilerle finanse edilirse bu harcamaların milli gelir üzerindeki etkisi ek vergiler nedeniyle sınırlı olacaktır.

Öncülüğünü Frederic Von Hayek'in yaptığı Avusturya İktisat Ekolü'ne göre devletin piyasa ekonomisine müdahalesi irrasyonel ve verimsiz olup ekonomik istikrarın bozulmasına neden olmaktadır (Öztürk, 2006). Bu görüşe göre devlet ekonomiye gelir dağılımını düzeltmek ve ekonomik refahı arttırmak amacıyla da müdahale etmemelidir. Devletin bu tür müdahaleleri piyasa mekanizmasının işleyişini ve rekabeti yok etmektedir. James M. Buchanan öncülüğünde ortaya atılan Anayasal

İktisat yaklaşımına göre devletin iktisadi ve politik birimlerinin yetkilerinin anayasa ile sınırlandırılması, kurala bağlı iktisadi politikaların uygulanması gerektiği savunulmaktadır (Küçükkalay, 2015, s.588). Siyasal karar alıcıları ekonomi yönetiminde popülist ve keyfi uygulamalardan uzak tutmak amacıyla vergileme, borçlanma, para basma ve harcama yetkilerinin anayasal hükümlerle sınırlandırılması gerektiği görüşüne yer verilmektedir.

Yeni Keynesyen görüş, ekonomideki fiyatların ve ücretlerin yapışkan olduğu, bu nedenle ekonomideki değişimlere göre hemen ayarlanamayacakları varsayımına dayanmaktadır. Fiyat yapışkanlığının varlığı nedeniyle para politikasının ekonomik etkisinin nötr olmadığı savunulmaktadır (Gali, 2008, ss. 5-6). Yeni Keynesyen görüşü savunan iktisatçılar, ekonomide tam istihdamın hemen sağlanamayacağını, devletin para ve maliye politikası araçları ile ekonomik istikrarın tesis edilmesi amacıyla ekonomiye müdahale etmesi gerektiğini iddia etmektedir.

Devletin kamu sektörü vasıtası ile iktisadi faaliyetlerde bulunma ve ekonomiye müdahale etme imkanının olması, kamu sektörünün kapsamının anlaşılmasını önemli kılmaktadır. İzleyen alt bölümlerde kamu sektörünün tanımı, işlevleri ve özel sektör ile ilişkisi ana hatlarıyla incelenecektir.

1.1.1. Kamu Sektörünün Tanımı ve Başlıca İşlevleri

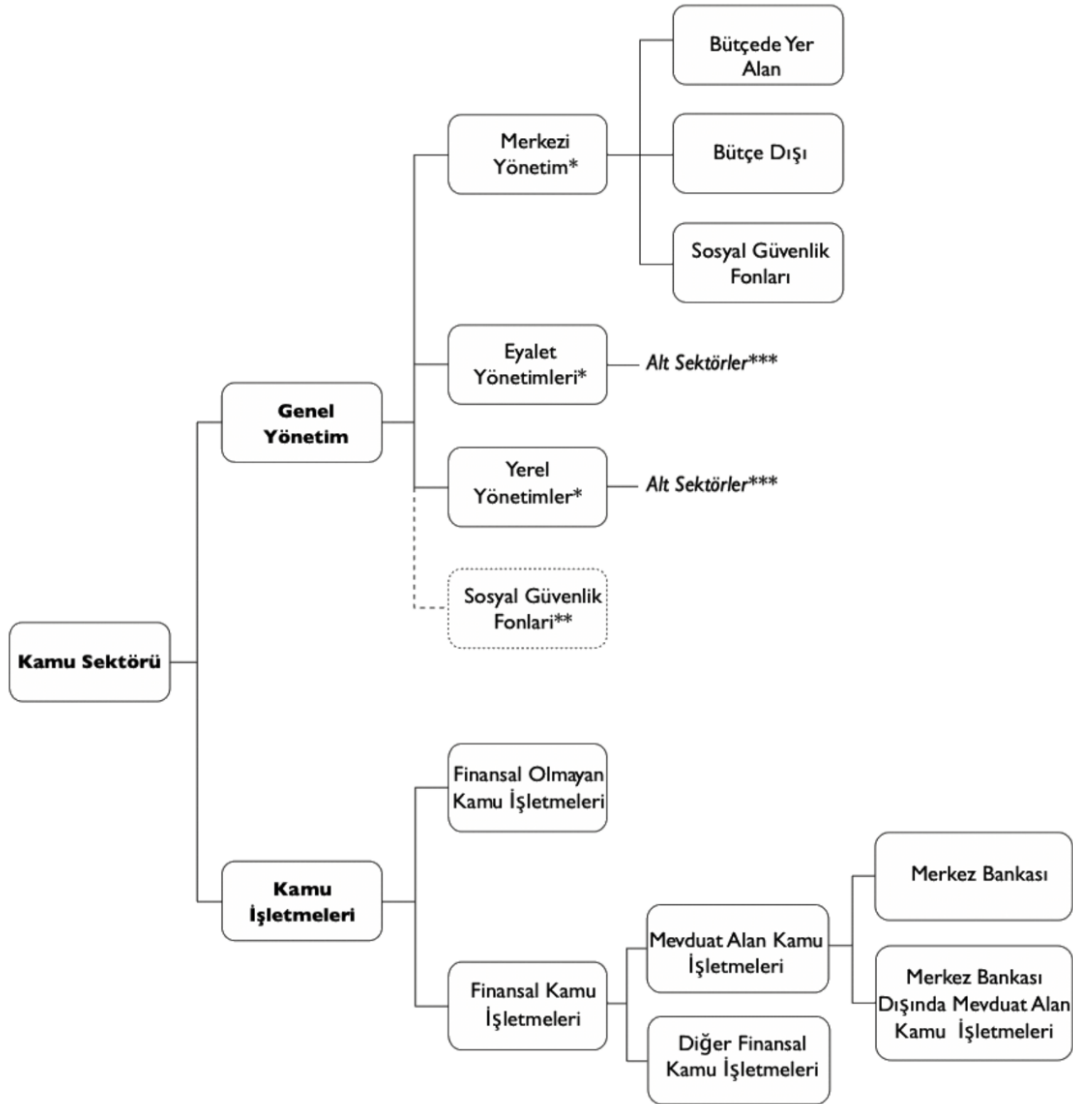
Devletin yüklenmiş olduğu mali, ekonomik ve sosyal görevler kamu sektörü aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Genel anlamda kamu sektörü hükümetler ve kamu idareleri tarafından kontrol edilen veya kamu tarafından finanse edilen tüm kurumlardan, mal veya hizmet sunan kamuya ait işletmelerden oluşur. Bununla birlikte, herhangi bir örgütün, kurum ve kuruluşun bu çatı altına dahil edilip edilemeyeceği her zaman net değildir. Ülkelerin merkezi ya da federal yönetim sistemlerine sahip olmaları ve ülkelerdeki yönetim uygulamalarındaki çeşitlilik de kamu sektörünün kapsamının belirlenmesinde farklılıklara neden olabilmektedir. Bu nedenle, sınırları tanımlamaya yardımcı olacak belirli kriterleri belirlemek gerekir. Kamu sektörünün yapısı ve özellikleri ülkeden ülkeye farklılık arz edebilir; ancak en genel özellikleri dikkate alındığında dar ve geniş anlamda bir tanımının yapılması mümkündür. Dar anlamda kamu sektörü merkezi yönetimi ifade ederken, geniş

anlamda kamu sektörü ise merkezi yönetimin, yerel yönetimlerin, kamu işletmelerinin ve parafiskal kuruluşların tümünü ifade etmektedir (Akdoğan, 2016, s.29).

Ülkelerin farklı yönetim sistemlerine ve idari yapılara sahip olmaları, ülkelerin kamu sektörü göstergelerinin karşılaştırmalarını zorlaştırmaktadır. Ülkeler arası karşılaştırmaların sağlıklı bir şekilde yapılabilmesi ve standartlaştırılmış istatistiki bilginin oluşturulabilmesi amacıyla bazı uluslararası kurum ve kuruluşlar tarafından çalışmalar yapılmaktadır. Bu bağlamda, IMF tarafından 2014 yılında Devlet Mali İstatistikleri Kılavuzu 2014 (Government Finance Statistics Manual 2014 [GFSM 2014]) yayınlanmıştır. Kılavuzda kamu sektörünün idari ve mali yapısının standardize edilmiş bileşenlerine ayrılarak tasnifine ilişkin kapsamlı açıklamalar yer almaktadır. Bu şekilde bir sınıflandırma, ülkeler bazında kamu sektörü istatistiklerinin uygun şekilde karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır.

GFSM 2014'te kamu sektörü, Şekil 1.1'de gösterildiği üzere alt bileşenlerine ayrılarak tasnif edilmektedir. Kamu sektörü, genel yönetim ve kamu işletmelerinden oluşmaktadır. Genel yönetim kendi içerisinde merkezi yönetim, eyalet yönetimleri ve yerel yönetimleri kapsamaktadır. Merkezi yönetim birimleri ise kendi içerisinde bütçede yer alan kurumları, bütçe dışı kurumları ve sosyal güvenlik fonlarını kapsamaktadır. Burada sosyal güvenlik fonları genel yönetim birimleri altında ayrı bir bileşen olarak da sınıflandırılabilir. Kamu işletmeleri ise kendi içlerinde finansal kamu işletmeleri ve finansal olmayan kamu işletmeleri olarak sınıflandırılmaktadırlar. Finansal kamu işletmeleri, mevduat alan kamu işletmeleri ve diğer finansal kamu işletmeleri olarak bir ayrıma tabi tutulmaktadırlar. Mevduat alan kamu işletmeleri ise merkez bankası ve merkez bankası dışında mevduat alan kamu işletmelerinden oluşmaktadır.

Şekil 1.1. Kamu Sektörü ve Temel Bileşenleri



*Sosyal güvenlik fonlarını içermektedir.

**Alternatif olarak, sosyal güvenlik fonları, kesik çizgili kutuda gösterildiği gibi ayrı bir alt sektörde birleştirilebilir.

***Eyalet ve yerel yönetimlerde bütçe birimleri, bütçe dışı birimler ve sosyal güvenlik fonları da mevcut olabilir.

Kaynak: IMF (2014, s. 20).

Devlet, birçok görev ve fonksiyonunu merkezi yönetim adı verilen, ülke çapında hiyerarşik bir yapıda faaliyetini sürdüren bir örgüt aracılığı ile icra etmektedir (Nadaroğlu, 1986, s. 16). Merkezi yönetim tarafından sunulan kamusal hizmetler özellikle ülkenin genelini ilgilendiren ve merkezden planlanması ve uygulanmasında yarar görülen hizmetlerdir. Devlet, yasamanın denetiminde ve yürütmenin organizasyonu içerisinde, yerel örgütleri ve birimleri de mevcut olan merkezi yönetim ile geniş bir etkinlik sahasında işlevlerini sürdürür (Özbilen, 2012, ss. 109-110). Merkezi yönetim faaliyetleri kapsamında yapılan harcamaların büyük kısmı genel

bütçe içerisinde yer almaktadır. Sunulan hizmetler ile yaratılacak faydanın maksimum düzeye ulaştırılması amaçlanmaktadır. İdari yapının niteliğine bağlı olarak hangi kamusal hizmetlerin merkezi yönetim tarafından sunulacağı ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir.

Yerel nitelikte olan kamu hizmetleri yerel yönetim kuruluşları tarafından sunulmaktadır. Bir ülkedeki idari ve siyasi organizasyon şekline göre merkezi yönetim kuruluşlarının ve yerel yönetim kuruluşlarının kamu sektörü içerisindeki faaliyet alanı belirlenmektedir. İktisadi olarak değerlendirildiğinde merkezi yönetimler ile yerel yönetimler, özel sektör tarafından yani piyasa ekonomisi içerisinde üretilmeyen ve sunulamayan ya da etkin ve adaletli şekilde üretilmeleri mümkün olmayan mal ve hizmetlerin üretimini yapan ya da yapılmasını sağlayan ve halka sunan birimlerdir (Kirmanoğlu, 2017, s.36).

Bazı kamusal mal ve hizmetler, devlet bütçesi içerisinde yer almamakla birlikte özel finansman yöntemleri ile topluma sunulmaktadırlar. Sosyal güvenlik kuruluşları, mesleki kuruluşlar ve iktisadi özellik taşıyan kuruluşlar tarafından bu hizmetler verilmektedir. Parafiskal kuruluşlar olarak adlandırılan bu kuruluşlar kendi üye ve mensuplarına fayda yaratarak kamu yararı fonksiyonu görmektedirler. Bu kuruluşlar giderlerini kendi gelirleri ile karşılamaktadırlar. Kamu sektörü içerisinde önemli bir yeri olan bu kuruluşlar kendi üye ve mensuplarından sağladıkları aidat, prim vb. gelirler ile faaliyetlerini sürdürürler (Altay, 2017, s. 140).

Kamu işletmeleri ya da diğer adıyla kamu iktisadi teşebbüsleri de geniş anlamda kamu sektörü kapsamı içinde yer almakta olup, kamu yararı ya da gelir elde etmek amacıyla piyasa ekonomisi koşullarında piyasaya sunulabilen özel mal ve hizmet üretiminin yapıldığı işletmelerden oluşmaktadır. Bu tür kuruluşlar özellikle özel sektörün gelişmemiş olduğu ve rekabetçi piyasaların oluşmadığı dönemlerde milli endüstrinin ve tarımın gelişmesi ile tüketicilere kaliteli ve ucuz mal ve hizmet sunma amaçlarına hizmet etmişlerdir. Kamu iktisadi teşebbüsleri, ülkeden ülkeye değişiklik göstermekle birlikte iktisadi, siyasi, mali ve sosyal nedenlerle kurulmaktadırlar (Altunbağ & Türkoğlu, 2015). Ancak, son yıllarda dünyada bu tür kamu girişimlerinin özelleştirilmesi eğilimi artmıştır.

Kamu sektörünün makro düzeyde politika hedeflerinin seçimi, üretim faktörlerinin ülke genelinde etkin ve optimal düzeyde kullanılması amacıyla yönlendirilmesi ve bu hususlarda gerekli planlamaların yapılması bakımından yönetici ve yönlendirici bir işlevi vardır. Pigou (1928), özel sektör ya da kamu sektörünün bütün iktisadi faaliyetlerinin refahı maksimize etmek için tasarlanması gerektiğini savunmaktadır. Kamu sektörünün ülkedeki toplam refah düzeyini yükseltmeye yönelik işlevleri üretimde etkinliğin (efficiency) ve bölüşümde adaletin (equity) sağlanması işlevleri olup, refah ekonomisi (welfare economics) kapsamında incelenmektedir. Ancak, kamu sektörünün üretimde etkinlik ve bölüşümde adalet işlevleri birbiri ile çelişebilmektedir. Devlet, kamu sektörü aracılığı ile iktisadi kaynakların adaletli bir şekilde dağılımına yönelik politikalar ile ekonomiye müdahale ettiğinde ekonomik etkinlik kaybına ve iktisadi çarpıklıklara, diğer yandan üretimde etkinliğin sağlanmasına yönelik politikalar izlediğinde ise kaynak dağılımında adaletsizliklerin oluşmasına neden olabilmektedir (Myles, 1995, s.6).

Kamu sektörünün üretime yönelik işlevi, üretim faktörlerinin ekonomi içerisinde etkin kullanılması, amaçlara uygun bir biçimde dağılımının sağlanması ve belirlenen hedeflere göre üretimin yapılması bakımından önemlidir. Tam rekabet şartlarının piyasada gerçekleşmemesi, toplumsal mal ve hizmetlerin üretimi sorunu, dışsallıklar ve doğal tekeller üretim faktörlerinin etkin şekilde tahsis edilmesini engelleyen başlıca faktörler olup, devlet kamu sektörü aracılığı ile etkin bir kaynak dağılımını sağlayacak önlemleri alma imkanına sahiptir. Ulaşım, haberleşme, enerji gibi alt yapı yatırımlarının yetersizliği özel sektör üretimini olumsuz etkilediğinden, özel sektör tarafından sağlanması mümkün olmayan bu tür yatırımların kamu sektörü tarafından sunulması üretimde etkinliğin sağlanması açısından gerekli olmaktadır. Devlet, kıt iktisadi kaynakların etkin ve adaletli dağılımının sağlanması amacıyla kamu sektörü vasıtası ile toplum yararına olan mal ve hizmetleri üreterek, halkı olumsuz etkileyen ve özel sektör tarafından piyasaya sunulan mal ve hizmetlerin üretimini sınırlandırarak veya yasaklayarak, serbest piyasada rekabetin sağlanması amacıyla anti-tröst düzenlemeler yaparak, doğal tekeller yolu ile mal ve hizmet üreterek, negatif dışsallıklara neden olan iktisadi etkinlikleri caydırıcı, pozitif dışsallıklara neden olan iktisadi etkinlikleri ise teşvik edici uygulamaları işleterek ekonomiye müdahil olma ve piyasa ekonomisini düzenleme imkanlarına sahiptir (Şener, 2010, ss. 15-16).

Kamu sektörünün bölüşüme yönelik işlevi ile bireyler, gruplar ve üretim faktörleri arasında ulusal gelirin paylaşımında adaletin sağlanması ve dolayısıyla da toplum refahının artırılması amaçlanmaktadır. Adil bir gelir dağılımı piyasa mekanizmasının işleyişi sonucu kendiliğinden sağlanamadığından devlet vergi, harcama ve borçlanma gibi iktisadi ve mali araçlar vasıtasıyla ya da sosyal politika uygulamaları ile gelir dağılımındaki adaletsizliği azaltmayı hedefler (Gruber, 2013, s. 6).

Kamu sektörünün ekonomik istikrar işlevi ile fiyat istikrarının sağlanarak ekonominin tam istihdamda kalması hedeflenmektedir (Stiglitz, 2000, s. 20). Başka bir ifadeyle, istikrar işlevi, yüksek istihdamın, fiyat istikrarının, ekonomik büyümenin ve ödemeler bilançosunda dengenin sürdürülmesi için gerekli önlemlerin alınması ile ilgilidir (Khan, 2019, s. 4).

1.1.2. Kamu Sektörü ve Özel Sektör İlişkisi

Özel sektörde faaliyet gösteren ekonomik birimlerin ana amacı kâr maksimizasyonunu gerçekleştirmek iken kamu sektörünün ana hedefi sosyal faydanın maksimize edilmesidir. Neoklasik iktisat teorisine göre ‘kamu’, özel piyasaların tesadüfi başarısızlığının kalıntısı olarak kaynakların etkin bir şekilde tahsisini sağlamak amacıyla ortaya çıkar (Bailey, 1995, s.8). Tam işleyen bir piyasa ekonomisi varsayımı altında kaynakların tahsisi etkin yani Pareto optimal şekilde gerçekleşeceğinden kamunun ekonomi üzerindeki rolü sınırlı olacaktır. Ancak piyasa mekanizması tam işlemediğinde ve piyasa başarısızlıkları söz konusu olduğunda devletin kamu sektörü vasıtasıyla ekonomik faaliyetlerin içinde yer alması ve yönlendirici rolü kamu sektörü dışındaki diğer sektörleri de etkilemektedir.

Bir ekonomide birlikte faaliyetlerini sürdüren kamu ve özel sektöre ait işletmeler ile kurum ve kuruluşlarının idari yapıları ve statüleri ülkeden ülkeye değişiklik göstermeleri nedeniyle farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilmektedirler. Bir önceki bölümde IMF (2014)’nin kamu sektörüne yönelik yaptığı ve Şekil 1.1’de belirtilen sınıflandırmaya benzer şekilde özel sektörü de içine alan ve standardize edilmiş tanımlar ile ülkeler arası karşılaştırmalara olanak veren Ulusal Hesaplar Sistemi 2008 (System of National Accounts 2008 [SNA 2008]) UN, Avrupa Komisyonu (European Commission), Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

(Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD]), IMF ve Dünya Bankası'nın iş birliği ile hazırlanmış ve yayınlanmıştır (United Nations Statistical Commission, 2008). SNA 2008'de özel sektör ve kamu sektörünü oluşturan işletme, kurum ve kuruluşlar ile kamu ve özel sektörün ekonomi içerisinde birbiri ile ilişkisini göstermeye de olanak tanıyan sınıflandırma Şekil 1.2'de yer almaktadır.

Şekil 1.2. Kamu Sektörü ve Kurumsal Sektörler ile İlişkisi

Finansal Olmayan İşletmeler	Finansal İşletmeler	Genel Yönetim	Hanehalklarına Hizmet Veren Kâr Amacı Gütmeyen Kuruluşlar	Hanehalkları
Kamu	Kamu	Kamu	Özel	Özel
Özel	Özel			

Kaynak: United Nations Statistical Commission (2008, s. 439).

Şekil 1.2. incelendiğinde görüleceği üzere, SNA 2008'e göre bir ekonomide faaliyette bulunan kamu ve özel sektöre dahil tüm ekonomik aktörler finansal olmayan işletmeler, finansal işletmeler, genel yönetim, hanehalklarına hizmet veren kâr amacı gütmeyen kuruluşlar ve hanehalkları olarak sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırmada ekonomi içerisinde hem kamuya hem de özel sektöre ait finansal ve finansal olmayan işletmeler yer almaktadır. Hanehalklarına hizmet veren kâr amacı gütmeyen kuruluşlar ayrı bir kategoride değerlendirilmekte ve özel sektöre ait kuruluşları kapsamaktadır. Bu kuruluşlar kâr amacı gütmeyen yardım kuruluşları, vakıf ve dernekler gibi sivil toplum örgütlerinden oluşmaktadırlar. Hanehalklarına hizmet veren kâr amacı gütmeyen kamu sektörüne ait kuruluşlar ise genel yönetim kategorisinde yer almaktadırlar (United Nations Statistical Commission, 2008, ss. 64-65, 437). Bu sınıflandırmaya göre oluşturulan diğer bir kategori de özel sektör içinde yer alan hanehalklarıdır. Bir ekonomide kamu sektörü ve özel sektör ilişkisi, bu sınıflandırmadan da anlaşılacağı gibi bu sektörlerin içerdikleri birimlerin birbirleri ile olan etkileşimlerinden kaynaklanmaktadır. Kamu sektörünün veya kamu maliyesinin

ekonomi üzerindeki etkilerinin genel anlamda değerlendirmesi yapılırken sektörler arasındaki bu ilişki yumağının göz ardı edilmemesi önem arz etmektedir (Stiglitz, 2000, ss. 9-10).

Musgrave (1959), kamu sektörünün etkinlik (efficiency), dağıtım (distribution) ve istikrar (stabilization) fonksiyonlarının olduğunu ve bu fonksiyonlar aracılığı ile özel sektörün ekonomik aktivitelerinin etkileneceğini belirtmektedir. Ekonomik aktörler arasında olası asimetrik bilginin yani bilgi eksikliklerinin (imperfect information) söz konusu olması ekonomide etkinliğin sağlanamaması ile sonuçlanmakta ve devlet kamu sektörü aracılığı ile özel sektörün bilgi eksikliğinin giderilerek etkinliğin sağlanmasına katkı sağlayabilmektedir (Myles, 1995, s.7). Diğer taraftan, kamu sektörü tarafından yapılan harcamalardaki artış farklı kanallar üzerinden özel yatırım harcamalarının azalmasına ve özel sektörün dışlanmasına neden olabilmektedir (Gruber, 2013, s. 197).

Devlet, kamu sektörü aracılığıyla uyguladığı iktisadi politikalar ile sanayi, tarım ve hizmet sektörlerini etkilemekte ve bu sektörler üzerinde düzenleyici bir rol üstlenmektedir. Ekonomideki kıt kaynakların optimal şekilde dağıtılması ve kullanılması ile iktisadi etkinliğin sağlanması amacına yönelik politikalar uygulanabilmekte, ekonominin dönemsel durumuna göre kullanılan politika araçları özel sektörü etkilemektedir. Ayrıca, ülkeden ülkeye ve hatta bir ülke ekonomisi içerisinde dönemden döneme farklılıklar gösteren kamu sektörü ile özel sektörün genel ekonomi içerisindeki payları bu iki sektör arasındaki ilişkide önemli rol oynamaktadır. Özel sektörün ekonomi içindeki payının artması da devletin gelirlerinin artmasına neden olacağından kamu sektörünün iktisadi olanaklarının artması sonucunu doğuracaktır (Taha, Nanthakumar, & Colombage, 2011).

Özel sektörün piyasaya tedarik edemediği kamusal mal ve hizmetlerin üretimi ve piyasaya sunulmaları amacıyla kamu sektörü temel olarak vergi gelirlerine ihtiyaç duymakta ve izlediği vergi politikasına göre özel sektör üzerine bir yük getirerek özel sektörün ekonomik aktivitelerine olumsuz etki edebilmektedir (Ihori, 2017, s.2). Ayrıca, devlet tarafından özel sektöre verilen teşvikler de özel sektörün ekonomik aktivitelerine pozitif yönde katkı sunmaktadır. Kamu mal ve hizmetlerinin üretimi için kamu sektörü tarafından yapılan yatırımlar ile üretilen kamu mal ve hizmetlerinin piyasaya sunulması ekonomik büyüme ve kalkınmayı etkileyerek özel sektörün

gelişimi üzerinde etkili olmaktadır. Kamu sektörünün yaptığı harcamalar işgücü piyasaları, eğitim, beşerî sermaye, alt yapı ve ulaşım olanakları üzerinde etkili olmakta, toplam faktör verimliliğini arttırarak özel sektörün ekonomik etkinliğinin ve yaptığı yatırımların artmasına katkı sağlamakta ve ekonomik büyüme ve kalkınmayı pozitif yönde etkilemektedir (Lucas, 1988; Barro, 1990; Barro & Sala-i Martin, 1992; Devarajan, Swaroop, & Zou, 1996).

Bir ülke ekonomisinin kalkınma ve büyümesinde önemli rol oynayan imalat sanayi sektörünün izlenen sanayi politikaları ile verimlilik artışı sağlanarak geliştirilmesi, rekabet gücünün arttırılması ve sanayileşme sürecini olumsuz etkileyen piyasa başarısızlıklarının düzeltilmesi hedeflenmektedir. Teşvik ve sübvansiyon, teknoloji ve standartlar, dış ticaret, rekabet ve bölgesel gelişme politikaları özel sektör imalat sanayisinin gelişimi ve rekabet gücünün arttırılması için devlet tarafından kamu sektörü aracılığı ile uygulanan iktisadi kalkınma politikaları arasındadırlar (Morgül, 2000).

1.2. KAMU MALİYESİ

Genel bir tanımla kamu maliyesi, devletin kamu sektörü aracılığı ile yaptığı harcamaları ve elde ettiği gelirleri inceleyen bir bilim dalıdır. Literatürde kamu maliyesi, iktisadın devletin aktivitelerini, kamu harcamalarının finansman yollarını ve devletin vergilendirme ve harcama politikalarını analiz eden bir alanı olarak da tanımlanmaktadır (Hyman, 2010, s.5; Rosen & Gayer, 2014, s.2). Bazı yazarlar tarafından “kamu sektörü ekonomisi” ya da “kamu ekonomisi” olarak da adlandırılan kamu maliyesinin incelediği temel sorunlar, finansal ve mali olmaktan ziyade reel kaynakların kullanımı ile ilgilidir. Kamu maliyesi, temel olarak kamu sektörünün iktisadi özellikteki eylemlerinin izahı ve analizi ile ilgilenmektedir (Uluatam, 2014, s.11). Başta kamu harcamaları ve kamu gelirleri olmak üzere bu gelir ve harcama kalemlerinden kaynaklanan ekonomik büyüme, fiyat istikrarı ve ekonomideki kaynak dağılımı gibi iktisadi etkiler kamu maliyesinin konusunu oluşturur. Kamu sektörü tarafından yapılan harcamaların ve elde edilen kamu gelirlerinin denkleştirilmesini yani kamu gelir gider dengesinin sağlanmasını ve bu bağlamda yapılan hukuki düzenlemeleri içine alan kamu bütçesi de kamu maliyesinin inceleme alanı içinde yer alır.

Kamu maliyesinin amaçları iktisadi düşünce tarihi içerisinde genel kabul görmüş iktisadi ekollere göre değişiklik göstermiştir. 18. yüzyılda sadece topraktan tek vergi alınmasını savunan fizyokratlar ve sonrasında devletin ekonomiye müdahalesinin minimum düzeyde tutulmasını savunan Adam Smith öncülüğündeki klasik görüş devletin boyutlarının ve dolayısıyla kamu maliyesinin alanının dar bir çerçevede kalmasına neden olmuştur. 1929 yılında ortaya çıkan büyük buhran ile birlikte ekonomide dengenin sağlanabilmesi için devletin ekonomiye müdahale etmesi gerektiği görüşü ön plana çıkmış, görünmez elin ekonomik dengeyi kendiliğinden sağlayamayacağı savunulmuştur. Bunun ile birlikte kamu harcamaları önem kazanmış ve kamu maliyesinin amaçları genişlemiştir. Abba P. Lerner (1943) öncülüğünde ortaya konan fonksiyonel maliye ön plana çıkmıştır.

Kamu maliyesi, kamu sektörünün kaynak tahsisinde (allocation) etkinlik ve gelirin dağılımında (redistribution) adaletin sağlanmasından oluşan mikroekonomik işlevleri ile ekonomik istikrarın (stabilization) sağlanmasına yönelik makroekonomik işlevi ile ilgilenmektedir (Musgrave, 1959, ss. 4-6; Ihori, 2017, ss. 1-3). Başka bir deyişle, iktisadi kaynakların etkin ve adaletli şekilde dağılımının ve kullanımının sağlanarak ekonomik kalkınma ve büyümenin gerçekleştirilmesi ve sürdürülmesi, ekonomide istikrarın tesis edilmesi ve adil bir gelir dağılımının sağlanması, günümüzde çağdaş kamu maliyesinin öncelikli amaçları arasındadır (Mutluer, Öner, & Kesik, 2016, s.28).

Kamu maliyesinin amaçlarından kaynakların tahsis ve kullanımında etkinlik, kıt kamu kaynaklarının optimum şekilde dağılımı ve kullanımı ile mümkün olmaktadır. Piyasa mekanizması dışsallıklar, asimetrik bilgi ve eksik rekabet gibi nedenlerle piyasa başarısızlıklarının oluşabilmesini kendi iç dinamikleri ile engelleyememekte, dolayısıyla ekonomideki kıt kaynakların optimal dağılımını ve etkin kullanımını her zaman kendi başına sağlayamamaktadır. Ortaya çıkan piyasa başarısızlıkları, devletin kamu sektörü aracılığıyla optimal kaynak tahsisini sağlamak amacıyla müdahalesini gerekli kılar. Piyasa başarısızlıklarının yol açtığı piyasa etkinsizliğinin kamu sektörünün kaynak tahsisi işlevi ile giderilmesi amaçlanır (Musgrave & Musgrave, 1989).

Serbest piyasa ekonomisinin işleyişi sonucunda Pareto etkinlik sağlanmış olsa bile gelir ve servetin bireyler arasında adil şekilde dağılımı sağlanmayabilmektedir.

Pek çok ülkede gelir ve servet dağılımında çarpıklıklar mevcuttur. Miras yoluyla elde edilen servet ve bireysel yetenek farklılıkları, gelir ve servet dağılımının başlangıçta bozuk olmasının ana nedeni olarak görülmektedir. Kamu maliyesinin dağılıma yönelik amacı adil bir bölüşümü sağlamak için servet ve gelir dağılımının ayarlanması ile ilgilidir. Kamunun gelir ve harcama politikaları ile gelir dağılımında eşitliğin sağlanması hedeflenir. Diğer bir deyişle, kamu maliyesi, kamu sektörünün bölüşüm işlevine yönelik olarak hükümetlerin transfer harcamaları ve vergi politikaları ile adaletli bir bölüşümün sağlanmasını amaçlamaktadır. Faktör piyasalarını düzenleyici müdahaleler, fiziki ve beşerî sermayenin yeniden dağılımına yönelik vergi ve kamu harcama politikaları ile erdemli malların bütçeden karşılanması gibi araçlar kullanılarak gelir dağılımına etki edilebilmektedir (Stiglitz, 2000, ss. 147, 258, 292).

Kamu maliyesinin ekonomik istikrarı sağlama amacı, bütçe politikasının makroekonomik yönünü açıklamaktadır. Başka bir deyişle, yüksek istihdamın, makul bir fiyat istikrarının ve uygun bir ekonomik büyüme oranının sürdürülmesinin bir aracı olarak bütçe politikasının kullanılması söz konusudur. İstikrar politikasının ana araçları para politikası ve maliye politikasıdır. İstikrar işlevi, telafi edici finansman olarak da ifade edilebilir. Ekonomide deflasyonist dönemlerde toplam talep düzeyinin artırılarak ekonomik canlanmayı sağlamak amacıyla bütçe açığına gidilmesi gerekliliğini ortaya koyan “telafi edici bütçe teorisi” kamu sektörünün ekonomik istikrar işlevine yönelik uygulanabilmektedir (Demir, 2015, s.229; Pehlivan, 2019, s. 222).

1.2.1. Kamu Sektörünün Başlıca Gelir Kaynakları

Kamu sektörünün üstlendiği işlevleri yerine getirebilmesi bu işlevler için gerekli kamu finansmanının varlığına bağlıdır. Kamu gelirleri, iktisadi, mali ve sosyal nitelikteki işlevlerini yerine getirmek amacıyla devletin yasal olarak çeşitli kaynaklardan sağladığı gelirlerin tamamından oluşmaktadır (Işık vd., 2005, s. 109). Merkezi yönetim tarafından çeşitli gelir kaynaklarından elde edilen gelirler dar anlamda kamu gelirlerini ifade ederken, yerel yönetim kuruluşlarının, parafiskal kurumların ve kamu iktisadi teşebbüslerinin gelirlerini de içine alan gelirler geniş anlamda kamu gelirlerini ifade etmektedir. Başka bir ayrıma göre de cebre (zora) dayanarak devlet tarafından elde edilen gelirler dar anlamda kamu gelirlerini

oluştururken, cebre dayanan veya dayanmayan (zorunlu olsun veya olmasın) gelirlerin tamamı geniş anlamda kamu gelirlerini oluşturmaktadır (Özbilen, 2012, s.194).

Kamu gelirleri çeşitli özelliklere göre bir sınıflandırmaya tabi tutulabilirler. Kamu gelirleri zorunluluk (cebrilik), sağlandıkları kaynaklar, süreklilik durumları ve toplandıkları yönetim göz önünde tutularak sınıflandırılabilirler (Sağbaş, 2013, s. 20).

Kişinin ödeme konusunda bir serbestiye sahip olmaması ve ödemeyi gerektiren işlemlerin ortaya çıkması halinde ödeme yükümlülüğünün doğması zorunluluğu yani cibriliği ifade eder (Mutluer vd., 2016, s.183). Devletin, egemenlik gücüne bağlı olarak cebren elde ettiği kamu gelirleri arasında vergiler, harçlar, resimler, fon gelirleri, şerefiyeler, vergi benzeri (parafiskal) gelirler, para ve vergi cezaları, mali tekellerden elde edilen gelirler, senyoraj gelirleri, devalüasyon gelirleri ve zorunlu borçlar yer alırken, devletin egemenlik gücüne ve cibriliğe bağlı olmadan elde ettiği kamu gelirleri arasında mülk ve teşebbüs gelirleri, gönüllü borçlar, alınan yardımlar ve özelleştirme gelirleri yer almaktadırlar (Herekman, 1988, ss. 177-187).

Sağlandıkları kaynaklara göre kamu gelirleri özel ekonomi ve kamu ekonomisi gelirleri olarak sınıflandırılmaktadır (Sağbaş, 2013, s. 20). Devletin piyasa ekonomisi kurallarına uyarak elde ettiği gelirler özel ekonomi gelirleri olarak sınıflandırılır. Devletin iktisadi işletmelerden ve sahip olduğu mülk ve teşebbüslerden elde ettiği gelirler özel ekonomi gelirleri arasındadırlar. Egemenlik gücüne dayanan ve sadece yetkilendirilmiş kamu kurumlarınca sağlanabilen kamu gelirleri kamu ekonomisi gelirleri olarak sınıflandırılır. Vergi, harç ve ceza gelirleri kamu ekonomisi gelirleri arasındadırlar.

Gelirlerinin sürekliliği yani zaman içerisindeki devamlılığı dikkate alınarak kamu gelirleri sürekli ve sürekli olmayan ya da başka bir deyişle olağan ve olağanüstü gelirler olmak üzere de bir ayrıma tabi tutulabilmektedirler (Akdoğan, 2016, s. 120). Belirli periyotlarda tekrarlanan ve devamlı gelir yaratıcı kaynaklardan sağlanan sürekli nitelikteki gelirler olağan gelirler olarak tanımlanırken, önceden elde edileceği bilinemeyen ve aniden ortaya çıkan sürekli olmayan nitelikteki gelirler olağanüstü gelirler olarak tanımlanmaktadır. Vergi, harç ve ceza gelirleri olağan kamu gelirleri arasında yer alırken, borçlanma ya da emisyon yoluyla elde edilen gelirler olağanüstü kamu gelirleri arasındadırlar. İzlenen politikalar sonucunda olağanüstü kamu gelirleri

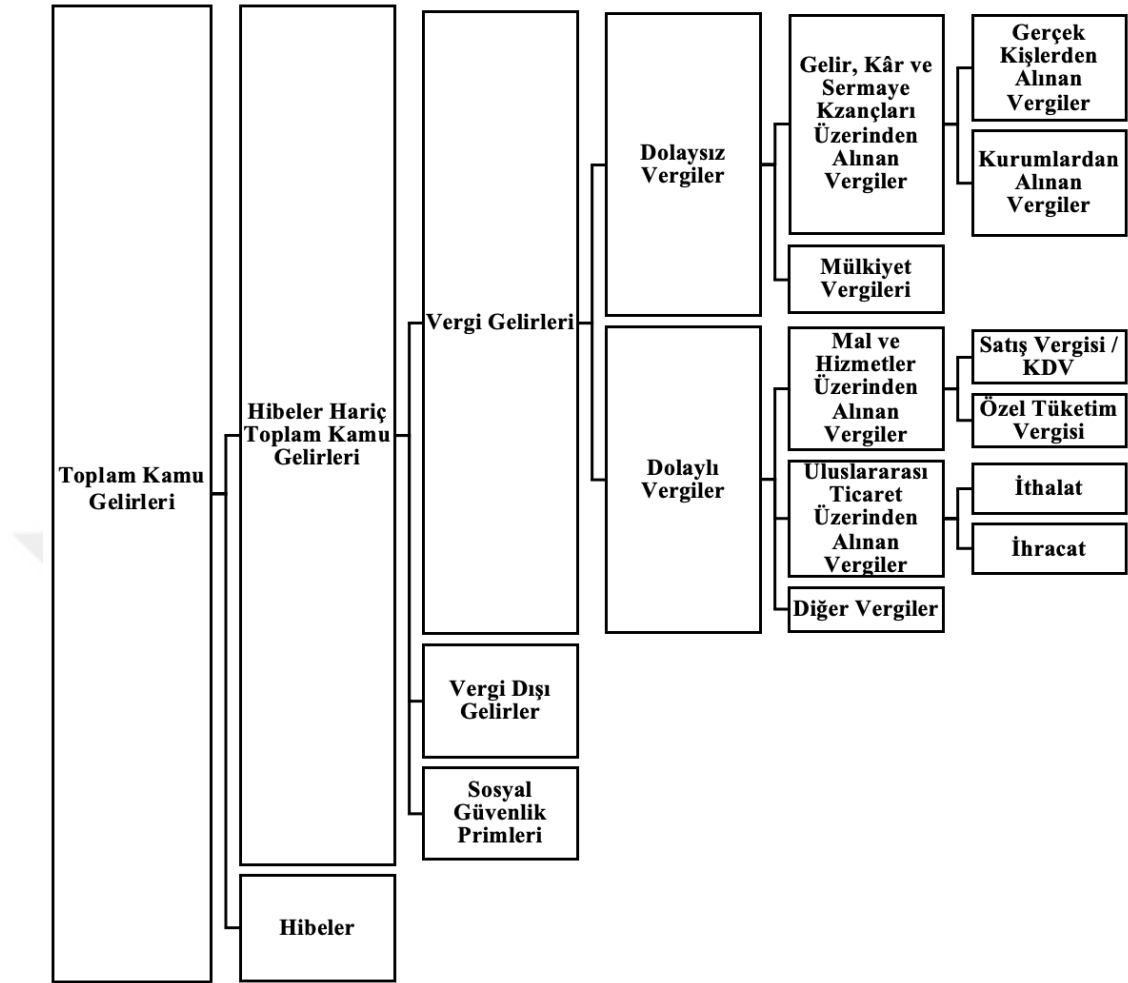
arasında yer alan borçlanma gelirleri gibi gelirler, zamanla olağan kamu gelirleri olarak kabul edilebilmektedirler (Aksoy, 1994, s.157).

Genel olarak tüm ülkelerde kamu gelir kaynakları benzer olmakla birlikte toplam kamu gelirlerini oluşturan alt gelir kalemleri ülkeler arasında kıyaslandığında farklılıklar göze çarpmaktadır. Kimi vergi ya da vergi dışı gelir türleri bazı ülkelerde mevcutken bazı ülkelerde ya bulunmamakta ya da farklı gelir kalemleri altında yer almaktadırlar.

GFSM 2014'te toplam kamu gelirleri temel olarak vergi gelirleri, sosyal güvenlik primleri, hibeler ve diğer gelirler olmak üzere dört ana kategoride sınıflandırılmaktadır (IMF, 2014). Diğer gelirler ise (i) mülkiyet gelirleri, (ii) mal ve hizmet satışlarından gelirler, (iii) para cezaları ve tazminatlar, (iv) başka yerde sınıflandırılmayan transferler, (v) primler, ücretler ile hayat dışı sigortalar ve standartlaştırılmış garantiler üzerinden alınan ücretlerden oluşmaktadır.

GFSM 2014'te sınıflandırılan ana kamu gelirleri, dolaylı ve dolaysız vergiler kategorisi de dahil edilerek toplu halde Şekil 1.3'te ana hatları ile yer almaktadır (Prichard, Cobham, & Goodall, 2014).

Şekil 1.3. Başlıca Kamu Gelirleri Sınıflandırma Şeması



Kaynak: Prichard, Cobham ve Goodall (2014).

1.2.2. Başlıca Kamu Harcamaları

Bir ekonomide iktisadi kaynakların ne kadarının kamu kesimi tarafından kullanıldığıнын bilinmesi kamu ekonomisinin mevcut durumunun tespiti ve izlenecek iktisadi politikaların belirlenmesi bakımından önem arz etmektedir. İktisadi kaynakların devlet tarafından kullanılması kamu harcamalarına sebep oluşturmaktadır. Kamu harcamaları, piyasa etkinsizlikleri ile mücadele yanında serbest piyasa sisteminin kendiliğinden gerçekleştiremeyeceği ekonomiyi istikrara kavuşturma, güçlü bir ulusal savunmayı sürdürme, kamu mallarını sağlama ve gelirin yeniden dağıtılması gibi toplumun belirli ihtiyaçlarının karşılanması açısından gereklidir (Khan, 2019, s. 81). Kamusal ihtiyaçları karşılamak ve belirlenen sosyal hedeflere ulaşmak amacıyla devletin vatandaşlarına sunması gereken alt yapı yatırımları, eğitim, savunma, adalet hizmetleri gibi çeşitli kamusal mallar ve hizmetler vardır. Mevcut

duruma bağılı olarak devlet tarafından sunulan mal ve hizmetlerin içeriğı ve miktarı değışebilmektedir. Ayrıca devlet tarafından yapılan bazı harcamalar toplumda belirli sosyal kesimlerin satın alma güçlerini arttırmak amacıyla da yapılmaktadır. Bu bağlamda devlet topluma sunacağı mal ve hizmetleri sağlamak ve bir maliye politikası aracı olarak da hedeflenen ekonomik amaçlara ulaşmak için çeşitli harcamalar yapmaktadır. Kamu harcamaları olarak isimlendirilen bu harcamalar literatürde farklı şekillerde tanımlanmakta ve sınıflandırılmaktadır. Bütçenin harcama kısmı genel itibariyle kamu mallarına ve diğerk kamu yatırımlarına yapılan harcamaları, gelir transferlerini (sosyal güvenlik ödemeleri), devletin kendi bürokratik işleyişı için yaptığı maaş ve ücret ödemeleri ile diğerk ödemeleri, devlet bono ve tahvillerinin faiz ödemelerini, geçmiş döneme ait borç ödemelerini ve diğerk devletlere yapılan transferleri göstermektedir (Hillman, 2009, ss. 75-76).

Harcamaları yapanların hukuki kişilikleri göz önüne alındığında kamu tüzel kişileri tarafından yapılan harcamalar kamu harcamaları, özel gerçek veya tüzel kişiler tarafından yapılan harcamalar özel harcamalar olarak tanımlanmaktadır (Herekman, 1988, s. 54; Nadaroğlu, 2000, s. 132). Devlet bütçesi içerisinde yer alan harcamalar dar anlamda kamu harcamalarını oluştururken, devlet bütçesi içerisinde yer alan harcamalara ek olarak diğerk kamu kurum ve kuruluşlarının devlet bütçesi dışında yer alan harcamaları ile devletin almaktan vazgeçtiğı (vergi istisnası ve muaflık vb. nedenlerle) vergi gelirlerinin toplamı geniş anlamda kamu harcamalarını oluşturur (Pehlivan, 2019, s. 72). Devlet ve mahalli idarelerin harcamalarına ilaveten bunların kurdukları farklı hukuki niteliklerdeki tüm kuruluşların harcamaları kamu ekonomisi kesimi harcamaları olarak tanımlanmaktadır (Nadaroğlu, 2000, s. 135). Literatürde kamu harcamaları genel olarak ekonomik, idari (organik) ve fonksiyonel (hizmetsel) ayrıma göre sınıflandırılmaktadır.

1.2.2.1. Ekonomik Ayrıma Göre Kamu Harcamalarının Sınıflandırılması

Bilimsel sınıflandırma olarak da nitelendirilen ekonomik sınıflandırma, kamu harcamalarının ekonomi üzerindeki etkileri göz önüne alınarak yapılan tasnifi ifade eder. Benzer ekonomik özellik ve etkilere haiz olan kamu harcamalarının birlikte gruplanması ekonomik ayrıma göre kamu harcamalarının sınıflandırılmasıdır. Bu bağlamda Pigou ve Dalton'ın öncülüğünü yaptığı maksimum sosyal refah (maximum social welfare) teorisi ön plana çıkmaktadır (Demir, 2015, s. 74). Maksimum sosyal

refah teorisinin özünü kamu harcamalarındaki artışın finansmanında kullanılan vergi artışlarının marjinal maliyeti sebebiyle azalan sosyal faydanın kamu harcamaları sonucu artan sosyal faydaya eşitleyecek optimum kamu harcama düzeyinin belirlenmesi oluşturmaktadır (Sandford, 1970, s. 178). Başka bir ifadeyle, Dalton'a göre kamu harcamalarının optimum olduğu miktar, marjinal sosyal faydanın (ek harcamalardan kaynaklanan) marjinal sosyal kayba (ek vergilerden kaynaklanan) eşit olduğu noktadaki harcama miktarıdır (Khan, 2019, s.98). Kamu harcamalarının ekonomi üzerinde yaratacağı etkiye göre uygulanacak bütçe politikaları belirlenmektedir.

Ekonomik ayrıma göre kamu harcamaları genel olarak reel harcamalar ve transfer harcamaları olmak üzere sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırmanın temelinde üretim faktörlerinin satın alınıp alınmaması yatmaktadır. Reel harcamalar, kamunun yürüttüğü hizmetleri yerine getirmek amacıyla yaptığı mal ve hizmet alımları ile maaş ve ücret ödemelerini kapsayan harcamalardır. Kamu reel harcamaları, toplam kamu harcamaları içinde iktisadi kaynakların dolaysız olarak yani doğrudan kullanıldığı kısmıdır (Tanzi & Schuknecht, 2000, s.24). Ayrıca bu harcamalar, devletin tüketim harcamaları olarak da değerlendirilmektedir. Devletin bünyesinde çalışan memur ve işçilere ödediği maaş ve ücretler, bina ve arsa gibi fiziki mallar ile üretim faktörlerinin satın alınması için yapılan ödemeler reel harcamalardır. Bu harcamalar, bir maliye politikası aracı olarak milli gelirin ve istihdamın artırılması gibi politika hedeflerine ulaşmak için kullanılabilir. Reel harcamaları kendi içerisinde cari harcamalar ve yatırım harcamaları olarak ikiye ayırmak mümkündür.

Cari harcamalar kamu hizmetlerinin yerine getirilebilmesi amacıyla ihtiyaç duyulan üretim faktörlerinin devlet tarafından satın alınması için bir yıl içerisinde yapılan ve her sene tekrarlanan tüketime yönelik harcamalardır (Öztürk, 2020, s. 130). Personel maaş ve ücretleri, yolluklar, harcırahlar, alınan mal ve hizmetler için yapılan ödemeler, kırtasiye, aydınlatma, ısınma ve su giderleri gibi tüm idari harcamalar cari harcamalar içerisinde yer alır. Bu harcamaların faydası bir dönemle sınırlıdır ve ekonominin üretim kapasitesini doğrudan arttırması söz konusu değildir (Uluatam, 2014, s. 254). Cari harcamalar mal ve hizmet alımına yönelik olduğundan toplam talep düzeyini etkileyebilmekte ve dolayısıyla makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olabilmektedirler.

Kamu yatırım harcamaları ekonominin üretim gücünü ve kapasitesini arttırmak amacıyla sermaye mallarına ve dayanıklı mallara yönelik devlet tarafından yapılan harcamalardır (Işık vd., 2005, s. 80). Hastane, okul, yol, baraj yapımı, altyapı yatırımları, üretim tesislerinin yapılması veya mevcut tesislerin kapasitelerinin artırılması amacıyla sermaye stokunun arttırılmasına yönelik kamu sektörü tarafından yapılan harcamalar yatırım harcamalarına örnek gösterilebilir. Bu harcamalar milli gelir, ekonominin fiziki sermaye stoku ve üretim kapasitesi üzerinde pozitif yönlü etkilere sahiptir. Kamu yatırım harcamalarının faydası harcamanın yapıldığı dönemle sınırlı olmayıp devamlılık gösterir.

Devletin karşılıksız olarak yani karşılığında herhangi bir mal ve hizmet almadan, milli gelir üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olmayan ve satın alma gücünün bireyler ve sosyal tabakalar arasında el değiştirmesi amacıyla yaptığı harcamalar transfer harcamaları olarak adlandırılmaktadır (Türk, 2001, s. 36). Bu harcamalar genellikle gelirin yeniden dağıtımını amacıyla (ikincil gelir dağılımı) kaynakların kamu sektöründen özel sektöre aktarımı şeklinde ortaya çıkmaktadır (Demir, 2015, s. 77). Transfer harcamaları kendi içerisinde sosyal transferler, iktisadi transferler, mali transferler ve borç faiz ödemeleri olarak bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Sosyal transferler gelir dağılımını iyileştirmek amacıyla devletin yaptığı karşılıksız harcamalardır. Devletin öğrencilere verdiği burslar, dul ve yetim aylıkları, devlet tarafından yapılan gıda, giyim ve yakacak yardımları sosyal transferler arasında yer almaktadır. Devletin üreticileri desteklemek amacıyla yaptığı transferler iktisadi transferlerdir. Üreticilere verilen sübvansiyonlar, destekleme alımları, ihracatçılara yapılan KDV iadesi ve taban fiyat uygulamaları iktisadi transferler arasındadır. Devletin yerel yönetimlere, özel bütçeli idarelere, sosyal güvenlik kuruluşlarına ve kamu iktisadi teşekküllerine yaptığı transferler mali transferlerdir. Devlet borçlarının faiz ödemeleri herhangi bir karşılık olmadan yapılan harcamalar olarak değerlendirildiğinden transfer harcamaları içerisinde yer almaktadır. Bununla beraber devlet borçlarının ana para geri ödemeleri alınan borcun karşılığı olduğundan transfer harcamaları arasında yer almamaktadır.

1.2.2.2. İdari (Organik) Ayrıma Göre Kamu Harcamalarının Sınıflandırılması

İdari (organik) ayrıma göre kamu harcamalarının sınıflandırılması harcamayı yapan kamu idari birimlerinin (organlarının) esas alınması yolu ile yapılan

sınıflandırmadır. Bu sınıflandırmada harcamalar, harcamayı yapan kamu kurumları üzerinden tasnif edilir. Örneğin tüm harcamaların Cumhurbaşkanlığı, Sağlık Bakanlığı, Millî Eğitim Bakanlığı, İçişleri Bakanlığı gibi tüm kamu idari birimleri içerisinde belirli bir mali yıl itibarıyla bölünmesi idari (organik) tasnife örnek olarak gösterilebilir (Nadaroğlu, 2000, ss. 154-155). İdari sınıflandırmanın temelleri hemen hemen bütün ülkelerde önceden belirlenen hukuki bir işleme bağlandığından bu sınıflandırma literatürde hukuki sınıflandırma olarak da isimlendirilmektedir (Edizdoğan, Çetinkaya, & Gümüş, 2011, s. 80).

1.2.2.3. Fonksiyonel Ayrıma Göre Kamu Harcamalarının Sınıflandırılması

Devletin kamu hizmetleri için yaptığı harcamaların hedeflenen amaca göre tasnif edilmesi fonksiyonel (hizmetisel) ayrıma göre kamu harcamalarının sınıflandırılması olarak adlandırılmaktadır. Kamu hizmeti esas alınarak yapılan fonksiyonel tasnif, devletin hangi amaç için ne kadar harcama yaptığının ortaya konulması açısından önemlidir (Demir, 2015, s. 73). Yönetim, adalet, savunma, sağlık, eğitim, bayındırlık, sosyal güvenlik vb. kamu hizmetlerine yönelik yapılan harcama kalemleri bu ayrıma göre yapılan sınıflandırma örnekleri arasındadır. İdari sınıflandırmadan farklı olarak fonksiyonel sınıflandırmada harcamanın hangi kamu kurumu tarafından yapıldığından ziyade hangi amaca yönelik yapıldığı önem arz etmekte; amaca yönelik verilen hizmet için her kamu kurumu tarafından yapılan harcamalar toplanarak bu hizmete yönelik yapılan toplam kamu harcaması tutarı hesaplanmaktadır. Bu tasnif kamu hizmetlerinin fayda, maliyet ve etkinlik analizlerinin yapılmasını mümkün kılmakta; ayrıca bu harcamaların etkin ve verimli şekilde yapılmasına katkı sağlayabilmektedir (Akdoğan, 2016, s. 85).

1.2.3. Kamu Bütçesinin Tanımı ve İşlevleri

Kamu bütçesi, kamunun belli bir döneme ait gelir ve harcama tahminleri ile beklenen bu gelir ve harcamalara ilişkin uygulama esaslarının düzenlendiği hukuki belgedir (Mutluer vd., 2016, s. 321). Kamu bütçesi, devletin elde edeceği gelirler ile yapacağı harcamaların tahmininden oluşması nedeniyle, gelecek döneme ait iktisadi ve mali bir program ve plan niteliği taşımaktadır. Aynı zamanda kamu bütçeleri hükümetlerin siyasi ve sosyal amaçlarını hayata geçirebilecekleri bir planlama aracıdır. Ayrıca, belirlenen bütçe politikası özel sektördeki istihdam düzeyi ve fiyatları

etkilemektedir (Musgrave, 1959, s. 3). Kamu bütçeleri aracılığı ile gelir dağılımında adaletin, ekonomik büyüme ve kalkınmanın, ekonomide istikrarın ve ödemeler dengesinin sağlanması gibi çeşitli makroekonomik hedeflere ulaşılması amaçlanmaktadır (Egeli & Özen, 2017, s. 17). Zaman içerisinde bütün ülkelerde devletin ekonomi içindeki paylarının yükselmesi ve fonksiyonlarının artması nedeniyle bütçe daha fazla önem kazanmıştır. Kamu maliyesi ve kamu politikası hakkındaki politik kararlar devlet bütçesi içinde gösterilir (Hillman, 2009, s. 75).

Kamu bütçesinin tanımı incelendiğinde maliye literatüründe “4T prensibi” olarak da nitelendirilen dört temel özelliği ön plana çıkmaktadır: Tahmin, tahdit, tevzin ve tasdik (Edizdoğan vd., 2011, ss. 383-385). Tahmin, bütçede yer alan gelir ve harcama kalemlerinin tahmini olduğunu ifade etmektedir. Tahdit, bütçenin belirli bir döneme ait olduğunu ve bu dönem ile sınırlı olduğunu belirtmektedir. Tevzin, bütçedeki gelir ve gider ana kalemlerinin birbiri ile denk olması gerektiğini ifade etmektedir. Tasdik ise bütçenin uygulamasına geçilmeden önce yasama organı tarafından onaylanması gerektiğini belirtmektedir.

Ulaşılması amaçlanan hedefler ve uygulanacak politikalar çerçevesinde bütçenin belirli görevleri mevcuttur. Uygulanacak politikalara bütçe aracılığı ile işlerlik kazandırılmasına ve bütçenin bu görevleri gerçekleştirmesi olgusuna “bütçenin işlevleri” denilmektedir (Edizdoğan & Çetinkaya, 2012, s. 10). Bu bağlamda bütçenin işlevleri zaman içerisinde iktisadi ve sosyal hayattaki değişimlere, devletin ekonomi içindeki yerine ve iktisadi düşüncelerdeki gelişmelere göre gelişmiştir.

Klasik ve modern maliyecilerin bütçeye atfettikleri görevler dikkate alındığında bütçenin işlevlerini “bütçenin klasik işlevleri” ve “bütçenin çağdaş-makroekonomik işlevleri” olarak ikiye ayırarak değerlendirmek mümkündür (Tüğen, 2006, s. 20).

Bütçenin klasik işlevleri ayrımı, klasik iktisat ve maliye düşüncesinin temel alınarak bütçenin işlevlerinin bu bağlamda tasnif edilmesidir. Bu düşünceye göre devletin ekonomi içindeki rolü sınırlı olduğundan kamu bütçesinin işlevleri de sınırlıdır. Bütçenin klasik işlevleri iktisadi, mali, hukuki, siyasi ve denetim işlevleridir (Altay, 2017, ss. 192-193). Bütçenin iktisadi işlevi, sınırlı kamusal kaynaklar ile sınırsız toplumsal ihtiyaçları optimum düzeyde karşılamayı ifade eder. Mali işlev ise

kamu harcamaları ile kamu gelirleri arasındaki denklığı ifade etmektedir (Öztürk, 2020, s. 93). Bütçenin hukuki işlevi, ülkede mevcut olan hukuk sistemi içerisinde bütçenin hazırlanmasını, uygulanmasını ve denetlenmesini ifade etmektedir (Demir, 2015, s. 222). Hükümetler, toplum ihtiyaçlarını hazırladıkları bütçeler aracılığıyla karşılayan siyasal organlar olup izledikleri genel politikaları bütçeler aracılığı ile yürütmektedirler. Bütçeler demokratik sistemle yönetilen ülkelerde siyasi partilerin seçim vaatlerini yerine getirebilmeleri için kullandıkları en önemli mali araç olmaları nedeniyle siyasi işleve sahiptirler (Demir, 2015, s. 222; Mutluer vd., 2016, ss. 321-322). Denetim işlevi, belirlenen bütçe hedeflerinin bütçenin uygulama sonuçları ile karşılaştırılarak hedeflere ulaşıp ulaşılmadığının belirlenen mali yıl sonunda kontrolü esasına dayanmaktadır. Yasama organının yaptığı bütçe denetimi siyasi denetim, idarenin kendi organlarını denetlemesi idari denetim, bütçe uygulamalarının yasal mevzuata uygunluğunun denetlenmesi yasal denetim ve bütçe uygulamalarının sosyal fayda düzeyini istenen seviyelere çıkarıp çıkarmadığının denetlenmesi ise etkinlik denetimidir.

Devletin ekonomi içindeki rolü üzerinde iktisadi ve mali düşüncelerdeki değişimler ışığında kamu bütçelerine de klasik işlevler yanında yeni işlevler yüklenmiştir. Bütçenin çağdaş-makroekonomik işlevleri olarak da tanımlanan bu işlevler; konjonktürel ve telafi edici, kalkınma, kaynak tahsisi, gelir dağılımını düzenleme ve ekonomik istikrar sağlama işlevleridir (Tüğen, 2006, ss. 218-220; Edizdoğan & Çetinkaya, 2012, ss. 17-20). Ekonomideki konjonktürel seyre göre bütçenin oluşturulup uygulanması bütçenin konjonktürel ve telafi edici işlevlerini ifade eder. Enflasyonist dönemlerde bütçenin fazla verme veya deflasyonist dönemlerde bütçenin açık verme esnekliğine sahip olması bütçenin konjonktürel ve telafi edici işlevlerine örnek gösterilebilir. Az gelişmiş veya gelişmekte olan ekonomilerde kalkınmaya katkı sağlamak amacıyla kamu bütçesinin bir araç olarak kullanılması bütçenin kalkınma işlevini tanımlamaktadır (Altay, 2017, s. 195). Bütçedeki harcama kalemleri arasında yatırım harcamalarının arttırılması veya vergi teşvikleri ve sübvansiyonların genişletilmesi kalkınma işlevine örnek olarak verilebilir. Bütçenin kaynak tahsisi işlevi, bütçe politikası ile kıt kaynakların sınırsız toplum ihtiyaçlarını optimum düzeyde karşılamasını ve dolayısıyla kaynakların faydayı maksimize edecek şekilde tahsis edilmesini ifade eder. Kamu bütçesi aracılığı ile elde edilen gelirlerin bir kısmının yine bütçe aracılığı ile gelir seviyesi düşük

kesimlere aktarılarak gelirin yeniden dağıtılması bütçenin gelir dağılımını düzenleme işlevi olarak tanımlanır. Ekonomide fiyat istikrarının ve tam istihdamın sağlanması amacıyla bütçenin uygulanması kamu bütçesinin ekonomik istikrar sağlama işlevini ifade eder. Ülke ekonomisi koşullarına göre kamu harcamaları ve vergi, borçlanma gibi gelir kalemlerinin miktarlarının ve dağılımlarının belirlenmesi ve düzenlemesi ile ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik bütçe politikaları uygulamaya konulabilmektedir.

Diğer yandan, günümüzde küreselleşmenin, insan haklarına ilişkin düzenlemelerin ve katılımcı demokrasinin ön plana çıkmasıyla birlikte bütçeleme sistemlerinde katılımcı bütçeleme, vatandaş bütçesi, sosyal bütçeleme ve cinsiyete duyarlı bütçeleme süreçleri gibi yeni yaklaşımlar ön plana çıkmaktadır (Özen & Dikici, 2016).

1.3. KAMU BORCUNUN TANIMI, KAPSAMI VE ÖLÇÜMÜ

Kamu kesiminin yapmış olduğu harcamaların finansmanında vergi gelirlerinin ve vergi benzeri gelirlerin yetersiz kaldığı, dolayısıyla bu gelirler ile harcamaların karşılanamadığı ve bütçe açıklarının olduğu dönemler yaşanabilmektedir. Diğer yandan da kamu harcamalarının bir kısmının uygulanan iktisadi, mali, siyasi ya da sosyal politika hedefleri nedeniyle vergi gelirleri ve vergi benzeri gelirler ile finansmanı tercih edilmemektedir. Bu gibi nedenlerden dolayı borçlanma yoluna gidilmektedir. Klasik iktisadi düşüncede borçlanma olağanüstü gelir olarak değerlendirilirken Keynes ile birlikte günümüze kadar geçen sürede olağan bir gelir haline gelmiş, hemen hemen bütün ülkelerde kamu borcu düzeyi giderek artmıştır. Çoğu ülkede çeşitli nedenlerle artan kamu borcu miktarı ilgili ülke ekonomisi ve kamu maliyesi açısından önemi gittikçe artan iktisadi ve mali sorunlar ortaya çıkarmaktadır. İlgili literatürde kamu borcunun makroekonomik değişkenler üzerindeki çeşitli etkilerinin birçok araştırmacı tarafından teorik ve ampirik olarak araştırıldığı görülmektedir (örneğin bkz. Musgrave, 1949; Buchanan, 1958; Myers, 1977; Sargent & Wallace, 1981; Plosser, 1982; Barro, 1989; Jong-Il & Dutt, 1996; Arize & Malindretos, 2008; Holtfrerich, 2013; Panizza & Presbitero, 2013; Gogas, Plakandaras, & Papadimitriou, 2014; Kusairi, Maulina, & Margaretha, 2019; Saungweme & Odhiambo, 2019; Handoyo, Erlando, & Astutik, 2020). Kamu

borcunun tanımına, tasnifine ve ölçümüne bağlı olarak bu borcun iktisadi ve mali etkileri spesifik olarak ortaya konulabilmektedir.

Esas itibariyle kamu borçlanması geçici bir gelir kaynağı olup bu borçlanmanın kesin ödemesi vergi ve vergi benzeri gelir kaynakları ile yapılır. Klasik iktisadi görüş, devletin borçlanma yoluyla kamu harcaması yapmasına karşı çıkmış, ancak olağanüstü hallerde borçlanma yoluna gidilmesi gerektiğini savunmuştur. Klasik iktisatçılara göre devletin borçlanması özel sektörün yatırımlarını azaltarak ekonomideki kıt kaynakların devlet eliyle optimal olmayan şekilde kullanılmasına neden olacaktır. Ayrıca, kamu kesimi tarafından yapılan borçlanma gelecek kuşaklara aktarılacak ve sonraki kuşaklarda adil olmayan ekstra bir yük oluşturacaktır (Buchanan, 1958; Wagner, 2014). Bu nedenlerle klasik düşünceye göre denk bütçe anlayışına bağlı kalınmalı, olağanüstü haller dışında kamu borçlanması yoluna gidilmemelidir.

Klasik iktisatçıların kamu kesiminin borçlanmaya gitmesinin sadece fiskal amaçlı olması, yani ekstra-fiskal ve bir maliye politikası aracı olarak kullanılmaması gerektiği ortak görüşüne dayalı iktisadi ve mali politikalar 1929 yılında başlayan ve deflasyonist bir özellik taşıyan Büyük Buhran'ın ülke ekonomilerinde yarattığı büyük daralmalar ve işsizlik oranlarındaki ciddi artışlar sonucunda Keynesyen görüş ile birlikte çoğu ülkede terk edilmeye başlanmıştır. Keynes, ekonomide durgunluk dönemlerinde vergi oranlarının azaltılarak kamu harcamalarının arttırılması ve dolayısıyla harcamaların finansmanı için bir maliye politikası aracı olarak borçlanma yoluna gidilmesinin ekonomik durgunluk ve daralmaya karşı bir çözüm olacağı düşüncesini ortaya koymuştur (Türk, 2001, ss. 8-14). Klasiklerin aksine Keynesyen iktisatçılara ve fonksiyonel maliyecilere göre ekstra-fiskal amaçlar için ve maliye politikasının bir aracı olarak kamu borçlanmasına başvurmak bu borçlanmanın yaratacağı ekonomik büyüme ve pozitif refah etkileri nedeniyle gelecek kuşaklara adil olmayan ekstra bir yük getirmesi önem arz etmemektedir (Demir, 2015, s. 184).

Keynesyen görüş doğrultusunda ülkelerin iktisadi ve mali politikalar izlemeleri ve siyasi olarak seçim kaygıları ile kolayca borçlanma yoluna gidilmesi zamanla borç miktarlarını arttırmış ve borç stokunda geline yüksek seviyeler borç krizlerine neden olmuştur. Belirli mali ve iktisadi kuralla bağlı olmadan yapılan borçlanma aynı dönemlerde yaşanan arz ve talep şokları ile beraber önemli ekonomik ve mali problemler ortaya çıkarmıştır. Arz Yanlı iktisadi görüş ile birlikte 1980'lerden itibaren

kamu borç stokunun azaltılması gerekliliği kabul görmüştür. Monetarist iktisatçı Milton Friedman (1968), dışlama etkisi (crowding-out effect) olarak bilinen ve özünde kamu borçlanmasının özel sektörün kullanabileceği kredi miktarını azaltacağı ve faiz oranlarını yükselterek özel sektör yatırımlarını düşüreceği tezini ileri sürmüştür.

Devletin ekonomideki rolüne ilişkin iktisadi düşüncelerdeki gelişmeler ışığında günümüzde kamu borcu olağan bir kamu geliri olarak değerlendirilmekte ancak kamu kesimi borçlanmasının belirli miktar sınırları içerisinde ve belirli kurallar çerçevesinde yapılması gerektiği görüşü hakimdir. Kamu borçlanma sınırı konusunda ortak bir görüş olmamakla birlikte uluslararası kuruluşlar ya da birlikler tarafından yol gösterici olması bakımından kamu borcu miktarına ilişkin belirli kurallar ve limitler belirlenmiştir. Örneğin AB Maastricht Kriterleri'ne göre kamu borç miktarı gayri safi yurtiçi hasılanın %60'ını, bütçe açığı ise gayrisafi yurtiçi hasılanın %3'ünü aşmamalıdır (Afxentiou, 2000).

İzleyen alt bölümlerde kamu borcunun tanımı ve kapsamı, başlıca kamu borçlanma araçları ve ülkeler arası karşılaştırmalarda kullanılan başlıca kamu borcu ölçüleri açıklanacaktır.

1.3.1. Kamu Borcunun Tanımı ve Kapsamı

Borçlanma, belirlenen bir zamanda geri ödenmek üzere para ve benzeri değerli varlıkların ödünç alınması anlamına gelmektedir. Kamu borçlanması ise devletin önceden belirlenmiş hakların hak sahiplerine bir takvime göre anapara ve/veya faiz şeklinde geri ödeme yapmasına ilişkin yasal yükümlülüğü ifade eder (Ulusoy, 2017, s.1). Kamu borcu, kamu kesiminin borçlu sıfatı ile üstlendiği ve taraf olduğu her türlü mali yükümlülüklerdir. Özel borçlanmalarda olduğu gibi kamu borçlanmasında da borçlanma sözleşmesinde borcun vadesi, faizi gibi şartlar ve taahhütler belirtilmekte, borçlu ve alacaklı olmak üzere iki taraf yer almaktadır. Kamu borcu terimi, devlet borcu, kamu kredisi veya kamusal kredi olarak da isimlendirilmektedir. İlgili literatürde kamu borcu kavramının İngilizce karşılıkları olarak “government debt”, “public debt”, “sovereign debt”, “government borrowing”, “public borrowing”, “government credit” ve “public credit” sözcükleri kullanılmaktadır.

Günümüzde devletler çeşitli nedenlerle borçlanma yoluna gitmektedirler. Klasik maliye teorisinin aksine günümüzde kamu kesimi olağanüstü durumlar

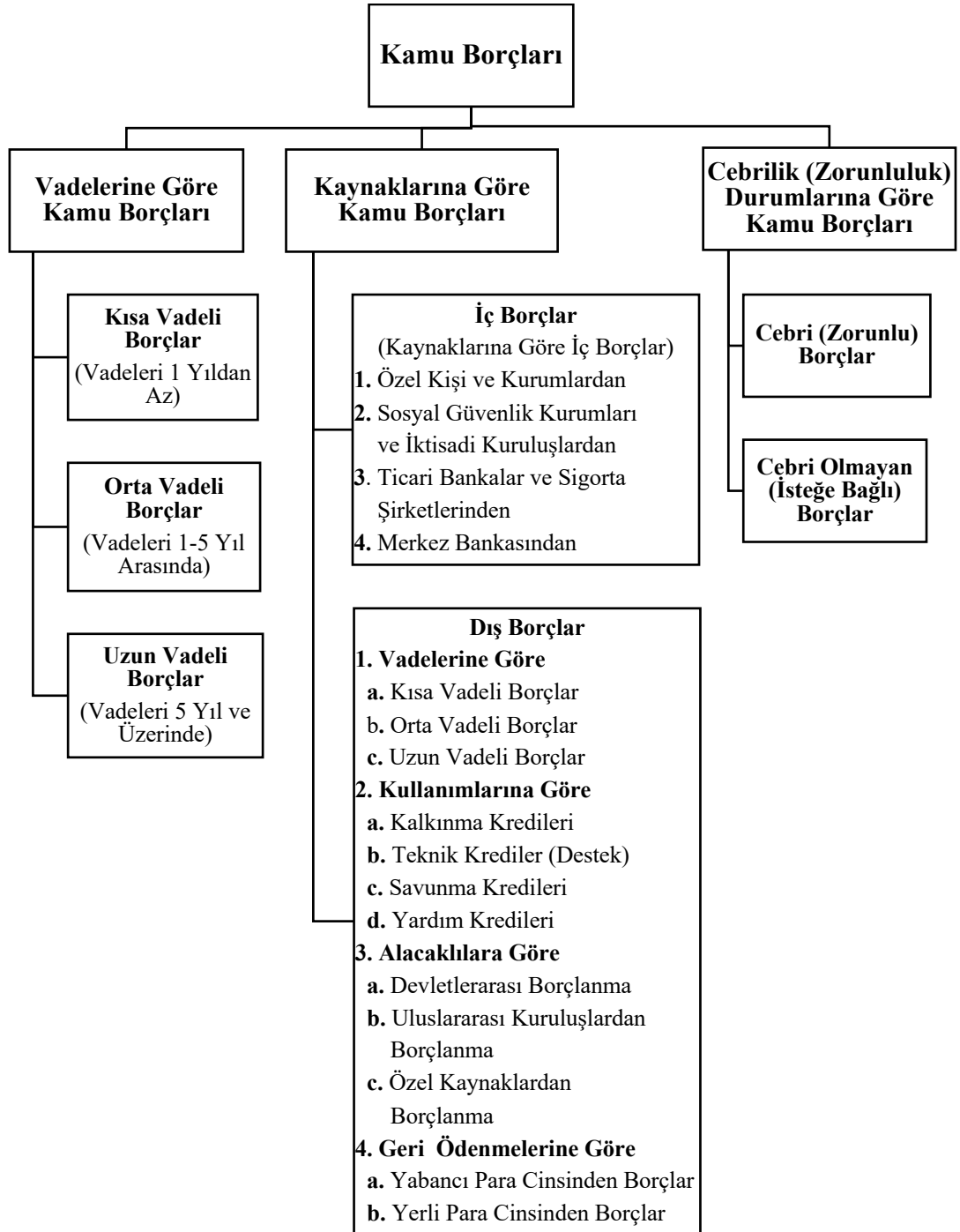
haricinde de ek gelir sağlamak amacıyla borçlanmaktadır. Borçlanma nedenleri arasında fiskal (mali), iktisadi, sosyal ve askeri amaçlar yer almaktadır (Demir, 2015, ss. 186-187). Bütçe açıklarının kapatılması, geçmişten kalan borçların anapara ve faiz ödemelerinin yapılması, kamu kesimi tarafından gerçekleştirilen büyük boyutlu yatırımların finanse edilmesi, savaşlar ve doğal afetler gibi öngörülemeyen olağanüstü harcamaların karşılanması için fiskal (mali) amaçla borçlanma yoluna gidilebilmektedir (Bülbül, 2003). Kamu borcunun maliye politikasının bir aracı olarak kullanılmasının bir sonucu olarak da fiyat istikrarı ve tam istihdamın sağlanması, tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi, iktisadi kaynakların dağılımında etkinliğin sağlanması ve devletin iktisadi ve mali kurumlarının belirlediği istikrar politikası hedeflerinin gerçekleştirilmesi ve devamlılığının sağlanması için iktisadi amaçlarla kamu kesimi borçlanma yoluna gitmektedir. Günümüzde sosyal devlet anlayışı çerçevesinde adil gelir dağılımının gerçekleştirilmesi, sosyal güvenlik sisteminde dengenin sağlanması, nüfus artışı ve şehirleşmenin meydana getirdiği ek maliyetlerin karşılanması için de devlet sosyal amaçlarla borçlanma yoluna gitmektedir. Savunma sanayinde yüksek teknolojik donanımına sahip araç ve gereçlerin çeşitliliklerinin ve miktarlarının artması, bu araç ve gereçlere yönelik yapılan alım ve yatırımların maliyetlerinin yükselmesi ve kamu harcama kalemlerinde oranlarının birçok ülkede artması günümüzde devletleri bu harcamaların finansmanını borçlanma yoluyla karşılamaya sevk etmektedir. Ayrıca, savaşların getirdiği yüksek maliyetleri, güvenlik ve savunma endüstrilerine yönelik harcamaları finanse etmek için devletler askeri amaca yönelik borçlanmaktadırlar.

1.3.2. Kamu Borçlarının Sınıflandırılması

Kamu borcu kavramı, çeşitli tür ve özellikteki kamu kesimine ait borçların tümünü ifade etmektedir. Kamu borçlarının miktarının yanı sıra özellikleri de önem arz etmektedir. Bu bakımdan kamu borçlarının kendi içerisinde bir tasnife tabi tutulması, bu borçların niteliklerinin, mali ve ekonomik etkilerinin daha iyi analiz edilmesine olanak sağlamaktadır. Literatürde kamu borçları vadelerine, sağlandıkları kaynaklara ve cebrilik durumlarına göre sınıflandırılmaktadır (Aybarç, 2019). Şekil 1.4'te kamu borçlarının sınıflandırılması toplu halde şematik olarak gösterilmiştir.

Vadelerine göre kamu borçları literatürde değişik tasniflere tabi tutulmaktadır. İlk ayrıma göre, vadeleri bir yıla kadar olan borçlar kısa vadeli, vadeleri bir yıldan fazla olan borçlar uzun vadeli borçlar olarak değerlendirilir.

Şekil 1.4. Kamu Borçlarının Sınıflandırılması



Kaynak: Aybarç (2019).

Başka bir tasnife göre ise vadeleri beş yıla kadar olan borçlar kısa vadeli, vadeleri beş yıldan fazla olan borçlar ise uzun vadeli borçlar olarak kabul edilmektedir. Vadelerine göre diğer bir ayrıma göre ise vadeleri bir yıla kadar olan borçlar kısa vadeli, vadeleri bir yıl ile beş yıl arasında olan borçlar orta vadeli, vadeleri beş yıl ve beş yıldan fazla olan borçlar ise uzun vadeli borçlar olarak üçe ayrılır. Bir başka sınıflandırmaya göre de vadeleri iki yıla kadar olan borçlar kısa vadeli, vadeleri iki yıl ile on yıl arasında olan borçlar orta vadeli, vadeleri on yıldan fazla olan borçlar ise uzun vadeli borçlar olarak sınıflandırılmaktadırlar. Literatürde yer alan ve yukarıda tanımlandığı üzere vadelere göre borçların sınıflandırılmalarında kısa, orta ve uzun vadeler için kesin ve kati bir süre sınırlandırılması bulunmamaktadır.

Kamu borçları, sağlandıkları kaynaklara göre iç borçlar ve dış borçlar olmak üzere ikiye ayrılır. Borcun iç borç veya dış borç olarak tanımlanmasında belirli kriterler mevcuttur (Panizza, 2008). Bu kriterlerden ilki borcun alınıp verildiği piyasanın uyruğu kriteridir. Piyasanın uyruğu kriteri baz alındığında borçlanma ülke içindeki piyasadan yapılıyorsa alınan borç iç borç, ülke dışındaki piyasalardan yapılıyor ise alınan borç dış borç olarak sınıflandırılır. Bu kriterde borç verenin uyruğunun bir önemi yoktur; borç veren ülke vatandaşı olsa da olmasa da iç ve dış borç ayrımı piyasanın uyruğuna göre yapılır.

Diğer bir kriter ise alacaklının uyruğu kriteridir. Eğer alacaklı yani borç veren, ülkenin kendi vatandaşı ya da yerli iktisadi bir işletme ise iç borç, borç ülke vatandaşı olmayan gerçek kişiler veya yerli olmayan işletmeler tarafından veriliyorsa dış borç olarak tanımlanır. Bu ayrıma göre borcu verenin yaşadığı yerin, verilen ve alınan borcun para cinsinin ya da borcun verildiği piyasanın türünün bir önemi yoktur. Bir başka kriter ise para birimi kriteridir. Para birimi kriteri dikkate alınarak bir ayırım yapıldığında alınan borç yerli para cinsinden ise iç borç, yabancı para cinsinden ise dış borç olarak tanımlanır.

İç ve dış borç ayırımında diğer bir kriter ise alacaklının ve borçlunun ikamet (residency) kriteridir. Eğer borç veren yani alacaklı, borç alan ülke sınırları içerisinde ikamet ediyorsa (resident) alınan bu borç iç borç, başka bir ülkede ikamet ediyorsa (non-resident) alınan bu borç dış borç olarak sınıflandırılır (United Nations Statistical Commission, 2008; IMF, 2011). Bu kritere göre borcu verenin uyruğunun, verilen ve alınan borcun para cinsinin ya da borcun verildiği piyasanın türünün bir önemi

olmamakta, alacaklının yerleşiklik yani ikamet durumu önem arz etmektedir. Kamu borcuna ilişkin istatistiki bilgileri derleyen uluslararası kuruluşlar tarafından borcun iç veya dış borç olarak değerlendirilmesi ikamet kriterine göre yapılmaktadır (bkz. United Nations Statistical Commission, 2008; IMF, 2011; IMF, 2014).

Cebrilik durumuna göre kamu borçları cebri (zorunlu) borçlar ve isteğe bağlı borçlar olmak üzere ikiye ayrılır. Bu ayrımında borç verenin gönüllülük durumunun devlet tarafından dikkate alınıp alınmadığı söz konusudur. Eğer devlet gerekli gördüğü hallerde kişi ve kurumları borç vermeye zorluyor ve bu kişi ve kurumlardan ne kadar borçlanacağını tek taraflı olarak belirliyorsa bu borçlar cebri (zorunlu) borçlar olarak nitelendirilir. Eğer borçlanmada devlet tarafından bir cebrilik unsuru tanımlanmıyorsa yani kişi ve kurumlar kendi istek ve iradelerine göre borç veriyorlarsa bu borçlanma isteğe bağlı borçlanma olarak tanımlanmaktadır. Kamu borçlarının büyük kısmı isteğe bağlı borçlardan oluşmaktadır.

1.3.3. Başlıca Kamu Borçlanma Araçları

Kamu kesimi genel olarak doğrudan krediler ve borçlanma senetlerinin ihracı yoluyla borçlanmaktadır. Borçlanma senetleri (debt securities) araçları ile devlet yurtiçi piyasalardan devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) (government domestic debt securities) aracılığı ile, uluslararası ve yabancı piyasalardan ise devlet dış borçlanma senetleri (government international debt securities) aracılığı ile borçlanmaktadır. Genellikle dış borçlanma senetlerinin büyük bölümü konvertibilitesi yüksek yabancı para birimlerine bağlı tahvillerden oluşmaktadır.

Kamu iç borçlanması gerçek ve tüzel kişilerden, bazı kamu kurum ve kuruluşlarından, ticari bankalardan ve merkez bankasından çeşitli borçlanma araçları vasıtasıyla yapılır (Bekâr, 2018). Borçlanmanın hangi kaynaklardan yapılmasına karar verilirken ekonomik, mali ve konjonktürel şartların göz önüne alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Devlet iç borçlanma senetleri, anapara ve faiz ödemesi içeren hazine bonoları (treasury bills) ve devlet tahvillerinden (government bonds) oluşur. Bonolar vadeleri bir yıldan az, tahviller ise vadeleri bir yıldan fazla olan borçlanma senetleridir. Devlet iç borçlanma senetleri vadeleri bakımından sınıflandırılmalarının dışında bu senetlerin kuponlu ya da kuponsuz oluşları, sabit getirili ya da değişken faizli oluşları, yerli para cinsinden, döviz cinsinden ya da dövize

endeksli oluşları bakımından kendi içlerinde de bir ayrıma tabi tutulmaktadır (Brigham & Houston, 2019, ss. 231-234).

Devlet iç borçlanma senetleri, genel olarak ihale yöntemi, sürekli arz yöntemi (TAP), halka arz ve doğrudan satış yöntemi ile ihraç edilmektedirler. İhale yönteminde ihaleye tüm yerli ve yabancı gerçek kişiler ile bankalar ve aracı kurumlar gibi tüzel kişiler katılabilmekte, tek fiyat ya da çoklu fiyat ile satışlar gerçekleştirilmektedir (Bekâr, 2016). Sürekli arz yöntemi ile borçlanma senetleri vade şartları ve faizi belirlenerek merkez bankasında tutulmakta, yatırımcılar istedikleri zaman borçlanma senetlerini satın alma imkanına sahip olmaktadır (Bayraktar, 2011). Doğrudan satış yönteminde ise devlet iç borçlanma senetlerinin kimlere ne miktarda satılacakları bellidir. Kamu kurum ve kuruluşları, bankalar, diğer finans kuruluşlarının borçlanma senetlerine olan talepleri önceden hazine tarafından alınmakta, bu talepler değerlendirilip borç veren taraf ile anlaşma sağlandığında borçlanma senetleri ihraç edilmektedir. Halka arz yönteminde de hazine tarafından türleri, faizleri ve vadeleri belirlenen borçlanma senetleri yetki verilmiş bankalar ve finans kuruluşları aracılığı ile satış için piyasaya arz edilir (Meriç, 2013, s. 189).

Kısa vadeli borçlanma aracı olan hazine bonoları genellikle bütçe açıklarının finansmanı ile para politikasını desteklemek için açık piyasa işlemlerinin yapılması amacıyla ihraç edilmektedir. Devlet iç borçlanma senetleri, riskinin düşük olması, faiz oranlarının görece yüksekliği, birçoğunun likit enstrümanlar olmaları yani ikincil piyasalarda nakde çevrilme kolaylığı gibi nedenlerle Türkiye gibi birçok ülkede büyük oranda bankalar tarafından satın alınmaktadır (Bekâr, 2016).

Devlet, merkez bankasından hazine aracılığı ile dolaylı ya da dolaysız olarak borç alabilmektedir. Hazinenin finansman açığını kısa süreli avans alarak karşılaması hazinenin merkez bankasından doğrudan borçlanması olarak tanımlanmaktadır. Birçok ülkede devletin hazine aracılığı ile merkez bankasından avans alması, karşılıksız para basılarak emisyon hacmini arttırma ve enflasyonu yükseltme riski nedeniyle ilgili yasalarla sınırlandırılmaktadır. Merkez Bankasının açık piyasa işlemleri ile devlet tarafından çıkarılan borçlanma senetlerini satın alması hazinenin merkez bankasından dolaylı borçlanması olarak tanımlanmaktadır. Devletin merkez bankasından dolaylı olarak borçlanmasının uygulama esasları ve sınırları birçok

ülkede yasalar ile düzenlenmektedir (Jácome, Matamoros-Indorf, Sharma, & Townsend, 2012).

Çoğu ülkede devlet, sosyal güvenlik kurum ve kuruluşları ile sigorta şirketlerinin gerçek ve tüzel kişilerden topladıkları prim ve diğer sosyal güvenlik ödemelerinden oluşan yüksek miktardaki fonlarının mevcudiyeti nedeniyle çeşitli yasal düzenlemeler ile bu kurum ve şirketlerden de borçlanmaktadır. Yasalar ile devlet, bu kurum ve kuruluşlar ile şirketlerin topladıkları fonları nasıl değerlendirecekleri hakkında yasal düzenlemeler yapmaktadır. Bu yasal düzenlemeler doğrultusunda genellikle bu kamu kurum ve kuruluşları ile sigorta şirketleri elde ettikleri fonların büyük kısmını devlet borçlanma senetlerine yatırmaktadırlar (OECD, 2015).

Devletler dış borçlanmayı borcun alındığı kaynaklar bakımından resmi kaynaklardan ve özel kaynaklardan yapmaktadırlar. Kamu dış borçlanması, kredi almak yoluyla yabancı bankalardan ve finans kuruluşlarından, uluslararası piyasalarda borç senedi ihracı yoluyla gerçek ve tüzel kişilerden, kredi almak yoluyla diğer devletlerden ve Dünya Bankası, IMF, uluslararası yatırım ve kalkınma bankaları gibi uluslararası kurum ve kuruluşlardan yapılmaktadır (Meriç, 2013, ss. 82-84).

Devletler arasında borç sözleşmeleri ile yapılan anlaşmalar sonucu diğer devletlerden alınan ve hükümet kredileri olarak da isimlendirilen krediler resmi kaynaklardan alınan dış borçlar arasındadır. Ayrıca, devletlerin iş birliği ile kurulan ve üyeleri de bu devletlerden oluşan uluslararası kurum ve kuruluşlardan alınan krediler de resmi kaynaklardan alınan dış borçlardandır. Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası, IMF, İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı gibi uluslararası kurum ve kuruluşlardan alınan kredilere çok yanlı krediler de denilmektedir. Ayrıca, belirli projelerin finansmanı için alınan proje kredileri, genel finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla alınan program kredileri, borç veren ülke tarafından finansmanın kullanımı konusunda borç veren ülkeden mal ve hizmet alma gibi şartların olduğu bağlı krediler, borç veren ülke tarafından bir şarta bağlı olmayan serbest krediler, vadesi gelen ve ödenmesi gereken borcun ödenemediği durumlarda alınan röfinansman kredileri ve savuma harcamaları ve savunma yatırımları için alınan savunma kredileri kamu dış borcu kapsamına giren ve devlet tarafından alınan diğer kredilerdir (Bekâr, 2019).

Özel kaynaklardan kamu dış borçlanması, uluslararası para ve sermaye piyasaları aracılığı ile kredi almak ve tahvil ihraç etmek yoluyla yapılmaktadır. Uluslararası para piyasaları aracılığı ile özel ticari bankalardan kredi almak yoluyla doğrudan kamu dış borçlanması yapılabilmektedir. Birden fazla bankanın bir araya gelerek verdikleri krediler sendikasyon kredileri olarak tanımlanmaktadır. Genel olarak ilgili dönemdeki Londra Bankalararası Faiz Oranları yani Libor (London Interbank Offered Rate) değerleri ve borç verilecek ülkenin risk derecesi referans alınarak sendikasyon kredilerinin faiz oranları belirlenmektedir (Sakarya & Sezgin, 2015).

Devlet, yurtdışı kaynaklardan borçlanmak için uluslararası tahvil piyasalarına tahvil ihraç etmek yoluyla da kamu dış borçlanmasına gitmektedir. Devlet tarafından çıkarılan uluslararası tahviller, ülke dışına ihraç edilen tahviller olup yabancı tahviller (foreign bonds), Eurotahviller (Eurobonds) ve küresel tahviller (global bonds) olarak sınıflandırılırlar (Miller & Puthenpurackal, 2005; Mishkin, 2019, ss. 82-83). Bu tahviller, satışa sunuldukları uluslararası tahvil piyasalarında geçerli yabancı para birimleri cinsinden ihraç edilirler.

Kamu kesiminin çıkardığı yabancı tahviller, başka bir ülkede o ülkenin para birimi cinsinden ve söz konusu ülkedeki sermaye piyasası kuralları içinde ihraç edilen tahvillerdir. Yabancı tahviller ihraç edildikleri ülkelere göre bazı özel isimler ile de adlandırılmaktadırlar. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri piyasalarında ihraç edilen tahvil Yankee tahvil (Yankee bond), İngiltere piyasalarında ihraç edilen tahvil Bulldog tahvil (Bulldog bond), İspanya piyasalarında ihraç edilen tahvil Matador tahvil (Matador bond), Japonya piyasalarında ihraç edilen tahvil Samuray tahvil (Samurai bond) ve Hollanda piyasalarında ihraç edilen tahvil Rembrand tahvil (Rembrand bond) olarak isimlendirilmektedir (Sevim, 2016).

Uluslararası piyasalara tahvil ihracı genellikle uluslararası bankalar ve aracı kurumlar vasıtasıyla yapılmaktadır. Uluslararası tahvil piyasalarında kamu dış borçlanma tahvilleri, kupon ödemeleri sabit oranlı faizli tahviller (fixed rate bonds), kupon ödeme tutarları Libor'a spread adı verilen bir marj eklenerek belirlenen değişken oranlı faizli tahviller (floating rate notes) ve vadeleri dolmadan önce hisse senedine dönüştürülebilen tahviller (convertible bonds) olmak üzere farklı türlerde ihraç edilebilmektedirler.

Kamu kesimi tarafından çıkarılan Eurotahviller daha çok ABD doları, Euro ve Japon Yeni gibi uluslararası alanda konvertibilitesi yüksek para birimlerinde ihraç edilen ve genellikle vadeleri otuz yıla kadar olabilen uluslararası tahvillerdir (Brigham & Houston, 2019 s.686). Eurotahviller, ihraç edildikleri yabancı para cinsine göre de bir ayrıma tabi tutulmaktadırlar. Örneğin İngiltere dışındaki piyasalarda İngiliz Sterlini para biriminden ihraç edilen Eurotahvil, “Eurosterlin tahvil” olarak da isimlendirilmektedir. Benzer şekilde A.B.D. piyasaları dışında diğer uluslararası piyasalarda A.B.D. Doları cinsinden ihraç edilen bir Eurotahvil, “Eurodolar tahvil” olarak da adlandırılır. Bu tahviller, yabancı tahvillerin aksine eşzamanlı olarak birden fazla ülkede uluslararası konsorsiyumlar aracılığıyla ihraç edilip işlem görmektedirler ve ihraç edildikleri para biriminin ulusal para birimi olduğu ülkenin mevzuatına tabi değildirler. Eurotahviller, ihraç edildikleri para biriminin ulusal para olarak kullanıldığı ülkede satışa sunulamamaktadırlar. Örneğin Japon Yeni cinsinden ihraç edilecek bir Eurotahvil Japon piyasasında satılamamaktadır. Ayrıca bu tahviller genellikle nama kayıtlı olarak değil de hamiline kayıtlı olarak ihraç edilmekte ve yatırımcıların kimlikleri saklı tutulmaktadır.

Global tahviller olarak da isimlendirilen küresel tahviller uluslararası piyasalarda ihraç edilen, aynı anda birden fazla ülke piyasasında satışa sunulabilen tahvillerdir (Miller & Puthenpurackal, 2005). Literatürde bazı sınıflandırmalarda küresel tahviller Eurotahvil olarak tanımlansa da küresel tahviller genel olarak Eurotahvillere benzemekle birlikte bu tahvillerin Eurotahvillerden bazı farkları vardır. Eurotahviller ihraç edildikleri para biriminin ulusal para olduğu ülke piyasalarında satışa sunulamazken küresel tahviller bağlı oldukları para biriminin ulusal para olduğu ülke piyasasında da ihraç edilebilmektedirler. Ayrıca küresel tahviller Eurotahvil piyasaları ile birlikte eşanlı olarak yabancı tahvil piyasalarında da satışa sunulabilmektedirler.

1.3.4. Kamu Borcu Ölçüleri

Kamu kesimi brüt borç stoku belirli bir zamandaki kamu iç ve dış anapara borçlarının toplam miktarıdır. Bu borçların faiz tutarları kamu kesimi brüt borç stokuna dahil değildir. Kamu kesimi brüt borç yükü ise belirli zamandaki brüt kamu borç stokunun aynı dönem gayrisafı yurtiçi hasılaya (GSYH) oranıdır (Demir, 2015, 213). Kamunun varlıkları ile mali ve finansal alacakları toplamının kamu kesimi brüt

borç stokundan çıkarılması ile kamu kesimi net borç stoku elde edilir. Kamu kesimi net borç stokunun aynı dönemdeki gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı da kamu kesimi net borç yükünü ifade etmektedir.

Kamu kesimi brüt iç ve dış borç stokları ise belirli bir zamandaki iç borç ve dış borç anaparalarının toplamından, net iç ve dış borç stokları ise bu toplam değerlerden kamu kesiminin ilgili varlıkları ile mali ve finansal alacaklarının çıkartılması sonucu ortaya çıkan stok tutarlarından oluşmaktadır (IMF, 2011). Benzer şekilde, kamu kesiminin iç ve dış borç yükü ilgili iç ve dış kamu borç stoklarının gayrisafi milli hasılaya oranıdır. Borç stok değerlerinin brüt ya da net olmasına göre kamu kesimi iç ve dış borç yüklerinin brüt veya net değerleri belirlenmektedir. Genel olarak kamunun mali ve finansal varlıkları ülkeden ülkeye değişmekle birlikte hazinedeki, kamu bankalarındaki ve merkez bankasındaki ilgili kalemlerden meydana gelmektedir (OECD, 2019).

Kamu kesimi toplam borç servisi belirli bir dönemdeki kamu iç ve dış borçlarının anaparaları ile bu borçların faizleri ve diğer maliyetlerinin toplamını ifade etmektedir (Demir, 2013, s. 213). Kamu kesimi iç borç servisi iç borç anaparaları ile iç borç faiz ve diğer iç borçlanma maliyetlerinin toplamını, kamu kesimi dış borç servisi ise dış borç anaparaları ile dış borç faizi ve diğer dış borçlanma maliyetlerinin toplamını ifade etmektedir.

Borç çevirme oranı, belirli bir dönemde yapılan toplam kamu borçlanmasının aynı dönemde yapılan borç anapara ve faiz ödemeleri toplamına oranıdır. İç borç çevirme oranı belirli bir dönemde yapılan iç borçlanmanın yapılan iç borç anapara ve faiz ödemeleri toplamına oranı iken dış borç çevirme oranı ise bir dönemde yapılan dış borçlanmanın aynı dönemde yapılan dış borç anapara ve faiz ödemeleri toplamına oranıdır (Yıldız, 2014). Belirli bir dönemde kamu kesiminin gelir ve giderlerinin dengesi “kamu finansman dengesi” olarak tanımlanmaktadır. Kamu giderlerinin kamu gelirlerinden fazla olması kamu kesimi finansman açığının ortaya çıkmasına neden olur. Kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG) (public sector borrowing requirement) göstergesi literatürde kamu kesimi finansman açığının ya da fazlasının ölçümünde kullanılmaktadır (Bailey, 2004, s. 241). Ülkeler arası karşılaştırmalarda mutlak değer yerine daha çok belirli bir dönemdeki kamu kesimi borçlanma gereğinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı dikkate alınmaktadır.

Dünya Bankası, IMF, OECD, Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD]) ve Avrupa İstatistik Ofisi (European Statistical Office [EUROSTAT]) gibi uluslararası kurum ve kuruluşlarca devletlerarası kamu borç düzeylerinin karşılaştırılmasına olanak sağlayan kamu borcu ölçüleri yayınlanmaktadır. Kamu borcu ölçümlerinin nasıl yapılacağına dair metodolojik yöntemler ve kamu borcu kapsamı bu uluslararası kurum ve kuruluşlarca yayınlanan kılavuzlarda tanımlanmaktadır. Devletlerarası karşılaştırmalara olanak veren borç istatistikleri bu kuruluşlarca belirli periyotlarda açıklanmaktadır. Kamu kesimi borç ölçülerinin ve istatistiklerinin oluşturulmasında içerik, yöntem ve metodolojik farklılıkların ortadan kaldırılarak bir standardın sağlanması ve nihayetinde ülkeler arası kamu borç istatistiklerinin doğru olarak karşılaştırılması amacıyla IMF, OECD, UNCTAD ve Dünya Bankasının da içinde yer aldığı dokuz uluslararası kuruluş ortak olarak 2011 yılında “Kamu Sektörü Borç İstatistikleri: Kullanıcı ve Derleyiciler İçin Rehber (Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users)” isimli bir rehber yayınlamışlardır. Bu rehber doğrultusunda kamu kesimi borcunun ölçülmesi genel olarak kurumsal kapsam ve borçlanma enstrümanları baz alınarak yapılabilmektedir.

Hangi kurum ve kuruluşların borçlarının kamu kesimi borcuna dahil edileceği kurumsal kapsamda belirtilmektedir. Kurumsal kapsam temel olarak genel yönetim sektörünü (general government sector), finansal kamu kurumları sektörünü (financial public corporations sector) ve finansal olmayan kamu kurumları sektörünü (nonfinancial public corporations sector) içermektedir (IMF, 2014). Ülkeden ülkeye değişen yönetim biçimine bağlı olmakla birlikte genel yönetim (general government) merkezi yönetim (central government), eyalet yönetimi (state government), yerel yönetim (local government) ve sosyal güvenlik kuruluşlarından (social security institutions) oluşmaktadır (IMF, 2014). Genel yönetim içerisinde değerlendirilen kamu birimlerinden anlaşılacağı üzere genel yönetime dahil edilen birimler bütçede yer alan birimler (budgetary units) ile bütçede yer almayan birimlerden (extra-budgetary units) oluşmaktadır. Finansal kamu kurum ve kuruluşları (financial public corporations) içerisinde merkez bankası, kamu mevduat bankaları ve diğer finansal kamu kurum ve kuruluşları yer almaktadır. Finansal olmayan kamu kurum ve kuruluşları (non-financial public corporations) kamu iktisadi teşekkülleri gibi kamu

sermayesi ile kurulan ve kamu sektörü içerisinde yer alan kamu teşebbüslerini (state-owned enterprises) içermektedir (IMF, 2014).

Ülkeler arası kamu borç düzeylerinin karşılaştırılmasında en çok tercih edilen kamu borcu göstergesi genel yönetim borç stoku göstergesidir. İlgili borç verilerinin toplanması, oluşturulması ve düzenlenmesi yönetim sistemleri farklı olan birçok ülke açısından daha kolay ve uygundur. Ayrıca, genel yönetim borç stoku içerisinde merkezi yönetimin, eyalet yönetimlerinin, yerel yönetimlerin ve sosyal güvenlik kuruluşlarının borçlarının yer alması toplam kamu borcunu daha detaylı bir şekilde yansıtması açısından tercih edilmektedir. Genel yönetim borç stoku göstergesi kamu kesiminin brüt borç stokunu tanımlamakta, genel yönetim varlıkları ile finansal alacaklar toplamının genel yönetim brüt borç stokundan çıkarılması ile genel yönetim net borç stoku elde edilmektedir (IMF, 2014).

Kamu kesimi borcunun ölçülmesinde borçlanma enstrümanları baz alındığında ise kamu kesimi brüt borç stoku, kamu kesiminin borçlanma enstrümanları aracılığı ile belirli bir dönemde yüklendiği yükümlülüklerin toplam değeridir. Borçlanma senetleri (debt securities), krediler (loans), özel çekim hakları (special drawing rights [SDRs]), para ve mevduat (currency and deposit), sigorta, emeklilik planları ve standartlaştırılmış garantili planlar (insurance, pension, and standardized guarantee schemes) ve diğer borçlar/alacaklar (other payable/receivable) kamu borçlanma enstrümanları olarak tanımlanmaktadır (IMF, 2011). Diğer borçlar/alacaklar ticari krediler, avanslar ve çeşitli diğer borç ve alacak kalemlerinden oluşmaktadır. Basılan kâğıt ve demir paralar ile mevduatlar da borçlanma enstrümanları arasında yer almaktadır. Kamu kesiminin borçlanma enstrümanları arasındaki borçlanma senetleri ve krediler toplamından oluşan borçlanma tutarlarının hesaplanma kolaylığı ve bu enstrümanlar tarafından oluşan yükümlülük toplamalarının kamu borç stokunu yansıtan bir gösterge olarak kullanılması ülkeler arasında standardize edilmiş şekilde borç düzeylerinin dolaysız olarak doğrudan karşılaştırılmalarına olanak sağlamaktadır (IMF, 2014).

1.4. KAMU BORCUNUN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Günümüzde devletler mali amaçlar dışında ekonomik hedeflerini gerçekleştirmek ve makroekonomik değişkenler üzerine etki etmek amacıyla da

maliye politikasının bir aracı olan kamu borçlanmasına başvurmaktadırlar. Kamu borçlanması günümüzde birçok ülke açısından olağanüstü gelir olmaktan çıkmış olağan bir gelir haline gelmiştir. Tarihsel dönemler itibariyle baskın olan farklı iktisadi düşünceler ışığında kamu borçlanmasına bakış açısı değişiklikler göstermiştir. Piyasalarda oluşan ücret ve faiz dahil olmak üzere tüm fiyatların tam esnek olduğu ve ekonomide tam rekabet koşullarının sağlandığı varsayımlarına dayanarak piyasaların hiçbir müdahaleye gerek kalmadan kendiliğinden temizleneceğini öngören Klasik İktisadi Düşüncede kamu borçlanmasının makroekonomik değişkenler üzerinde olumsuz etkiler yaratacağı, devletin zorunlu haller dışında borçlanmaya başvurmaması gerektiği savunulmaktadır. Zamanlar arası bütçe kısıtını göz önüne alarak tüketimlerini ve tasarruflarını planlayan ve piyasaların kendiliğinden dengede olduğu varsayımlarına dayanan Neoklasik İktisadi Düşünce ise özellikle bütçe açıklarının kamu borçlanması yoluyla finanse edilmesinin özel yatırımları dışlayacağı ve ekonomide azalan yatırımların makroekonomik olarak olumsuz sonuçlar doğuracağı öngörülmektedir (Bernheim, 1989).

1929 Büyük Buhranı sonrası ortaya çıkan ve fiyatların yapışkan olduğu, ekonomik aktörlerin ileriye dönük olmadıkları, bireylerin tüketim kararlarında faiz oranlarını değil cari gelirlerini dikkate aldıkları ve ekonominin eksik istihdamda dengeye gelebileceği varsayımlarına dayanan Keynesyen İktisadi Düşüncede denk bütçe anlayışının zorunluluk teşkil etmediği, açık bütçe anlayışı doğrultusunda ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanabileceği ve borçlanma yoluyla finanse edilen kamu harcamalarının da çarpan etkisiyle ekonomideki yatırımları ve tüketim seviyesini yükselteceği savunulmaktadır (Pressman, 1997). Büyük Buhran sonrasında da Abba Lerner öncülüğünde maliyeciler arasında fonksiyonel maliye anlayışı ön plana çıkmış, özellikle ekonomide tam istihdamın ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi gibi iktisadi hedeflere ulaşmak için para politikası ile maliye politikasının eş güdüm halinde uygulanması gerekliliği hâkim görüş haline gelmiştir (Wray, 2018).

1970’lerde hem enflasyonun hem de ekonomik durgunluğun birlikte görülmesi (stagflasyon) ile Keynesyen görüş doğrultusunda uygulanan iktisadi politikalar etkisini azaltmış, makroekonomik istikrarsızlıkların nedeninin temel olarak parasal kökenli olduğunu savunan ve öncülüğünü Milton Friedman’ın yaptığı Monetarist görüş ön plana çıkmıştır. Ekonomideki hanehalklarının tüketim kararlarını verirken

cari gelirlerini değil sürekli gelirlerini göz önüne aldıkları, diğer bir deyişle Sürekli Gelir Hipotezi (Permanent Income Hypothesis) varsayımına dayanan Monetarist görüşü savunan iktisatçılar, uygulanan maliye politikasının ekonomideki tüketim düzeyi ve dolayısıyla iktisadi büyüme üzerinde etkisiz, ancak para politikasının makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olduğunu iddia etmektedirler (Brunner & Meltzer, 1972; Tsiang, 1980). Dolayısıyla, Monetarist görüş savunucuları kamu borçlanmasını olağan bir kamu geliri olarak kabul etmemektedirler.

Ortaya konulan teorik iktisadi modeller çerçevesinde literatürde kamu borçlanmasının makroekonomik etkilerini çeşitli ülke ve ülke grupları özelinde ampirik olarak araştıran ve teorilerin geçerliliklerini test etmeyi hedefleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. İzleyen alt bölümlerde kamu borcunun makro ekonomik etkileri; ekonomik büyüme, fiyatlar genel düzeyi, faiz oranları, tüketim, gelir dağılımı ve ödemeler dengesi açısından genel olarak incelenecektir.

1.4.1. Kamu Borcunun Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi

Kamu borcunun ekonomik büyümeyi ne yönde etkileyeceği birçok faktöre bağlıdır. Borcun türüne, faiz oranına, vadesine, alındığı kaynaklara, nasıl kullanıldığına, geri ödemesinin nasıl finanse edildiğine, borçlanmanın nasıl yapıldığına, ekonominin mevcut durumuna ve finansal gelişmişlik düzeyine bağlı olarak kamu borcunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin kısa ve uzun dönemde pozitif, negatif veya nötr olabileceği ve bu etkilerin farklı kanallar üzerinden gerçekleşebileceği teorik modeller çerçevesinde açıklanmaktadır. Teorik literatür incelendiğinde genel olarak teorik iktisadi modeller sonuçları bakımından kamu borcunun ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisinin olduğu, negatif etkisinin olduğu, etkisinin olmadığı ve lineer olmayan etkisinin olduğu yönünde dört gruba ayrılmaktadır (Saungweme & Odhiambo, 2019).

Klasik İktisadi görüşün kurucusu sayılan Adam Smith (1776) kamu harcamalarının vergiler yerine borçlanma ile karşılanmasının gelecek kuşaklara ekstra bir yük getireceğini ve ileriki dönemlerde ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki yaratacağını, bu nedenle olağanüstü haller dışında devletin borçlanma yoluna gitmemesi gerektiğini savunmaktadır. Ricardocu Denklik Hipotezi'ne (Ricardian Equivalence Hypothesis) göre devletin kamu harcamalarını finanse etmek amacıyla

vergilere ya da borçlanmaya başvurması arasında özel tasarrufları ve yatırımları aynı şekilde etkileyecek olması sebebiyle bir fark yoktur (Bernheim, 1987; Seater, 1993). Neoklasik İktisadi düşünceye göre ekonomideki bireylerin bekleyişlerinin iktisadi kararlarında etkili olduğu ve bu bireylerin rasyonel davrandıkları varsayımı altında kamu borcu gelecek kuşaklarda ek vergi yükü oluşturacak ve oluşan gelir ve servet etkileri nedeniyle ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yaratacaktır. James Buchanan (1958), kamu borcu ile genel olarak kamu kesimi aktivitelerinin maliyetlerinin gelecek kuşakların üzerine yükleneceğini, bu borcun sermaye stokunu azaltabileceğini ve ekonomik büyüme üzerinde negatif etki edebileceğini iddia etmektedir.

Genel olarak Keynesyen görüşe dahil iktisadi modellerde toplam talebin düşük olduğu dönemlerde alınan kamu borcunun piyasaya enjekte edilmesi sonucu toplam talep düzeyini arttırarak hasılanın yükselmesini sağlayacağı ve ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyeceği görüşü hakimdir. Devletin bir maliye politikası aracı olarak kamu borçlanmasına gitmesi ve harcama yapması tasarrufların yatırımlara dönüşmesini destekleyecek ve ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki yaratacaktır. Ayrıca, Keynesyen görüşe göre borçlanma ile finanse edilen kamu harcamalarının vergiler ile finanse edilen kamu harcamalarına göre çarpan etkisi daha fazla olduğundan kamu borçlanması ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir (Holtfrerich, 2013). Monetarist İktisadi görüşün temsilcilerinden Milton Friedman'a göre devletin borçlanmasının parasal genişlemeye neden olduğu durumlar faizlerin artmasına sebebiyet verir ve dışlama etkisi nedeniyle özel yatırımların azalması sonucunu doğurarak ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki yaratır. Rasyonel Beklentiler Hipotezi çerçevesinde Barro (1989), Ricardo'nun kamu borcunun reel ekonomiye etkisine yönelik hipotezini ekonomideki iktisadi aktörlerin rasyonel beklentilere sahip olduğu varsayımı altında geliştirmiş ve benzer şekilde kamu borcunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin kamu finansmanının vergiler yoluyla sağlandığı durumdaki ile aynı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Öncülüğünü Myers (1977)'in yaptığı Borç Uzantısı Teorisi'ne (Debt Overhang Theory) göre yüksek kamu borçlanması sonucu oluşan mali bozulmanın özel sektörün gelecekte yapacakları yatırım kararlarını optimal şekilde almalarını engellemesi nedeniyle kamu borcu ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilemektedir (Diamond,

1965; Krugman, 1988). Teorik literatürde kamu borcunun ekonomik büyüme üzerinde lineer olmayan etkisinin olduğunu ortaya koyan ve Borç Uzantısı Teorisi'ne dayanan Eşik Değeri Teorisi (Threshold Theory) kamu borcunun belirli bir düzeye kadar ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyeceğini ancak borç düzeyi eşik değeri aştığında bu etkinin negatif yönde olacağını ortaya koymaktadır (Krugman, 1988; Sachs, 1989; Reinhart & Rogoff, 2010a, 2010b). Bu teorinin arka planında kamu borcu seviyesi belirli bir düzeyin altındayken yer açma etkisinin (crowding-in effect) dışlama etkisinden (crowding-out effect) fazla olduğu, kamu borcu seviyesi belirli bir düzeyin üzerinde olduğunda ise yer açma etkisinin dışlama etkisinden düşük olduğu görüşü yatmaktadır.

Ampirik literatürde yukarıda açıklanan teorik iktisadi yaklaşımlar çerçevesinde kamu borcunun ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisinin (Abbas & Christensen, 2007; Greiner, 2011; Uzun, Kabadayi, & Emsen, 2012; Owusu-Nantwi & Erickson 2016), negatif etkisinin (Clements, Bhattachara, & Nguyen, 2003; Égert, 2012; Szabo, 2013; Panizza & Presbitero, 2013; Gómez-Puig & Sosvilla-Rivero, 2015, 2017), etkisinin nötr (Schclarek, 2004; Panizza & Presbitero, 2012; Kourtellos, Stengos, & Tan, 2013) ve lineer olmayan etkisinin (Kumar & Woo, 2010; Reinhart & Rogoff, 2010b; Minea & Parent, 2012; Herndon, Ash, & Pollin, 2014;) olduğunu gösteren çok fazla ampirik çalışma bulunmaktadır.

1.4.2. Kamu Borcunun Fiyatlar Genel Düzeyi Üzerindeki Etkisi

Kamu borçlanması fiyatlar genel düzeyini ne yönde etkileyeceği çeşitli iktisadi ve mali faktörlere bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Ekonomideki durgunluk dönemlerinde tasarrufların kamu borçlanması ile toplanması, alınan borcun kamu harcamalarında kullanılarak toplam talebin artırılması ve ekonomik canlanmanın sağlanması hedeflenir. Enflasyonist dönemlerde de toplam talep düzeyinin düşürülerek enflasyonun kontrol altına alınması amacıyla kamu borçlanmasına gidilebilir ve alınan borçlar harcamaya dönüştürülmez. Öncelikle borcun hangi kaynaklardan sağlandığı ve nasıl kullanıldığı kamu borcunun fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisi bakımından önem arz etmektedir. Eğer alınan kamu borcu yatırım ya da mal ve hizmet alım harcaması şeklinde ekonomiye yönlendiriliyorsa bu borcun enflasyonist bir etki yaratması beklenmektedir. Diğer yandan bu borçlar harcamaya dönüştürülmiyorsa yani ekonomiye aktarılmıyorsa

alınan kamu borcunun deflasyonist etki yapacağı öngörülmektedir. Bu noktada göz önünde bulundurulması gereken bir diğer husus da iç borç olarak alınan fonların borçlanma yapılmadan önce tasarruf sahiplerince atıl durumda tutulup tutulmadığı hususudur. Eğer atıl durumdaki fonlar kamu borçlanması yoluyla ekonomiye kamu harcamaları şeklinde aktarılıyorsa kamu borcunun fiyatlar genel düzeyini arttıracığı beklenir (Demir & Sever, 2008).

Kamu iç borcu, bankalar tarafından özel sektöre verilecek kredilerden sağlanıyorsa özel sektöre bankaların verebilecekleri kredi miktarı azalacağından dışlama etkisi yoluyla ekonomide olası bir daralma ile birlikte fiyatlar genel düzeyinin düşmesine neden olabilir. Ancak, fiyatlar genel düzeyi üzerindeki net etki alınan borcun harcamaya dönüştürülüp dönüştürülmediğine, eğer dönüştürülüyorsa da ne oranda dönüştürüldüğüne bağlı olarak pozitif ya da negatif yönde değişiklik gösterebilir. Kamu borçlanması Merkez Bankası'ndan yapılıyorsa bu borçlanma para arzının artmasına neden olacağından fiyatlar genel düzeyinde yükselmeye neden olur. Kamu dış borçlanması çeşitli faktörlere bağlı olarak enflasyonist, anti-enflasyonist ya da deflasyonist etkiler meydana getirebilir (Yenipazarlı & Demir, 2019). Dış borçlanmadan elde edilen kamu gelirleri kamu harcaması şeklinde yerel ekonomiye aktarılıyorsa fiyatlar genel düzeyinde artışa neden olur. Kamu dış borçlanmasının enflasyonist etkisi kamu iç borçlanmasına göre daha düşük seviyelerdedir (Türkal, 2003). Alınan kamu dış borcu önceki dönemlerden kalan dış borçların finansmanında kullanılıyorsa yerel ekonomi içine doğrudan aktarılmadığından borç enflasyonist bir etki yaratmaz. Dış borcun anapara ve faiz ödemelerinin yapılacağı dönemlerde ise ekonomide deflasyonist etkiler meydana getirmesi söz konusudur.

Teorik ve ampirik literatür incelendiğinde kamu borcunun fiyatlar genel düzeyine etkisine ilişkin çeşitli görüşler mevcuttur. Musgrave (1949), belirli bir dönemde devlet borçlanma senetlerini elinde tutan özel kesim sahipleri eğer portföylerinin tamamını veya büyük bir bölümünü likit hale getirmek isterlerse, banka kredilerinin hacimlerinin hızla bir şekilde yükseleceğini ve bu kredi genişlemesine ekonominin ihtiyacı olmadığından bu borcun son derece güçlü bir enflasyonist baskı yapacağını belirtmektedir. Milton Friedman (1968), maliye politikasının parasal genişlemeye yol açacağını, genişleyici para politikasının ise kısa dönemde reel çıktı düzeyi ile fiyatlar genel düzeyini yükseltirken uzun dönemde ise sadece fiyatlar genel

düzeyini arttıracaklarını ortaya koymaktadır. Sargent ve Wallace (1981)'a göre borçluluk düzeyi yüksek ülkelerde kamu borcundaki artış enflasyona neden olmaktadır. Barro (1974, 1989) ise devlet borçlanma senetlerinin net servete dahil olmadığını belirterek kamu borcunun fiyatlar genel düzeyinin belirlenmesinde anlamlı bir etkisinin olmadığını iddia etmektedir. Leeper (1991), Woodford (1994,1995) ve Sims (1994) tarafından geliştirilen Fiyat Düzeyinin Mali Teorisi'ne (Fiscal Theory of the Price Level [FTPL]) göre maliye politikası fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir. Fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyonun kontrol altında tutulması için bütçe dengesinin sağlanması ve yapısal kamu kesimi açıklarının oluşmasının engellenmesi gerekmektedir. Fischer, Sahay, ve Vegh (2002) kamu mali açıklarını yüksek enflasyonun belirleyici faktörlerinden biri olarak değerlendirmektedirler. Ülke ve ülke grubu bazlı yapılan ampirik çalışmalarda kamu borcunun fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisinin pozitif (Taghavi, 2000; Bilan & Roman, 2014; Ngerebo-A, 2014; Van Bon, 2015; Afonso & Ibraimo, 2020), negatif (Wheeler, 1999; Karakaplan, 2009; Essien, Agboegbulem, Mba, & Onumonu, 2016) ya da analiz yapılan döneme ve ülkelerin gelişmişlik durumlarına göre değişken (Bleaney, 1996; Reinhart & Rogoff, 2010b) olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.

1.4.3. Kamu Borcunun Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi

Kamu borcunun faiz oranları üzerine etkisi öncelikle borçlanma miktarına, ekonomideki tasarruf düzeyine ve atıl fonların mevcudiyetine bağlı olarak değişmektedir. Ekonomide tasarrufların ve atıl fonların yeterli olmadığı dönemlerde kamu borcu faiz oranlarının yükselmesine neden olacaktır (Demir & Sever, 2008). Devlet, ancak faiz oranlarını yükselterek borç bulma imkanına sahip olacaktır. Tasarruflar ve atıl fonlar borçlanılmak istenen seviyeyi karşılıyorsa kamu borçlanması düşük faiz oranları ile gerçekleştirilebilmektedir. Örneğin sosyal güvenlik kurum ve kuruluşları ile sigorta şirketlerinde atıl durumdaki fonların yüksekliği devletin düşük faiz oranları ile borçlanmasına imkan sağlayacaktır.

Finans sektörünün gelişmişlik düzeyi de kamunun borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Gelişmiş finans sektörüne sahip ekonomilerde hem iç hem de dış fonlara ulaşmadaki kolaylık kamu borçlanmasının düşük faiz oranları ile yapılabilmesine imkân tanımaktadır (Demirhan, 2018). Ayrıca ödünç verilebilir fonların arz ve talebine bağlı olarak oluşan piyasa faiz oranı kamu borçlanmasının

maliyetini doğrudan etkilemektedir. Kamu borcu nedeniyle ödünç verilebilir fon talebinin piyasadaki mevcut faiz oranındaki fon arzını aşması faiz oranlarının yükselmesi sonucunu doğurmaktadır. Faiz oranlarının yükselmesi de dışlama etkisi ile ekonomideki özel yatırımları azaltacaktır. Piyasa faiz oranının yüksekliği kamu borçlanmasının da yüksek faiz oranıyla yapılmasına neden olacaktır.

Kamu borcunun faiz oranları üzerindeki etkisini belirleyen diğer bir faktör de ülkenin kamu borç stoku ve borç servisi seviyesidir. Yüksek kamu borç stokuna sahip ülkelerde kamu borcu, faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır. Mevcut kamu borç servisini karşılayabilmek için daha yüksek faiz oranlarıyla kamu borçlanmasına gidilebilmekte ve faiz-borç sarmalı uzun yıllar sürebilmektedir. Kamu borçlanmasının sürdürülebilirliğine yönelik uygun mali politikalar, borçlanmanın faiz oranlarını arttıran etkisinin sınırlandırılmasını sağlamaktadır.

Ricardocu Denklik Hipotezi'ne göre bireyler tüketim kararlarını ileriye dönük olarak ömür boyu gelirlerini göz önüne olarak vermektedirler. Bunun sonucu olarak da ekonomideki toplam talep düzeyi değişmemektedir. Kamu borcu ile finansman açığının giderilmesi sağlandığında tüketiciler bu borcun gelecekte vergiler yolu ile ödeneceğini düşündükleri için tüketimi kısarak tasarrufları arttıracaklardır. Artan tasarruflar nedeniyle kamu borçlanmasının faiz oranları üzerinde etkisi olmayacak ve dolayısıyla kamu borcu dışlama etkisi yaratmayacaktır (Buchanan, 1958; Bernheim, 1987). Ricardocu Denklik Hipotezi'nin bu sonucunu Plosser (1982), Evans (1987) ve Boothe ve Reid (1987) de yaptıkları çalışmalarda desteklemişlerdir.

IS-LM modeli çerçevesinde Keynesyen yaklaşım analiz edildiğinde kamu borcu ile finanse edilen bütçe açığı toplam talebi canlandırarak faiz oranının artmasına neden olmaktadır (Engen & Hubbard, 2004). Literatürde Neoklasik üretim fonksiyonu baz alınarak yapılan çalışmalarda uzun dönemde kamu borcundaki artış özel sermayenin azalmasına, bu azalış sermayenin marjinal ürününün artmasına ve reel faiz oranının yükselmesine neden olmaktadır (Engen & Hubbard, 2004; Gamber & Seliski, 2019). Faiz oranı, sermaye stoku ve kamu borç düzeyinden etkilenmektedir. Ball ve Mankiw (1995), kamu bütçe açıklarının tasarruf düzeyini, yatırımları ve net ihracatı düşüreceğini, faiz oranlarını ve ulusal paranın değerini arttıracığını ortaya koymaktadırlar. Yüksek faiz oranları ile borçlanabilen borç stoku fazla olan ülkeler, genişlemeci politikalar ile faiz oranlarını kısa dönemde düşürebilmelerine karşın uzun

dönemde reel faiz oranları genellikle sabit kalmakta, enflasyon ve nominal faiz oranları ise artmaktadır (Elmendorf & Mankiw, 1999).

1.4.4. Kamu Borcunun Tüketim Üzerindeki Etkisi

Kamu borcunun tüketim üzerindeki etkisinde kısa ve uzun dönemde borçlanmanın yapıldığı kaynaklar, ülkenin gelişmişlik düzeyi ve ekonominin mevcut konjonktürel durumu belirleyici rol oynamaktadır. Kamu finansman açığının vergiler yerine borçlanma yolu ile karşılanması, bireylerin harcanabilir gelirlerinde (disposable income [DI]) kısa dönemde bir azalmaya neden olmayacağından ve bireylerin harcama olanakları artacağından tüketim eğilimini yükseltecektir (Meriç, 2013, s. 267). Ancak, özel tüketime yönelecek fonların borçlanma ile kamuya transferi özel tüketim üzerinde daraltıcı bir etki meydana getirecektir. Uzun dönemde ise alınan bu borçların anaparası yanında faiz ödemeleri de yapılacağından bireylerin satın alma güçlerinde bir artış meydana getirecek ve tüketim düzeyini yükseltecektir (Demirhan, 2018).

Neoklasik düşünceye göre kamu açıklarının borçlanma yoluyla finanse edilmesi para talebinin artmasına, artan toplam para talebi faiz oranlarının yükselmesine, artan faiz oranları dışlama etkisi ile yatırımların azalmasına, azalan yatırımlar milli gelirin düşmesine ve dolayısıyla tüketim düzeyinin azalmasına neden olur (Gogas vd., 2014). Keynesyen görüşe göre devletin vergi oranlarını düşürmesi ve oluşan bütçe açığını kamu borçlanması ile karşılaması harcanabilir gelirin yükselmesine ve dolayısıyla özel tüketimin artmasına neden olur. Diğer yandan, Ricardocu görüşe göre de kamu borçlanması ile bütçe açığının finanse edilmesinin bu borçların gelecekte ek vergiler alınarak ödeneceği düşüncesine göre hareket eden bireylerin tüketim seviyelerine bir etkisi olmayacaktır (Kusairi vd., 2019). Ricardocu Denklik Hipotezi bireylerin rasyonel davrandıkları, fayda maksimizasyonlarını sonsuz zaman ufkuna (infinite time horizon) göre yaptıkları, likidite kısıtının olmadığı ve sermaye piyasalarının mükemmel işlediği, vergilerin sapıtıcı etkilerinin (distortionary effects) olmadığı ve gelecekteki bütçe politikaları hakkında net bilginin olduğu varsayımlarına dayanmaktadır (Barro, 1974).

Yapılan ampirik çalışmalarda kamu borcunun tüketim düzeyi üzerindeki etkisine yönelik farklı sonuçlar mevcuttur. Gogas vd. (2014), uzun dönemde kamu borcunun tüketim üzerindeki etkisinde Ricardocu Denklik Hipotezi'nin geçerliliğini

VAR (Vektör Otoregresyon) ve VEC (Vektör Hata Düzeltme) modelleri ile test etmişler ve hipotezin uzun dönemde analiz edilen OECD ülkelerinde geçerli olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Diğer yandan Becker (1995), maliye politikası analizlerinde vergilerdeki ve kamu harcamalarındaki beklenen ve beklenmeyen değişikliklerin de göz önüne alınması gerektiğini belirtmiş, bu doğrultuda yaptığı tahminlerde bazı sapmalar olmasına rağmen genel olarak Ricardocu Denklik Hipotezi'nin geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Berben ve Brosens (2005), OECD ülkeleri üzerinde yaptıkları çalışmada kamu borcu ve tüketim arasında lineer olmayan bir ilişki olduğunu tespit etmişler ve borçluluk düzeyi düşük olan ülkelerde kamu borçlanmasının özel tüketim üzerinde etkisinin olmadığı, borçluluk düzeyleri yüksek ülkelerde ise kamu borcunun özel tüketim üzerinde önemli negatif etkisi olduğu sonucuna varmışlardır. Ludvigson (1996), genel denge modeli çerçevesinde yaptığı çalışmada, yüksek kamu harcamaları neticesinde oluşan açıkların kamu borcu ile finansmanının ekonomideki çıktı ve tüketim düzeyini arttırabileceğini, saptırıcı etkiye sahip vergiler (distortionary tax) ile finansmanının ise çıktı, yatırım ve tüketim düzeyini azaltabileceğini göstermiştir. Kusairi vd. (2019), kamu borcunun özel tüketim üzerindeki etkisini 18 Asya Pasifik ülkesinde 1990-2017 yılları arasında dinamik heterojen panel veri analizi yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Uzun dönemde kamu borcu ile tüketim arasında eş bütünleşme ilişkisinin varlığını tespit etmişler ve Ricardocu Denklik Hipotezi'nin kısa ve uzun dönemde geçerli olduğuna yani kamu borcu ile tüketim düzeyi arasında bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır (Kusairi vd., 2019)

1.4.5. Kamu Borcunun Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi

Kamu borcu gelir dağılımını dolaysız veya dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Kamu borcunun gelir dağılımı üzerindeki dolaysız etkisinin tespitinde öncelikle borçlanmanın hangi kaynaklardan yapıldığı, miktarı, faiz oranı ve alınan borcun vadesi geldiğinde anapara ve faiz ödemelerinin finansmanının nasıl sağlandığı önem arz etmektedir (Türk, 2001, ss. 342-344). Eğer vadesi gelen kamu borçlarının geri ödenmesi vergiler aracılığı ile yapılıyorsa verginin kimlerden alındığına göre borcun gelir dağılımı üzerindeki etkisi değişiklik gösterir. Eğer verdikleri borcun vadesi sonunda faiz geliri elde edenlerden vergi yolu ile geri ödenecek borçların finansmanı sağlanıyorsa borçlanmanın gelir dağılımı üzerinde doğrudan etkisi olmamakta, aksi

durumda, yani borçlardan dolayı faiz geliri elde edenler ile vergi vererek ödenecek borcun finansmanını sağlayanlar farklı kişiler ise kamu borcu gelir dağılımını verginin alındığı kişiler aleyhine bozmaktadır (Meriç, 2013, s. 274). Diğer yandan, alınan borçların geri ödemesi yeniden borçlanma ile karşılanıyorsa, gelir dağılımı borçlar için ödenen faiz gelirlerini elde eden kişiler lehine bozulacaktır. Bu noktada göz önünde bulundurulması gereken husus ise borç verenlerin yani borcun vadesi geldiğinde faiz geliri elde edenlerin hangi gelir grubuna dahil olduklarıdır. Eğer faiz geliri elde edenler üst gelir grubuna dahil kişiler ise kamu borcu mevcut durumdaki gelir dağılımını bozacaktır. Tersisi durumda ise yani faiz geliri elde edenler alt gelir grubunda iseler kamu borcu gelir dağılımını düzeltici etkiye sahip olacaktır. Borç verenler ve dolayısıyla vadesi geldiğinde faiz geliri elde eden kişilerin genellikle üst gelir grubundan oldukları düşünüldüğünde yeniden borçlanma yolu ile geçmiş borçların finanse edilmesi gelir dağılımını bozucu etki gösterecektir (Erol, 1992, ss. 92-93; Öztürk, 2016, s.365).

Kamu borçlanmasının gelir dağılımı üzerindeki dolaylı etkisi ise ekonomik büyüme ve kalkınma ile bağlantılı olup ekonominin mevcut durumu da etkinin yönünü ve büyüklüğünü belirlemektedir (Demirhan, 2018). Deflasyonist dönemlerde alınan kamu borcunun harcama yoluyla ekonomiye aktarılması ekonomik canlanmaya ve büyümeye katkı sunabileceğinden büyüme sonucu alt gelir gruplarına dahil bireyler daha fazla pay alıyorlarsa dolaylı olarak kamu borçlanması gelir dağılımını düzeltici etki gösterebilir. Ancak kısa ve uzun dönemdeki etki yönü ve düzeyi de farklılıklar gösterebilir. Uzun dönemde alınan borcun anapara ve faiz ödemelerinin negatif etkisi de göz önünde bulundurulduğunda net etkinin gelir dağılımını ne yönde değiştireceği borcun verimli ve etkin bir şekilde kullanılıp kullanılmadığı ile ilintilidir. Eğer devlet tarafından alınan borç verimli ve reel getirisi yüksek yatırımlara kanallize edilmişse, uzun dönemde kamu borcunun gelir dağılımını düzeltici etkisi söz konusudur. Enflasyonist dönemlerde ise eğer üst gelir grubuna dahil kimselerden borçlanılıyorsa bu kişiler reel gelirlerini enflasyon karşısında faiz gelirleri ile koruyabilirken orta ve alt gelir grubundaki bireyler reel gelirlerini enflasyon karşısında koruyamamakta ve kamu borcu mevcut gelir dağılımını bozucu etki gösterebilmektedir.

Jong-Il ve Dutt (1996), Post-Keynesyen görüşe dayalı büyüme modeli çerçevesinde kamu borcunun gelir dağılımı üzerindeki etkisini araştırmışlardır.

Genişletici politikaların gelir eşitsizliğini arttırdığını ancak kamu borcunun gelir eşitsizliği üzerindeki net etkisinin borçlanmanın nedenlerine bağlı olarak değiştiğini tespit edilmiştir (Jong-Il & Dutt, 1996). Salti (2015), 120 ülkede 1990-2017 yılları arasında ilgili ülke yerleşiklerinin kamu borçlarındaki payları ile gelir dağılımı göstergesi olarak ülkelerin Gini katsayıları arasındaki ilişkiyi kişi başına düşen geliri ve kamu harcamalarını kontrol değişkeni olarak modele dahil ederek panel veri analizi ile incelemiştir. Analiz sonucuna göre kamu borcunun yerleşikler arasındaki payı arttığında Gini katsayısının da payı artmakta yani gelir eşitsizliği yükselmektedir (Salti, 2015).

1.4.6. Kamu Borcunun Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkisi

Ödemeler dengesi (balance of payments), belirli bir dönemde bir ülkedeki hane halklarının, firmaların ve kamu kurum ve kuruluşlarının dış dünya ile yaptıkları tüm ekonomik işlemleri özetlemektedir (Seyidoğlu, 2003, s. 401). İhracat, ithalat ve çeşitli sermaye akışları ödemeler dengesinin ana bileşenlerini oluşturur. Yapılan işlemlerin muhasebeleştirilmesi amacıyla tüm bu işlemler genel olarak cari işlemler hesabı ve sermaye hesabı olmak üzere iki hesaba kaydedilmektedirler. Mal ve hizmet hareketleri cari işlemler hesabına, finansal varlık hareketleri ise sermaye hesabına kaydedilir. Ekonomik anlamda ödemeler dengesinin açık veya fazla vermesi ülkenin dış dünyaya karşı borçluluk ya da alacaklılık durumunu ortaya koymaktadır.

Bütçe açığı ile cari işlemler açığı arasında nedensellik ilişkisi teorik olarak literatürde Keynesyen modeli esas alan İkiz Açık Hipotezi (Twin Deficit Hypothesis) ile açıklanmaktadır. İkiz Açık Hipotezi'ne göre bütçe açığı cari işlemler açığına neden olmaktadır. Sermaye hareketliliğinin serbest olduğu ve esnek döviz kuru sistemini benimseyen ülkelerde bütçe açığının giderilmesi için kamu borçlanmasına başvurulması yurt içi faiz oranlarının yükselmesine ve yurt dışı kaynaklı sermayenin yurt içine gelerek ulusal paranın değerlenmesine sebep olmaktadır (Handoyo vd., 2020). Değerlenen yerli para neticesinde cari işlemler açığı oluşmaktadır. Kamu borçlanması ödemeler dengesi üzerinde bu kanallar aracılığı ile negatif etki göstermektedir. Ayrıca oluşan cari işlemler açığının da bütçe açığının artmasına etki ettiğini, yani bütçe açığı ile cari işlemler açığı arasında çift yönlü bir etkileşimin de olduğunu ortaya koyan ampirik çalışmalar mevcuttur (Darrat, 1988; Kearney & Monadjemi, 1990; Arize & Malindretos, 2008; Hakro, 2009).

IS-LM modelinin uzantısı olan ve literatürde IS-LM-BP modeli olarak da adlandırılan Mundell-Fleming modeli de Keynesyen görüş doğrultusunda kamu borçlanması yolu ile finanse edilen mali açıkların faiz oranlarını yükselterek uluslararası sermayenin yurtiçine gelmesine ve yerli paranın değer kazanması sonucu cari işlemler açığının ve dolayısıyla ödemeler dengesi açığının oluşmasına neden olduğunu ortaya koymaktadır (Constantine, 2014). Ekonomik aktörlerin ömür boyu gelirlerini göz önüne alarak rasyonel davrandıklarını varsayan Ricardocu Denklik Hipotezi'ne göre ise bütçe açığının kamu borçlanması ya da vergiler ile finansmanı arasında fark olmaması ve borçlanmaya gidilse bile borçlanmanın faiz oranlarını değiştirmemesi nedeniyle kamu borçlanmasının ödemeler dengesi üzerinde bir etkisi olmamaktadır (Arize & Malindretos, 2008).

Literatürde bütçe açığının kamu borcu ile finanse edilmesinin cari işlemler açığı nedeniyle ödemeler dengesi üzerinde negatif etkisinin olduğunu ortaya koyan ve İkiz Açık Hipotezi'nin geçerliliğini destekleyen ampirik çalışmaların (Abell, 1990; Zietz & Pemberton, 1990; Bachman, 1992; Kasa, 1994; Vamvoukas, 1999; Lau & Haw, 2003; Lau & Tang, 2009; Grier & Ye, 2009; Sahoo & Das, 2012) yanı sıra kamu borcunun ödemeler dengesi üzerinde bir etkisinin olmadığını yani Ricardocu Denklik Hipotezi'nin geçerliliğini ampirik olarak destekleyen çalışmalar (Enders & Lee, 1990; Feldstein, 1992; Rosensweig & Tallman, 1993; Kouassi, Mougoue, & Kymn, 2004; Asrafuzzaman, Roy, & Gupta, 2013; Ogbonna, 2014) da mevcuttur.

1.5. AVRUPA BİRLİĞİ GEÇİŞ EKONOMİLERİNDE KAMU SEKTÖRÜNÜN BORÇLULUĞUNUN GELİŞİMİ

Merkezi planlı ekonomilerden piyasa ekonomilerine geçiş sürecinde olan ekonomiler geçiş ekonomileri (transition economies) olarak tanımlanmaktadır. Kominizim sonrası ekonomiler olarak da adlandırılmaktadırlar. Sosyalist ekonomiden, diğer bir deyişle merkezi planlı ekonomiden piyasa ekonomisine geçiş süreci, liberalizasyonu yani serbestleşmeyi, yasal ve kurumsal reformların yapılmasını, piyasaların yeniden yapılandırılmalarını, özelleştirmeleri ve makroekonomik istikrarın sağlanmasını içermektedir (IMF, 2000). Liberalizasyonun sağlanması ile fiyatların serbest piyasalarda belirlenmesi ve dünya ekonomileri ile olan ticaret engellerinin azaltılması amaçlanmaktadır. Yasal ve kurumsal reformlar ile devletin ekonomideki rolünün yeniden tanımlanması, hukukun üstünlüğü ilkesinin benimsenmesi ve

rekabetçi politikaların uygulanmaları hedeflenmektedir. Geçiş süreci, kendi işleyişini sürdürebilir bir finansal sektörün oluşturulması, ekonomide faaliyet gösteren birimlerin serbest piyasalarda mal ve hizmetlerini satabilmeleri, mülkiyetlerinin özel sektör içinde el değiştirmelerinin sağlanması ve kamuya ait işletmelerin özel sektöre geçirilmesi amacıyla yeniden yapılandırma ve özelleştirme faaliyetlerini de kapsamaktadır (Gurkov, 2015). Makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla enflasyonun kontrol altına alınarak düşürülmesi, bastırılmış talebin serbest bırakılması, maliye ve para politikalarında disiplinin tesis edilmesi ve sürdürülebilir bir ödemeler dengesinin oluşturulması hedeflenmektedir.

Geçiş ekonomileri olarak tabir edilen ekonomiler genel olarak Orta ve Doğu Avrupa (Central and Eastern Europe [CEE]) ülkelerini, Baltık ülkelerini, eski Sovyetler Birliği ülkelerini, bazı Doğu Asya ülkelerini ve Latin Amerika'dan da Küba'yı kapsamaktadır. CEE ülkeleri Arnavutluk, Bulgaristan, Bosna Hersek, Çekya (Çek Cumhuriyeti), Hırvatistan, Karadağ, Kosova, Kuzey Makedonya Cumhuriyeti (Eski adı Makedonya Cumhuriyeti), Macaristan, Polonya, Romanya, Sırbistan, Slovakya ve Slovenya'dan, Baltık ülkeleri ise Estonya, Letonya ve Litvanya'dan oluşmaktadır (IMF, 2000).

Geçiş sürecini tamamlayarak AB üyeliğine kabul edilen 11 ülke Bulgaristan, Çekya, Estonya, Hırvatistan, Letonya, Litvanya, Macaristan, Polonya, Romanya, Slovakya ve Slovenya'dan oluşmaktadır. 2013 yılında geçiş sürecini tamamlayarak AB üyeliğine kabul edilen Hırvatistan ile birlikte AB'ye üye devlet sayısı 27'ye ulaşmıştır.

1989 yılında Berlin Duvarının yıkılması merkezi planlı ekonomilerden piyasa ekonomilerine, sosyalizmden kapitalizme veya kamu mülkiyetinden özel mülkiyete geçişin başlangıcını işaret etmiştir (Dana & Ramadani, 2015). Geçiş sürecinin hızına yönelik izlenen stratejiler ülkeler arasında farklılıklar göstermiştir. Kimi ülkeler radikal ve geniş çaplı reformlarla hızlı geçiş stratejisini izlerken (örneğin Çekya, Polonya), kimi ülkeler (örneğin Romanya) ise radikal iktisadi reformları içermeyen kademeli geçiş stratejisini uygulamıştır. Tablo 1.1'de de görüldüğü üzere AB'ye 2004, 2007 ve 2013 yıllarında üyelikleri kabul edilen ülkelerin merkezi planlı ekonomilerden piyasa ekonomilerine geçiş süreçleri 1980'li yılların sonu ve 1990'lı yılların ilk diliminde başlamıştır.

Tablo 1.1. AB Geçiş Ekonomilerinin Merkezi Planlı Ekonomiden Ayrılış ve AB'ye Üyelik Yılları

Ülke	Merkezi Planlı Ekonomiden Ayrılış Yılı	AB'ye Üyelik Yılı
Çekya*	1989	2004
Estonya	1991	2004
Letonya	1991	2004
Litvanya	1990	2004
Macaristan	1989	2004
Polonya	1989	2004
Slovakya*	1989	2004
Slovenya	1991	2004
Bulgaristan	1990	2007
Romanya	1989	2007
Hırvatistan	1991	2013

* 1993 yılında ayrı bir devlet olarak bağımsızlığını ilan etmiştir.

Çekoslovakya'da 1989 yılında Kadife Devrim (Velvet Revolution) ile birlikte merkezi planlı ekonomi terk edilmiş, serbest piyasa ekonomisine geçilmiştir. 1993 yılında ise Çekoslovakya bölünmüş, Çekya ve Slovakya olmak üzere iki ayrı bağımsız devlet kurulmuştur.

Merkezi planlı ekonomilerden serbest piyasa ekonomilerine geçiş süreci, gerekli yapısal reformları finanse etmek için hükümetlerin geniş müdahalelerini içermekteydi (Stoian & Iorgulescu, 2016). Bu süreçte geçiş ekonomileri ülkeleri IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların mali yardımlarından da yararlandılar (Dabrowski, 1995). Diğer yandan, geçiş sürecini yaşayan bu ülkelerin çoğu yapılan anlaşmalar neticesinde borç ertelemelerinden yararlandılar. Örneğin 1991 yılında Polonya, Paris Kulübü üyelerine olan borcunun üçte bir oranında düşürülmesine hak kazandı ve 1993'te Londra Kulübü'ndeki ticari alacaklıları ile benzer borç silme müzakereleri yaptı. 1994 yılında Brady Anlaşması ile Bulgaristan'ın başlangıçtaki dış borcu neredeyse %30 oranında azaltılarak uluslararası bankalara olan borcu 7 milyar \$'dan 5 milyar \$'a düşürüldü ve ayrıca alacaklıları ile yeniden planlama anlaşmaları müzakere edildi (Buiter & Lago, 2001). Macaristan, geçiş ekonomileri arasında en borçlu ülkeydi ve başlangıçtaki büyük borcunu tam olarak karşılayabilmek için istikrar ve uyum politikaları uyguladı (Stoian & Iorgulescu, 2016). Romanya, 1980'lerde bir tüketim kısıtlama ve ithalat daraltma politikası yoluyla Batılı alacaklılara dış borcunu tamamen geri ödedi; Baltık ülkeleri ise bağımsız oldukları sırada dış borçlardan muaftılar (Buiter & Lago, 2001).

Tablo 1.2’de, AB üyeliğine 2004 yılında kabul edilen geçiş ekonomilerinin 1995-2004 yılları arasında gayri safi yurt içi hasılların yüzdesi olarak toplam kamu borçlarının gelişimi yer almaktadır.

Tablo 1.2. AB Üyeliğine 2004 Yılında Kabul Edilen Geçiş Ekonomilerinde Toplam Kamu Borçlarının Gelişimi (% GSYH)

	Çekya	Estonya	Letonya	Litvanya	Macaristan	Polonya	Slovakya	Slovenya
1995	14,6	8,9	11,8	8,8	84,5	49,0	19,1	16,8
1996	12,5	7,4	10,7	11,8	71,6	43,4	18,5	20,1
1997	13,1	6,1	10,3	15,5	62,1	42,9	21,0	20,7
1998	15,0	5,5	10,0	15,4	60,0	38,9	22,7	21,2
1999	16,4	6,0	15,9	23,4	59,9	39,6	22,8	22,0
2000	18,5	5,1	15,0	23,5	55,1	36,6	24,0	29,0
2001	24,8	4,8	15,9	22,9	51,7	37,4	36,4	28,5
2002	28,2	5,7	16,5	22,1	55,0	41,8	41,7	28,4
2003	29,8	5,6	16,3	20,9	57,6	46,6	42,4	27,0
2004	30,2	5,1	16,0	19,3	58,5	45,3	41,5	26,8

Kaynak: IMF (2016).

1995 yılı ile kıyaslandığında, üyeliğe kabul edildikleri 2004 yılında Çekya, Letonya, Litvanya, Slovakya ve Slovenya’nın toplam kamu borcu oranları artarken, Estonya, Macaristan ve Polonya’nın toplam borç oranlarında düşüş görülmektedir. En düşük kamu borcu oranına Estonya sahipken, 2004 yılında üyeliğe kabul edilen ülkeler arasında en yüksek borç oranı Macaristan’a aittir.

2007 yılında AB üyeliğine kabul edilen Bulgaristan ve Romanya’nın 1995-2007 yılları arasında toplam kamu borçlarının GSYH’ye oranlarının gelişimi Tablo 1.3’te yer almaktadır. Bulgaristan’da toplam kamu borcunun GSYH’ye oranı 1995’te %104,3 iken 2007 %17,5’e, Romanya’nın kamu borç oranı 1995’te %18,6’dan 2007’de %12,7’ye düşmüştür. AB’ye 2013 yılında son üye olarak katılan Hırvatistan’ın 1995-2013 yılları arasındaki kamu borcunun gelişimi tablo 1.3’te yer almaktadır. 1995 yılında %27,9 olan kamu borcunun GSYH’ye oranı, 2013 yılında %82,2’ye yükselmiştir.

Tablo 1.3. AB Üyeliğine 2007 ve 2013 Yıllarında Kabul Edilen Geçiş Ekonomilerinde Toplam Kamu Borçlarının Gelişimi (% GSYH)

	Bulgaristan	Romanya		Hırvatistan
1995	104,3	18,6	1995	27,9
1996	141,3	21,0	1996	33,1
1997	96,4	23,7	1997	34,1
1998	76,3	23,3	1998	35,2
1999	74,3	25,2	1999	41,3
2000	70,7	23,7	2000	48,4
2001	67,3	27,2	2001	48,2
2002	53,5	27,3	2002	48,7
2003	45,6	24,0	2003	47,4
2004	37,9	21,0	2004	42,5
2005	28,5	17,5	2005	40,7
2006	22,7	12,5	2006	38,3
2007	17,5	12,7	2007	37,1
			2008	38,9
			2009	48,0
			2010	57,0
			2011	63,7
			2012	70,7
			2013	82,2

Kaynak: IMF (2016).

1990’larda başlayan geçiş sürecinden itibaren geçiş ekonomilerinde mali reformlar uygulanmaya başlanmıştır. Merkezi planlı ekonomilerde geçmişten gelen bir vergi kültürünün oluşmamış olması, açık bir vergi sisteminin uygulanması karşısında toplum bireylerinin tepkileri ve vergi kaçırma oranlarının artması mali reformların uygulanmasını zorlaştırmıştır (Tanzi, 1999). Geçiş sürecinin ilk aşamalarında bu ülkelerde yüksek düzeyde bütçe ve cari açıklar oluşmuştur.

2. BÖLÜM: FİNANSAL SİSTEM, FİNANSAL GELİŞME VE FİNANSAL GELİŞMENİN EKONOMİK ETKİLERİ

Bu bölümde finansal sistemin tanımı ve başlıca bileşenleri, finansal gelişme ve finansal gelişmenin ölçüm yöntemleri ile finansal gelişmenin ekonomik etkileri üzerinde durulacaktır.

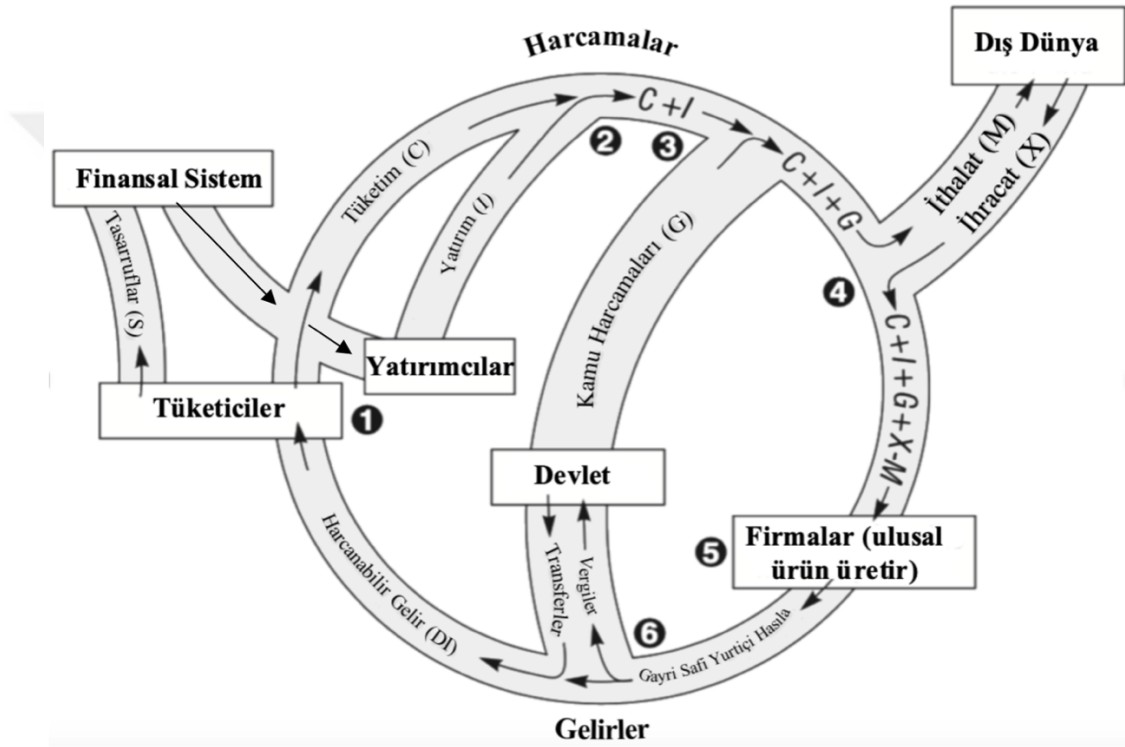
2.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMI VE BAŞLICA BİLEŞENLERİ

Genel ekonomik yapı içerisinde mal ve hizmetlerin üretilmesi, ihtiyaç duyulan üretim altyapısının sağlanması ve girdilerinin tedarik edilmesi için yatırımların yapılması, üretimleri tamamlanan mal ve hizmetlerin alınıp satılması, ticari faaliyetlerde kullanılan farklı ödeme yöntemlerinin uygulanması, finansman ihtiyacının karşılanmasına yönelik çeşitli borçlanma yollarına ya da diğer finansman olanaklarına başvurulması gibi çeşitli iktisadi ve finansal faaliyetler meydana gelmektedir. Bir ekonomide reel sektörü temel olarak oluşturan sanayi, hizmetler ve tarım sektörlerindeki üretici ve tüketici durumundaki tüm iktisadi aktörler reel sektör temsilcileri olarak değerlendirilirler. Bu aktörlerin ihtiyaç duydukları fonlar ise finans sektörü aracılığı ile toplanarak reel sektöre aktarılır. Genel ekonomi içerisinde mal, hizmet ve para akımları birlikte gerçekleşmektedir.

Sermaye ve emekten oluşan üretim faktörleri hanehalkları tarafından üretim faaliyetlerini gerçekleştiren iktisadi birimlere sunulmakta, bu birimler tüketime yönelik mal ve hizmetleri piyasaya sunmakta ve hanehalkları ise piyasada yer alan bu mal ve hizmetlere erişim sağlayabilmektedirler. Ekonomideki mal ve hizmet akımları bu şekilde devam ederken tersi yönde de parasal olarak gelir ve harcama akımları gerçekleşmektedir. Sundukları emek ve sermaye karşılığında hanehalkları ücret ve faiz gelirleri elde etmekte ve bu gelirler ile üretilen mal ve hizmetleri satın alarak harcama yapmaktadırlar. Dolayısıyla, ekonomide mal ve hizmet, gelir ve harcama akımları birlikte devam etmektedir. Diğer yandan devlet de bu akımların içerisinde çeşitli yönlerden dahil olmaktadır. Devlet, kamu hizmetlerini sağlamak için hanehalklarından sermaye ve emek tedarik etmekte, karşılığında ücret ve faiz ödemeleri yapmaktadır. Bu hizmetlerin sunumu için gerekli finansmanı ise vergiler ve diğer gelir kaynakları ile iktisadi aktörlerden toplamaktadır. Devlet, bu faaliyetleri ve düzenleyici rolü ile mal ve hizmet, gelir ve harcama akımları içerisine dahil olmaktadır. Genel ekonomik

yapıyı oluşturan diğer bir bileşen de ülke sınırları dışında yer alan iktisadi aktörler yani dış alemdir. Ulusal ekonomideki aktörler dış alemdaki aktörler ile de iktisadi faaliyetler gerçekleştirmekte ve dolayısıyla mal ve hizmet, gelir ve harcama akımlarına dış alem de dahil olmaktadır. İhracat ve ithalat yolu ile mal ve hizmet akımları, bunun sonucu olarak da ters yönde gelir ve harcama akımları gerçekleşmektedir. Şekil 2.1’de bir ekonomide genel olarak gerçekleşen harcama ve gelir akımları toplu halde gösterilmiştir.

Şekil 2.1. Ekonomide Harcama ve Gelir Akışı Şeması



Kaynak: Kettel (2002) ve Baumol, Blinder ve Solow (2020).

Bir ekonomide toplam talep, tüketim harcamalarının (C), yatırım harcamalarının (I), kamu harcamalarının (G) ve net ihracatın (X-M) toplamından oluşmaktadır. Kettel (2002) ile Baumol, Blinder ve Solow (2020)’dan esinlenerek oluşturulan Şekil 2.1’de ekonomideki harcama ve gelir akımları saat yönünde devir daim etmektedirler. Harcama ve gelir akışı şeması içerisinde belirli bölgelerde sızıntılar ve enjeksiyonlar mevcuttur. Şekil 2.1’de yer alan ve 1 numaralı noktada gösterilen tüketiciler, elde ettikleri harcanabilir gelirlerini (DI), tüketim (C) ve eğer tüketim sonrasında arda kalan gelirleri mevcutsa da tasarruf (S) yolu ile kullanırlar. Tüketim harcamaları (C) enjeksiyon olarak değerlendirilirken yani harcama akımı

içerisine dahil olurken tasarruflar (S) ise sızıntı olarak değerlendirilmekte ve finansal sistem içerisine dahil olmaktadır. Şekil 2.1’de 2 numaralı noktada ise yatırım harcamaları (I), harcama akımı içerisine dahil olmakta ve ekonomideki toplam harcamalar C’den C+I’ya yükselmektedir (Baumol, Blinder, & Solow, 2020). 3 numaralı noktada ise harcama akımına kamu harcamaları (G) dahil olmakta ve ekonomideki toplam talep miktarı C+I+G düzeyine ulaşmaktadır. 4 numaralı noktada ise dış dünya ile ilişkiler sonucu sızıntı olarak ithalat (M) akış dışına çıkarken enjeksiyon olarak ihracat (X) akıma dahil olmaktadır. İthalat ve ihracat ile gerçekleşen sızıntı ve enjeksiyonun net etkisi net ihracat durumu yani $X-M$ ’ye bağlı olmaktadır. Akıma dış dünya ile ekonomik ilişkiler dahil edildiğinde ekonomideki toplam talep düzeyi $C+I+G+(X-M)$ olarak gerçekleşmektedir (Kettel, 2002). Mal ve hizmetlere olan $C+I+G+(X-M)$ düzeyindeki toplam talep, akış şemasında 5 numaralı noktada yer alan firmalara ulaşmaktadır. Bu talebe cevap veren firmalar üretimlerini yaparak yurtiçi hasılayı oluştururlar. Toplam yurtiçi hasıla toplam gelire eşittir. Şekil 2.1’de yer alan şemanın alt kısmı gelir akımını göstermektedir. Akış şemasında 6 numaralı noktada gösterilen devlet, firmaların üretimleri sonucu oluşan yurtiçi gelirden vergileri tahsil etmekte, ayrıca transfer ödemeleri yapmakta ve ekonomideki gelir akımına dahil olmaktadır. Yurtiçi hasıladan vergilerin çıkarılması ve transferlerin eklenmesi sonucu harcanabilir gelire (DI) ulaşılmaktadır. Harcanabilir gelir (DI) Şekil 2.1’de 1 numaralı noktada gösterilen tüketicilere ulaşmakta, ekonomideki gelir ve harcama akışı yukarıda açıklandığı şekilde tekrar etmektedir (Kettel, 2002; Baumol, Blinder, & Solow, 2020).

Ekonomide makroekonomik istikrarın sağlanabilmesi, ekonomide elde edilen gelirlerin yapılan harcamaları karşılayıp karşılamadığına bağlıdır. Finans sektörü, fon fazlası olan iktisadi aktörlerin yani tasarruf sahiplerinin tasarruflarının fon açığı olan iktisadi aktörlere yani yatırımcılara aktarımına aracılık ederek reel sektörün düzgün işleminde önemli rol oynamaktadır. Genel ekonomik yapının düzgün şekilde işleminde, finansal sistemi oluşturan bileşenlerin üzerlerine düşen işlevleri ne derecede yerine getirdikleri ile ilgili olarak finansal sistemin etkinliğine bağlı olmaktadır. Bu bağlamda, izleyen alt bölümlerde finansal sistemin tanımı ve finansal sistemi oluşturan başlıca bileşenler genel olarak açıklanacaktır.

2.1.1. Finansal Sistemin Tanımı

Ekonomide fon arz eden tasarruf sahipleri ile fon talep eden yatırımcılar arasındaki fon transferine yönelik ilişkiler finansal sistem içerisinde gerçekleşmektedir. Finansal sistem aracılığı ile tasarruflar yatırımlara yönlendirilebilmektedir. Finansal sistem, finansal araçlar için bir dizi piyasaların, bu piyasalarda ticaret yapan kişi ve kurumların, yapılan işlemlerin kurallarını belirleyen yasal düzenlemelerin ve bu düzenlemelere uyulup uyulmadığını denetleyen denetleyicilerin tamamını kapsayan bir sistem olarak tanımlanabilir (Howells & Bain, 2008, s.4). Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere bir finansal sistem, fon açığı veya fazlası olan kişi ve kurumlardan, finansal araçlardan ve finans kurumlarından, finansal piyasalardan, düzenleyici ve denetleyici kurumlardan ve yasal düzenlemelerden meydana gelmektedir.

İyi organize edilmiş, etkin ve sorunsuz biçimde işleyen bir finansal sistem, modern ekonominin önemli bir bileşenidir (Burton & Brown, 2009, s. 8). Finansal sistem, fon fazlası olan işletmelerin veya hanehalklarının, fon açığı olanlara uygun bir şekilde fon sağlayabilecekleri bir mekanizma sağlar. Paranın bazı işlevlerini yerine getiren farklı türdeki finansal araçları da bünyesinde bulunduran finansal sistem, ekonominin mikroekonomik ve makroekonomik göstergeleri üzerinde de etkili olmaktadır (Afşar & Afşar, 2010, s. 26).

Finansal sistemler yukarıda bahsedilen bileşenlerden oluşmalarına rağmen, kendilerini oluşturan bileşenlerin yapılarındaki ve ilgili ekonomilerin dinamiklerindeki farklılıklar nedeniyle ülkeler bazında çeşitlilik gösterebilmektedirler (Neave, 2009, s.7). Genel olarak kimi ekonomilerde piyasa temelli finansal sistemler mevcut iken kimi ülkelerde ise aracı temelli finansal sistemler mevcuttur. Örneğin İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri'nin finansal sistemleri piyasa temelli, Almanya ve Japonya'nın finansal sistemleri ise banka temellidir (Demirgüç-Kunt & Levine, 1999). Türü ne olursa olsun finansal kaynakların bir havuzda toplanması, transfer edilmesi, finansal piyasaların ayarlanması ve temizlenmesi, bilgi eksikliklerinin giderilmesi, risklerin ve teşviklerin yönetilmesi bütün finansal sistemlerin amaçları arasındadır (Neave, 2009, s. 15). Levine (1997) finansal sistemlerin başlıca işlevlerini genel olarak aşağıdaki şu maddeler halinde tanımlamaktadır:

(i) Finansal işlemleri, finansal riskten korunmayı (hedging), çeşitlendirmeyi ve risk havuzlamasını (pooling of risk) kolaylaştırmak

(ii) Kaynakların etkin şekilde yatırımlara tahsisini sağlamak

(iii) Yöneticileri izlemek ve kurumsal kontrol uygulamak

(iv) Tasarrufları harekete geçirmek

(v) Mal ve hizmetlerin mübadelesini kolaylaştırmak

(vi) Sigorta olanaklarını sağlamak

Grosfeld (1994) ise finansal sistemin işlevlerini temel olarak finansman kanallarını açmak, firmaların değerleri ve çeşitli yatırım fırsatları hakkında bilgi üretmek (riski fiyatlandırmak), kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesini sağlamak, ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlikeye (moral hazard) karşı kontrol mekanizmalarını geliştirmek olarak tanımlamaktadır. Transfer maliyetlerinin olabildiğince azaltılarak ve piyasa başarısızlıklarının engellenerek fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki finansal işlemlerin kolaylaştırılması hedeflenir. Diğer bir deyişle, finansal sistemler asimetrik bilgiyi (asymmetric information), ahlaki tehlikeyi ve ters seçimi içeren piyasa başarısızlıklarına çözüm getirmeyi ve transfer maliyetlerini azaltmayı amaçlamaktadırlar (Barth & Brumbaugh, 1997).

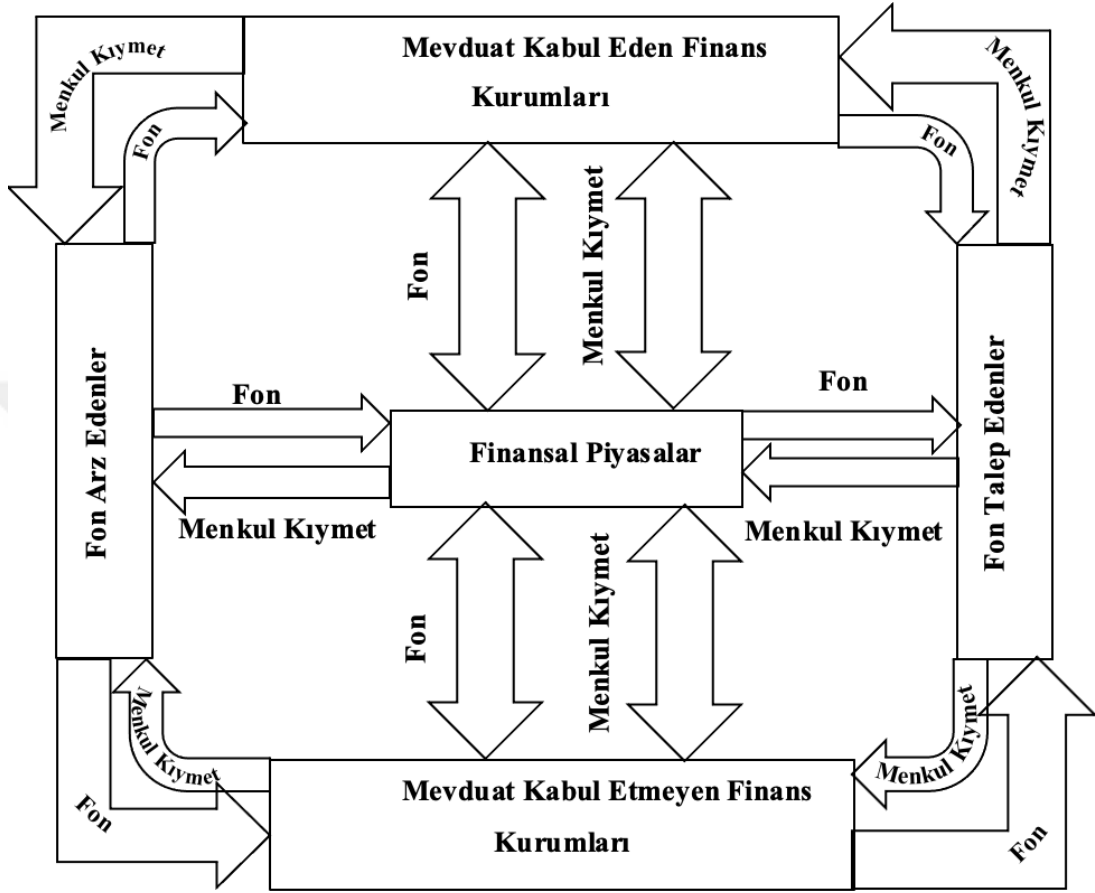
Fon arz edenler ile fon talep edenlerin taleplerini karşılayacak çeşitli finansal araçlara sahip gelişmiş bir finansal sistemin varlığı, tasarrufların kolay bir şekilde yatırımlara dönüşmesini sağlamanın yanında ekonomik aktörlerin daha fazla tasarruf yaparak fon arz etmelerini teşvik ederek yatırımların ve dolayısıyla ekonomik büyümenin artmasına katkı sunmaktadır (Levine, 2005, Demirgüç-Kunt & Levine, 2008). İktisadi büyümenin yanı sıra finansal sistemin gelişmişliğinin diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri sonraki alt bölümlerde genel çerçevede ayrı başlıklar altında açıklanacaktır.

2.1.2. Finansal Sistemin Başlıca Bileşenleri

Fon arz edenler, fon talep edenler, finans kurumları, finansal piyasalar, finansal araçlar ve yasal düzenlemeler finansal sistemin başlıca bileşenlerini oluşturmaktadır

(Afşar & Afşar, 2010, s.26). Şekil 2.2.'de genel olarak finansal sistemi oluşturan bileşenler ve birbirleri olan ilişkileri toplu halde yer almaktadır.

Şekil 2.2. Finansal Sistem ve Başlıca Bileşenleri



Kaynak: Madura (2015) ve Mishkin (2019)'den esinlenilerek yazar tarafından oluşturulmuştur.

İzleyen alt bölümlerde finansal sistemin başlıca bileşenleri ana hatları ile açıklanacaktır.

2.1.2.1. Fon Arz ve Talep Edenler

Ekonomide mevcut dönem içerisinde elde ettiği gelirlerden daha az harcama yapan ve dolayısıyla tasarruf sahibi olan iktisadi aktörler fon arz eden birimler içerisinde yer almaktadırlar. Tasarruf davranışının arkasında yatan temel gerekçe, gelirin harcanmayan kısmının uygun getiriye sahip araçlar ile değerlendirilerek gelecekteki tüketimin artırılmasıdır. Sürekli Gelir Hipotezi'ne göre tasarruf genel olarak gelecekteki tüketim olarak görülmektedir (Romer, 2019, s. 370). Tasarruf,

yaşamın ilerleyen dönemlerinde geleneksel tüketimi arttırmak amacıyla yapılabileceği gibi tasarruf sahibinin gelecek dönemlerde mirasçılarına ya da belirlediği kişi veya işletmelere bırakmak amacıyla da yapılabilir. Tasarruf gerekçesi ne olursa olsun ekonomideki tasarruf sahipleri yani fon arz edenler, sahip oldukları bu fonları doğrudan ya da finansal araçlar vasıtasıyla ilgili yasal düzenlemeler ile güven ortamının sağlandığı çeşitli finansal piyasalarda finansal araçları kullanarak belirli getiri karşılığında tasarruf açığı olanlara yani fon talep edenlerin kullanımına sunarlar. Fon arzında bulunanlar arasında hanehalkları, özel sektördeki işletmeler ile kamu kurum ve kuruluşları yer almaktadır (Afşar & Afşar, 2010, ss.27-28).

Finansal sistemin diğer başlıca bileşeni olan fon talep edenler ise mevcut durumda gelir açığı olan, yapmayı planladıkları tüketim ya da yatırım harcamaları için yeterli fonlara sahip olmayan ekonomik aktörlerdir. Bu aktörler ise fon fazlası olanların bu fonlarına finansal araçlar vasıtası ile belirli maliyetlere katlanarak erişirler. Hanehalkları, özel sektör işletmeleri ile kamu kurum ve kuruluşları fon talep edenler arasında yer alırlar (Afşar & Afşar, 2010, s.28; Mishkin, 2019, s. 73). Fon talep edenler ile fon arz edenler finansal enstrümanları ve türev araçlarını kullanarak finansal piyasalarda fon transfer işlemlerini gerçekleştirirler.

2.1.2.2. Finans Kurumları

Finansal sistemin başlıca bileşenlerinden bir diğeri de finans kurumlarıdır. Bu kurumlar fon fazlası ve fon açığı olan kişi ve kurumlar arasındaki ilişkilere aracılık etmektedirler. Fon arz ve talep edenler piyasada tam bilgiye her zaman erişememektedirler. Fon fazlası olanlar bu fonlarını ödünç verecekleri fon talep edenleri ve bunların güvenilirlik durumlarını hemen tespit edemezler. Ayrıca, arz fazlası olanlar fon talep edenlerin kredibilitelerini ölçmeye yönelik uzmanlığa da sahip olmayabilmektedirler. Bu gibi nedenlerden kaynaklanan piyasalardaki aksaklıkların giderilmesi için finans kurumlarına ve finansal araçlara ihtiyaç vardır (Madura, 2015, s. 12). Finans kurumları olmadığında finansal piyasalarda bilgi ve işlem maliyetleri çok artacaktır. Finans kurumları ödeme mekanizmalarının sağlanması, ödünç alma ve ödünç verme işlemlerine aracılık edilmesi, sigorta hizmetleri gibi diğer hizmetlerin sunulması işlevlerinden bir veya birkaçında uzmanlaşarak transfer ve arama maliyetlerinin azaltılmasına, risklerin düşürülmesine, vadelerin dönüştürülmesine ve piyasanın izlenmesine yönelik faaliyetlerde bulunmaktadır (Howells & Bain, 2008,

ss. 10-19). Finans kurumları genel olarak şu hizmetlerin tamamını veya bazılarını sunmaktadırlar: (i) Piyasadan elde ettikleri finansal varlıkları dönüştürmek yani bunları daha yaygın olarak kullanılan finansal varlıklara çevirmek, (ii) finansal varlıkları müşterileri adına takas etmek, (iii) finansal varlıkları kendi hesapları adına takas etmek, (iv) müşterileri adına finansal varlıkların oluşturulmasına yardımcı olmak ve daha sonra bu varlıkları diğer piyasa katılımcılarına satmak, (v) diğer piyasa aktörlerine yatırım danışmanlığı yapmak, (vi) diğer piyasa aktörlerinin portföylerini yönetmek (Fabozzi & Jones, 2014, s.23).

Finans kurumları genel olarak mevduat kabul eden finans kurumları ve mevduat kabul etmeyen finans kurumları olmak üzere sınıflandırılmaktadırlar. Mevduat kabul eden ve aracılık faaliyetlerinde bulunan finans kurumları ticari bankalardan, kredi birliklerinden, kalkınma ve yatırım bankaları ve kuruluşlarından oluşurken mevduat kabul etmeyen finans kurumları ise finans şirketlerinden, yatırım ortaklıklarından, finansal kiralama ve girişim şirketlerinden (leasing and venture capital firms), menkul kıymet şirketlerinden (securities firms), sigorta şirketlerinden ve emeklilik fonlarından oluşmaktadırlar (Dünya Bankası & IMF, 2005).

2.1.2.3. Finansal Piyasalar

Finansal piyasalar, literatürde genel olarak para ve sermaye piyasaları, borç ve ortaklık piyasaları, spot ve vadeli piyasalar, birincil ve ikincil piyasalar ve organize ve organize olmayan (tezgahüstü) piyasalar olarak çeşitli şekillerde sınıflandırılmaktadırlar (Burton & Brown, 2009. ss. 68-70; Parameswaran, 2011, s. 22). Kullanılan finansal araçlar ilgili piyasalara göre değişiklik gösterebilmektedirler.

Finansal piyasalar, kullanılan enstrümanların vadeleri göz önüne alındığında genel olarak para piyasaları ve sermaye piyasaları olmak üzere ikili bir ayrıma tabi tutulmaktadırlar. Para piyasaları, vadeleri bir yıl ya da bir yıldan daha az olan menkul kıymetlerin işlem gördükleri piyasalardan oluşurken sermaye piyasaları ise vadeleri bir yıldan uzun olan menkul kıymetlerin işlem gördükleri piyasalardan oluşmaktadır (Howells & Bain, 2008, s. 38; Fabozzi & Jones, 2014, s.6).

Diğer bir sınıflandırmaya göre finansal piyasalar birincil piyasalar ve ikincil piyasalar olmak üzere tasnif edilmektedirler. Birincil piyasalar, menkul kıymetlerin ilk kez satışa sunulduğu piyasalardır. Daha önce satışa sunulan menkul kıymetlerin tekrar

alınıp satıldığı piyasalar da ikincil piyasalardır. İkincil piyasalar ise kendi içerisinde organize ve tezgâh üstü piyasalar (over-the-counter market) olmak üzere ayrılmaktadır (Fabozzi & Jones, 2014, ss.289-290). Finansal enstrümanların alım ve satımlarının gerçekleştiği, alıcı ve satıcıların bulundukları yerlerin ve mekanların belirlenmiş olduğu, belirli kural ve denetimlerin olduğu piyasalar organize piyasalar, spesifik olarak yerlerinin ve mekanlarının belirlenmediği, belirli kural ve denetimlerin olmadığı piyasalar ise tezgâh üstü piyasalar olarak tanımlanmaktadırlar (Madura, 2015, s.263).

Düzenlendikleri işlemler neticesinde kararlaştırılan şartların anlık mı yoksa gelecekte mi gerçekleştirileceğine göre yapılan sınıflandırmada ise finansal piyasalar spot piyasalar (spot markets) ve vadeli piyasalar (futures markets) olarak ayrılmaktadırlar (Houthakker, & Williamson, 1996, s.238). Spot finansal piyasalar, finansal enstrümanlara ilişkin işlemlerin anında yapıldıkları yani ilgi menkul kıymetin teslimatının ve ödemesinin taraflarca anlık gerçekleştirildiği piyasalardır. Vadeli finansal piyasalar (türev piyasalar) ise alıcı ve satıcıların ilgili finansal enstrümanların fiyatları ve miktarları üzerinde önceden anlaşarak alımı ve satımı gelecekteki bir tarihte gerçekleştirdikleri piyasalardır (Madura, 2015, s. 343). Vadeli piyasalarda forward, futures, options ve swap işlemleri ile taraflar arasında önceden anlaşmalar yapılmaktadır. Ekonomik birimler risklerden korunmak veya spekülasyon amacıyla vadeli finansal piyasalarda işlem yapmaktadırlar.

Finansal piyasalar, bir başka sınıflandırmaya göre de işlem gören finansal enstrüman türüne göre alt kategorilere ayrılarak bir ayrıma tabi tutulmaktadırlar. Hisse senedi piyasaları, tahvil piyasaları, bono piyasaları gibi enstrüman türlerine göre piyasa ayrımı yapılmaktadır. Finansal piyasalar borç ve ortaklık piyasaları olarak da sınıflandırılmaktadırlar. Bono, tahvil gibi borç enstrümanlarının işlem gördüğü piyasalar borç piyasaları, hisse senetleri gibi gelir ortaklığı senetlerinin işlem gördükleri piyasalar ise ortaklık piyasalarıdır (Mishkin, 2019, s. 75).

2.1.2.4. Finansal Araçlar

Finansal araçlar, finansal aracın hamilinin bu aracı ihraç eden üzerindeki talep türüne göre borçlanma araçları (debt instruments) ve öz kaynak araçları (equity instruments) olarak sınıflandırılırlar (Fabozzi, 2008). Finansal aracı ihraç eden ile talep

eden arasında yapılan sözleşme, ihraççının faiz ödemeyi ve ödünç alınan tutarı geri ödemeyi kabul ettiği bir sözleşme ise finansal araç borçlanma aracı olarak değerlendirilir. Örneğin hazine bonoları, devlet tahvilleri, banka kredileri, özel şirketlerin çıkarttıkları bono ve tahviller borçlanma araçları örnekleridir. Bir borçlanma yükümlülüğünün aksine öz kaynağa dayalı finansal araçlar ise finansal aracı ihraç eden şirket veya kurumun kazançları ve varlıkları üzerinde finansal aracın hamilinin hak sahibi olduğunu gösteren araçlardır. Örneğin hisse senetleri ve ortaklık payları öz kaynağa dayalı finansal araç örnekleri arasındadırlar. Bazı menkul kıymetler ise taşıdıkları nitelikler açısından her iki kategoriye de girebilmektedirler. Örneğin dönüştürülebilir tahviller hem borçlanma hem de öz kaynağa dayalı finansal araçlar sınıfına girmektedir. Para piyasalarında işlem gören finansal araçlar arasında hazine bonoları, devredilebilir mevduat sertifikaları, finansman bonoları, repo ve banka kabul kredileri yer alırken sermaye piyasalarında işlem gören finansal araçlar arasında hisse senetleri, devlet tahvilleri, şirket tahvilleri, tutsat (mortgage) kredileri yer alır (Burton & Brown, 2009, ss. 70-79).

2.1.2.5. Yasal Düzenlemeler

Bir ekonomide finansal sistemin işlevlerini etkin bir şekilde yerine getirebilmesi, sistemin düzgün işlemesine yönelik gerekli ve yeterli kuralların, denetimlerin ve yaptırımların varlığına bağlıdır (Afşar & Afşar, 2010, ss. 29-30). Devlet tarafından ilgili kurum ve kuruluşları aracılığıyla yapılan finansal sisteme yönelik düzenlemelerle finansal sistemin güvenliğinin ve sağlamlığının korunarak rekabetçi ve verimli şekilde işlemesi teşvik edilmeye çalışılır. Diğer yandan, makroekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik para ve maliye politikaları aracılığı ile devletin iktisadi müdahaleleri de finansal sistem üzerinde etki etmektedir.

Finansal piyasalara yönelik düzenlemelerin temel iki amacı rekabetin sürdürülmesi ve yatırımcıların korunmalarıdır (Houthakker & Williamson, 1996, s. 285). Devletin ilgili kurum ve kuruluşları aracılığı ile yaptığı ve yapacağı düzenlemeler finansal piyasaların normal işleyişine müdahaleden ziyade finansal piyasaların daha etkin ve verimli çalışmalarına yardımcı olmak amacını taşımaktadır. Finansal sistemin düzgün işlemesinin sağlanması amacıyla asimetrik bilgi eksikliklerinin ve aşırı risk almanın azaltılmasını amaçlayan düzenlemeler şu başlıklar altında genel olarak sıralanabilir: (i) varlık bulundurma kısıtlamaları, (ii) sermaye

koşulları, (iii) acil düzeltici eylemler, (iv) lisanslama ve inceleme, (v) risk yönetimi değerlendirmesi, (vi) kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, (vii) tüketicilerin korunması ve (viii) rekabet üzerindeki kısıtlamalar (Mishkin, 2019, s. 272).

2.2. FİNANSAL GELİŞMENİN TANIMI VE ÖLÇÜMÜ

Finansal sistem, üstlendiği işlevleri yerine getirebildiği ölçüde ekonomik büyüme ve kalkınma, yoksulluğun azaltılması ve makroekonomik istikrar üzerinde etkiye sahip olmaktadır (Levine, 2005). Düzgün işlemeyen ve üstlendiği fonksiyonları yerine getiremeyen bir finansal sistem ise ekonomik büyüme ve kalkınmayı engelleme, iktisadi fırsatları kısıtlama ve ekonomileri istikrarsızlaştırma eğilimindedir (Rajan & Zingales, 1996; Wang, Wen, & Xu, 2018). Finansal sistemin işlevlerini yerine getirebilme derecesi finans sektörünün gelişmişliğine yani finansal gelişmeye bağlıdır. Bu nedenle, izleyen alt bölümlerde öncelikle finansal gelişmenin tanımı ve finansal gelişmenin ölçümüne ilişkin açıklamalara yer verilecektir.

2.2.1. Finansal Gelişmenin Tanımı

Fon arz ve talep edenlerden, finans kurumlarından, finansal araçlardan, piyasalardan ve yasal düzenlemelerden oluşan finansal sistemin gelişimi, genel olarak finansal sistemde ortaya çıkan maliyetlerin azaltılmasını ifade etmektedir. Kavramsal olarak tanımlamak gerekirse finansal gelişme, finansal işlem ve bilgi edinme maliyetlerinin azaltılması ve yapılan sözleşmelerin uygulanmasının sağlanması süreci olarak tanımlanmaktadır (Dünya Bankası, 2020a). Finansal gelişmenin boyutu, önceki bölümde belirtildiği üzere finans sektörünün yatırım fırsatları hakkında bilgi üretmeyi ve sermaye dağılımını gerçekleştirmeyi, finansal yatırımları izlemeyi ve finansman sağlandıktan sonra takip etmeyi, riskin dağılımını ve yönetimini kolaylaştırmayı, tasarrufları bir araya toplayarak harekete geçmesini sağlamayı ve mal ve hizmetlerin alışverişini kolaylaştırmayı kapsayan işlevlerini hangi ölçüde yerine getirebildiğinin göstergesi olarak değerlendirilmektedir (Levine, 2005).

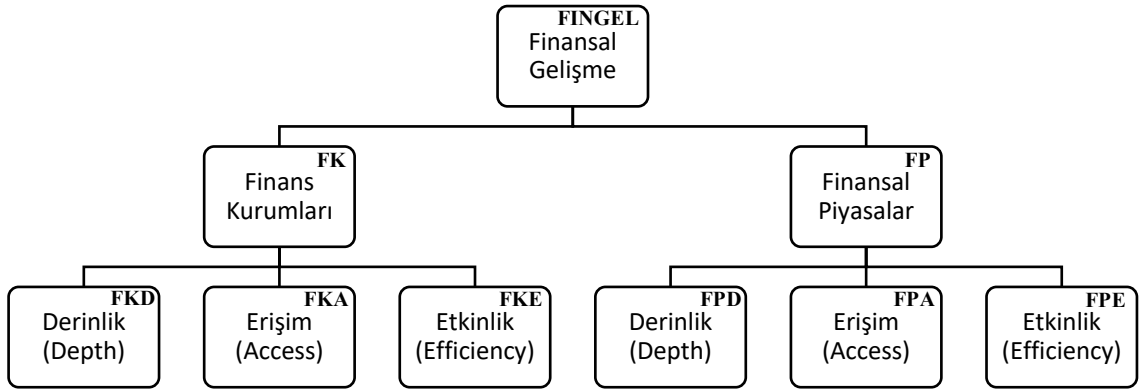
Tam rekabet şartlarının varsayımlarının tam olarak sağlanamadığı ve pratikte aksak rekabet piyasalarının geçerli olduğu günümüzde mal ve hizmetler ve finansal araçlar ile ilgili işlemlerde ve uygulamalarda belirli maliyetler ve belirsizlikler bulunmaktadır. Bu işlem maliyetlerinin ve belirsizliklerinin olabildiğince giderilmesi amaçlanmaktadır. Bu bağlamda, ortaya çıkan piyasa aksaklıklarının etkilerinin

giderilmesi amacıyla yeni finansal araçlar ve finans kurumları ortaya çıkmakta ya da mevcut finansal araçlar ve finans kurumları geliştirilmektedir. Tüm bu faaliyetler ve sonuçları, finansal gelişme kavramının kapsamı içerisinde yer almaktadır. Finansal gelişme, finansal araçlar, finansal piyasalar, finansal araçlar (finans kurumları) ve yasal düzenlemeler eksik bilgiyi, sözleşmelerin uygulanmalarındaki sorunları ve işlem maliyetlerini her ne kadar tam olarak ortadan kaldırmasa da azalttığına gerçekleşmektedir (Čihák, Demirgüç-Kunt, Feyen, & Levine, 2012).

Devletler, finansal sistemlerin etkin işleyebilmeleri, piyasa aksaklıklarının giderilebilmeleri ve kaynakların tahsisinde etkinliğin sağlanabilmesi amacıyla yasal düzenlemeler yapmakta ve bünyesindeki ilgili kamu kurum ve kuruluşları vasıtasıyla finansal gelişmeye katkı sağlayan adımlar atmaktadırlar. Finansal piyasaların ve finansal araçların etkin şekilde faaliyet göstermeleri ve gerekli yasal düzenlemelerin yapılarak uygulanmaları, finansal sistemin işlevlerini daha düzgün şekilde yerine getirmesini sağlamakta ve dolayısıyla finansal gelişmeye katkı sunmaktadır.

Čihák vd. (2012) finansal gelişmeyi şu beş temel finansal işlevin kalitesindeki değişimler olarak tanımlamaktadırlar: (a) olası yatırımlar hakkında bilgi üretmek ve bu bilgileri işlemek, (b) bireyleri ve firmaları izlemek ve sermaye tahsis ettikten sonra kurumsal yönetime tabi tutmak, (c) riskin çeşitlendirilmesini, transferini ve yönetimini kolaylaştırmak, (d) tasarrufları harekete geçirmek ve bir havuzda toplamak ve (e) malların, hizmetlerin ve finansal araçların değişimini kolaylaştırmak. Finansal gelişme, daha teknik bir tanımla finansal derinliğin (piyasaların büyüklüğü ve likiditesi), finansal erişimin (bireylerin ve şirketlerin finansal hizmetlere erişim yeteneği) ve finansal etkinliğin (kurumların düşük maliyetli ve sürdürülebilir gelirlerle finansal hizmet sunma becerisi ve sermaye piyasalarının faaliyet düzeyi) bir bileşimi olarak tanımlanır (Svirydzenka, 2016). Şekil 2.3'te, ampirik olarak finansal gelişmenin seviyesini ortaya koymakta kullanılan Finansal Gelişme Endeksi Piramidi yer almaktadır.

Şekil 2.3. Finansal Gelişme Endeksi Piramidi



Kaynak: Sahay vd. (2015) ve Svirydenka (2016).

Finans kurumlarının (FK) ve finansal piyasaların (FP) derinliklerinin (FKD ve FPD), erişimlerinin (FKA ve FPA) ve etkinliklerinin (FKE ve FPE) kombinasyonu finansal gelişme (FINGEL) seviyesini ortaya koymaktadır (Svirydenka, 2016; Čihák vd., 2012).

2.2.2. Finansal Gelişmenin Ölçümü

İyi dizayn edilmiş ve düzgün işleyen bir finansal sistemin ülkelerin reel ekonomik faaliyetleri ve makroekonomik göstergeleri üzerinde pozitif yönde etki ettiğine yönelik genel bir görüş olmasına rağmen gerek finansal sistemin geniş kapsamı gerekse de bu kapsama dahil bileşenlerin performanslarını ölçmedeki zorluklar bir bütün olarak finansal sistemin gelişmişliğinin ölçülmesini zorlaştırmaktadır. Literatürde yapılan çalışmalarda tek bir finansal gelişme ölçüsü olmamasına rağmen genel olarak finansal gelişmenin ölçülmesine yönelik literatür iki farklı gruptan oluşmaktadır: (i) finansal sistemin gözlemlenen sonuç ve çıktıları üzerinden finansal gelişmeyi ölçen çalışmalar, (ii) ülkenin yasal, siyasi, ticari ve istikrar durumları gibi finansal sistemin belirleyicileri yani girdileri üzerinden finansal gelişmeyi ölçen çalışmalar (Adnan, 2011).

Finansal gelişmeyi gözlemlenen sonuçlar üzerinden ölçen ilk gruba dahil çalışmalar, finansal sistemin derinlik, erişilebilirlik ve etkinlik göstergelerini kullanarak finansal gelişmeyi ölçmektedirler (bkz. Čihák vd., 2012; Svirydenka, 2016). Finansal gelişmeyi girdiler üzerinden ölçen ikinci gruba dahil çalışmalar ülkenin yasal, siyasi, ticari ve istikrar durumunu gösteren temsili değişkenler aracılığı

ile kurumsal, iktisadi ve politik çevrenin özelliklerini baz alarak finansal gelişmeyi ölçmektedirler (Rajan & Zingales, 2003; Adnan, 2011; Girma & Shortland, 2008).

Lynch (1996), finansal gelişme göstergelerini miktar ölçüleri, yapısal ölçüler, finansal fiyatlar, ürün çeşitliliği ve işlem maliyetleri olmak üzere beş kategori altında toplamıştır. Finansal gelişme ve derinleşmenin geleneksel ölçülerinden olan miktar ölçüleri içerisinde parasal büyüklüklere (dar para arzı/GSYH, geniş para arzı/GSYH vb.), kredi büyüklüklerine (toplam krediler/GSYH, özel sektöre verilen krediler/GSYH, kamu sektörüne verilen krediler/GSYH, özel sektöre verilen krediler/toplam krediler, kamu sektörüne verilen krediler/toplam krediler vb.), sermaye piyasası büyüklüklerine (piyasa kapitalizasyonu oranı, hisse senetlerinin piyasa değeri/GSYH, hisse senedi piyasasındaki işlem hacmi/GSYH, sermaye piyasasındaki şirket sayıları vb.) ve mali varlık stoku büyüklüklerine (toplam mali varlık stoku/GSYH vb.) ilişkin göstergeler yer almaktadır (Furstenberg & Fratianni, 1996; Ağır, 2010).

Finansal sistemin yapısını analiz etmeyi ve farklı unsurların önemini belirlemeyi amaçlayan yapısal ölçüler kendi içerisinde üç alt gösterge ile analiz edilebilmektedir: (i) Geniş Para Arzı / Dar Para Arzı: Tasarruf mevduatı işlem bakiyelerinin artması finansal gelişmenin bir göstergesi olarak kabul edilebileceğinden, geniş para arzının dar para arzına oranı yapısal durumu ortaya koyan bir gösterge olarak değerlendirilmekte, bu oranın yükselmesinin finansal gelişmeyi işaret edeceği düşünülmektedir (Furstenberg & Fratianni, 1996; Lynch (1996). (ii) Menkul Kıymetler Piyasalarındaki Kıymetli Evrakların Toplam Değeri / Geniş Para Arzı: Bu oran, finansal sistemde finansal araçlar ile menkul kıymet piyasaları arasındaki dengeyi işaret etmekte olup, bu oranın artması finansal gelişmenin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir (Lynch, 1996). (iii) Türev Ürünlerin Ciroları / İlgili Türev Ürünlerin Bağlı Oldukları Finansal Araçların İşlem Gördükleri Piyasalarındaki Toplam Ciroları: Bu oran, türevlerin bağlı oldukları araçlardaki nakit (veya fiziksel) işlemlere göre bilanço dışı risk yönetimi ürünlerinin önemini ölçmekte ve bu orandaki pozitif trend finansal gelişmeyi işaret etmektedir (Lynch, 1996).

Bireylerin pozitif bir zaman tercihinine sahip olmaları ve bir ekonomide büyüme fırsatlarının varlığı nedeniyle gelişmiş bir finansal sistemin pozitif reel faiz oranlarının

oluşmasına neden olacağı düşünülmekte ve reel faiz oranları ile faiz oranlarının esneklikleri finansal gelişmenin ölçümünde finansal fiyatlara ilişkin göstergeler arasında yer almaktadır (Bacchetta, 1992; Furstenberg & Fratianni, 1996; Lynch, 1996). Lynch, (1996), finansal gelişme sonucu finansal ürün çeşitliliğinin artacağını ve bu suretle asimetrik bilgi durumunun azalarak risklerin daha doğru bir şekilde değerlendirileceğini belirtmekte, finansal ürün çeşitliliğindeki artışın finansal gelişmenin bir göstergesi olduğunu ortaya koymaktadır. Gelişmiş bir finansal sistemde işlem maliyetlerinin olabildiğince düşük seviyelerde olacağı beklendiğinden, düşük işlem maliyetlerinin de finansal gelişmenin bir göstergesi olduğu değerlendirilmektedir. İşlem maliyetlerinin ülkeler arası karşılaştırılmasının zorluğu nedeniyle işlem maliyetlerini tahmin etmek amacıyla genel olarak banka faiz oranları marjları işlem maliyeti göstergesi olarak kullanılmakta, gelişmiş finansal sistemlerde faiz marjlarının düşük olması beklenmektedir (Lynch, 1996; Işık & Belke, 2017).

2012 yılından itibaren Dünya Bankası ülkeler arası karşılaştırmalara imkân tanıyacak şekilde, ülkelerin finansal yapılarına ve gelişmelerine ilişkin detaylı göstergeler içeren Küresel Finansal Gelişme Veritabanı'nı (Global Financial Development Database [GFDD]) resmi olarak düzenli yayınlamaya başlamıştır. Ülkelerin finansal sistemlerinin çok boyutlu yapılarını detaylı bir şekilde ortaya koymayı amaçlayan GFDD'nin metodolojisi, yaptıkları çalışma ile Čihák vd. (2012) tarafından ortaya konulmuştur. GFDD, finansal gelişmeyi içeren şu alt bileşenlerin ölçülerini içermektedir: (a) finans kurumlarının ve piyasaların büyüklüğü (finansal derinlik), (b) bireylerin finansal hizmetleri kullanma durumları ve kullanma dereceleri (erişim) (c) finansal araçların ve piyasaların aracılık imkanları ve finansal işlemleri kolaylaştırmadaki etkinliği (etkinlik) ve (d) finans kurumlarının ve finansal piyasaların istikrarı (Čihák, 2012). GFDD oluşturulurken bu dört özellik hem finans kurumları hem de finansal piyasalar için ölçülmekte, nihayetinde finansal sistem özelliklerini gösteren 4x2 boyutunda bir finansal sistem özellikleri matrisi elde edilmektedir. Finansal sistem özelliklerini gösteren 4x2 boyutundaki finansal sistem özellikleri matrisi örnek göstergeler ile Tablo 2.1'de yer almaktadır.

Tablo 2.1. 4x2 Boyutundaki Finansal Sistem Özellikleri Matrisi

	Finans Kurumları	Finansal Piyasalar
Derinlik	Özel Sektör Kredilerinin GSYH'ye Oranı Finans Kurumlarının Varlıklarının GSYH'ye Oranı M2'nin GSYH'ye Oranı Mevduatların GSYH'ye Oranı Finans Sektörünün Brüt Katma Değerinin GSYH'ye oranı	Hisse Senedi Piyasasının Değerinin ve İhraç Edilen Yurtiçi Özel Borçlanma Senetlerinin GSYH'ye Oranı Özel Borçlanma Senetlerinin GSYH'ye Oranı Kamu Borçlanma Senetlerinin GSYH'ye Oranı Uluslararası Borçlanma Senetlerinin GSYH'ye Oranı Hisse Senedi Piyasası Piyasa Değerinin GSYH'ye Oranı İşlem Gören Hisse Senetlerinin GSYH'ye Oranı
Erişim	Bin Yetişkin Başına Düşen Hesap Sayısı (Ticari Bankalar) 100.000 Yetişkin Başına Düşen Şube Sayısı (Ticari Bankalar) Banka Hesabı Olan Kişilerin %'si Kredi Limiti Olan Firmaların % si (Tüm Firmalar) Kredi Limiti Olan Firmaların %'si (Küçük Firmalar)	İlk 10 Büyük Şirket Dışındakilerin Piyasa Değerinin Yüzdesi En Çok İşlem Gören 10 Şirket Dışındakilerin İşlem Gören Değerlerinin Yüzdesi Devlet Tahvilleri Getirileri (3 Ay ve 10 Yıl) Yurtiçi Borç Senetlerinin Toplam Borç Senetlerine Oranı Özel Borç Senetlerinin Toplam Borç Senetlerine Oranı (Yurtiçi) Yeni Şirket Tahvil İhraçlarının GSYH'ye Oranı
Etkinlik	Net Faiz Marjı Borç Verme-Para Yatırma Marjı Faiz Dışı Gelirin Toplam Gelire Oranı Genel Masraflar (Toplam Varlıkların Yüzdesi) Karlılık (Varlıklardan Getiri, Özsermayeden Getiri) Boone Göstergesi (veya Herfindahl veya H-İstatistiği)	Hisse Senedi Piyasası Ciro Oranı (Ciro/Piyasa Değeri) Fiyat Eşzamanlılığı (Beraber Hareket) Özel Bilgi Alışverişi Fiyat Etkisi Likidite/İşlem Maliyetleri Devlet Tahvilleri İçin Kote Edilmiş Alış-Satış Marjı Menkul Kıymet Borsasında Tahvillerin (Özel, Kamu) Ciroosu Uzlaş Etkinliği

	Finans Kurumları	Finansal Piyasalar
İstikrar	Z-Skoru (veya Temerrüde Uzaklık) Sermaye Yeterlilik Oranı Varlık Kalitesi Oranları Likidite Oranları Diğer (Net Döviz Pozisyonunun Sermayeye Oranı vb.)	Hisse Senedi Fiyat Endeksinin Oynaklığı (Standart Sapma/Ortalama), Devlet Tahvili Endeksi Endeksin Çarpıklığı (Hisse Senedi Fiyatı, Ulusal Tahvilleri) Kazanç Manipülasyonuna Karşı Hassaslık Fiyat/Kazanç Oranı Süre Kısa Vadeli Tahvillerin Toplam Tahvillere Oranı (Yurtiçi, Uluslararası) Başlıca Tahvillerin Getirileri ile Korelasyon (Alman, Amerikan Tahvilleri)

Kaynak: Čihák vd. (2012) ve Dünya Bankası (2020a).

IMF de GFDD ile benzer bir metodolojiye dayanan ve ülkelerin kapsamlı finansal göstergelerini içeren Finansal Gelişme Endeksi Veritabanı'nı (Financial Development Index Database) yayınlamaya başlamıştır. Finansal gelişmeyi geniş ve kapsamlı bir biçimde ölçmeye yönelik hazırlanan Finansal Gelişme Endeksi de GFDD'ye benzer şekilde Čihák vd. (2012) tarafından geliştirilen 4x2 boyutundaki finansal sistem özellikleri matrisine dayanmakta olup GFDD'den farklı olarak Finansal Gelişme Endeksi'nin oluşturulmasında daha güncel verileri içeren ve GFDD'nin güncellenmiş versiyonu olan Dünya Bankası'nın FinStats veritabanı ve bu veritabanına ek olarak Bank of International Settlements (BIS)'in borçlanma senetleri veritabanı, Dealogic borç veritabanı ve IMF Finansal Erişim Anketi kullanılmaktadır (Svirydzenka, 2016). Ayrıca, GFDD'den farklı olarak Finansal Gelişme Endeksi Veritabanı, elde edilen kapsamlı verileri dokuz endeks (gösterge) ile özet olarak sunmaktadır.

Bir önceki bölümde Şekil 2.3'te yer aldığı üzere, finans kurumlarının ve finansal piyasaların derinlikleri, erişilebilirlikleri ve etkinlikleri Tablo 2.1'de yer alan Finansal Sistem Özellikleri Matrisi'nde özetlenen metodolojiye göre ayrı ayrı ölçülerek FKD (finans kurumlarında derinlik), FKA (finans kurumlarına erişim), FKE (finans kurumlarında etkinlik), FPD (finansal piyasalarda derinlik), FPA (finansal piyasalara erişim) ve FPE (finansal piyasalarda etkinlik)'den oluşan altı alt endeks oluşturulmaktadır (Sahay vd., 2015; Svirydzenka, 2016). Endeksler oluşturulurken her

alt endeksi oluşturan serilerin ağırlıklı ortalamaları alınarak birleştirilmekte ve ilgili endeks değerine ulaşılmaktadır. Bu alt endeksler oluşturulduktan sonra, bu alt endeksler birleştirilerek Finans Kurumları (FK) ve Finansal Piyasalar (FP) endeksleri oluşturulmakta ve sonrasında da FK ve FP kullanılarak Finansal Gelişme (FINGEL) Endeksi elde edilmektedir. Alt endekslerden daha üst endekslere temel bileşen analizi (principle component analysis) ve ağırlıklı ortalamalar kullanılarak alt endekslerin birleştirilmesi ile ulaşılmaktadır (Sahay vd., 2015). Ayrıca, her gösterge 0 ile 1 arasında normleştirilmekte ve belirli bir değişkenin zamana ve ülkelere göre en yüksek değeri bir e eşitlenmekte, diğer tüm değerler bu maksimum değere göre ölçülmektedir. Diğer yandan, aşırı uç değerlerin yaratacağı sapmalardan kaçınmak amacıyla hesaplamalar yapılırken yüzde 5 ve yüzde 95’lik dilimler arasında yer alan veriler dikkate alınmaktadır. Nihai olarak bu metodolojiye göre hesaplanan finansal gelişme endeksi (FINGEL) 0 ile 1 arasında bir değer almakta, ülkeler arası finansal sistemlerin gelişmişliklerinin karşılaştırılmasına olanak tanımaktadır.

2.3. FİNANSAL GELİŞMENİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Genel ekonomi içerisinde finans sektörü ile reel sektörün birlikte faaliyet göstermeleri neticesinde bu sektörlerin karşılıklı sıkı etkileşimleri söz konusu olmaktadır. Finansal sistemde meydana gelen gelişmeler reel sektörü dolaylı veya dolaysız olarak etkilemekte, bazı makroekonomik değişkenlere değişik kanallar üzerinden etki edebilmektedir. Etkinin yönü ve büyüklüğü, dolaylı veya dolaysız oluşu finansal sistemin gelişmişliğine, makroekonomik değişkenin türüne, yapısına ve ülkenin genel ekonomik şartlarına göre değişiklik gösterebilmektedir. İyi işleyen bir finansal sistem sürdürülebilir ekonomik kalkınmanın üzerine inşa edilebileceği ana temellerden biri olarak kabul edilmektedir (Demirguc-Kunt, 2006)

Mal ve hizmet akımları ile birlikte harcama ve gelir akımlarının devam ettiği ekonomide finansal sistem bu akımlara dahil olmakta ve bir bütün olarak ekonomik işleyişe tesir etmektedir. Günümüzde özellikle teknolojinin ilerlemesiyle birlikte ekonomik aktörlerin finansal sistem içerisine girişleri yani finansal hizmetlere erişimleri geçmişe göre kolaylaşmış ve dolayısıyla finans sektörünün boyutu ve hizmet ağı daha da genişlemiştir. Büyüyen finans sektörünün meydana getirdiği genel ekonomik etkiler birçok araştırmacının ilgi alanına girmekte ve bu etkilerin analizine yönelik yapılan çalışmalar literatürde gün geçtikçe artmaktadır.

Devletin uyguladığı para ve maliye politikalarının farklı kanallar üzerinden makroekonomik değişkenler üzerinde yarattığı etkilerin finansal sistemin gelişmişliğine bağlı olarak değiştiği yapılan çalışmalarda ortaya konmaktadır (Bernanke & Gertler, 1995; Mishra & Montiel, 2013; Ma & Lin, 2016; Canh, 2018). Bu politikaların finansal gelişmişlik düzeyine göre hangi koşullar altında uygulanabileceği ve maksimum etkiye sahip olabileceği araştırmacılar tarafından açıklanmaya çalışılmaktadır (Beck, 2013). Bu nedenle finansal gelişmenin ekonomik etkilerinin analizi, devletin izleyeceği iktisadi ve mali politikalar ile bu politikaları uygulamak için kullanacağı araçların belirlenmelerinde de önem arz etmektedir.

İzleyen alt bölümlerde finansal gelişmenin ekonomik büyüme, işsizlik, tasarruf düzeyi, teknolojik ilerleme, kayıt dışı ekonomi ve rekabet üzerine etkileri ana hatları ile açıklanmaya çalışılacaktır.

2.3.1. Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi

Finansal ekonomi literatüründe en çok tartışılan konulardan biri finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkidir. Bu ilişkiye ilişkin literatürde temel olarak farklı iki görüş ön plana çıkmaktadır. Bu görüşlerden ilki finansal gelişmenin ekonomik büyüme için vazgeçilmez olduğuna yöneliktir (Schumpeter, 1911; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Levine, 1997). İkinci görüş ise finansal gelişmenin ekonomik büyümenin ana kaynağı olmadığına yönelik olan görüştür (Lucas, 1988). Diğer yandan, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin hangi yönde olduğuna dair de çeşitli görüşler mevcuttur. Patrick (1966), finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki olası nedensellik ilişkisinin yönünü “arz-itişli (supply-leading)” ve “talep takipli (demand following)” hipotezler ile bir ayrıma tabi tutmaktadır. Arz-itişli hipotez finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisini varsayarken, talep takipli hipotez ise ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisini varsaymaktadır (Patrick, 1966). Finansal gelişmenin ekonomik büyümenin nedeni olduğunu yani arz-itişli hipotezi destekleyen çok sayıda teorik ve ampirik çalışmalar vardır (McKinnon, 1973; King & Levine, 1993a, 1993b; Neusser & Kugler, 1998; Beck, Levine, & Loayza, 2000).

Modern büyüme teorisine göre finansal gelişme uzun dönemde ekonomik büyümeyi iki kanal üzerinden etkileyebilmektedir: (i) sermaye birikimi üzerindeki etkisi aracılığıyla (beşerî ve fiziksel sermaye dahil), (ii) teknolojik ilerleme üzerindeki etkisi aracılığıyla (Department for International Development [DFID], 2004). Finansal gelişme, tasarruf oranlarının artmasına, teknolojik ilerlemeye, yatırımlar hakkında bilgi elde etme imkanlarının yükselmesine, sermayenin optimal şekilde dağılımına, tasarrufların bir havuzda toplanmasına ve mobilizasyonunun arttırılmasına, yabancı sermaye girişlerinin kolaylaştırılmasına ve teşvik edilmesine katkı sağlayarak ekonomik büyümeye pozitif yönde etki edebilmektedir (DFID, 2014).

King ve Levine (1993b) geliştirdikleri modelde, gelişmiş bir finansal sistemin daha kaliteli girişimcileri ve projeleri seçerek, bu girişimciler ve projeler için dış finansman kaynaklarını harekete geçirmek için üstün araçlar sağlayarak, yenilikçi faaliyetlerin risklerini çeşitlendirerek ve sonucu belirsiz olan inovasyon faaliyetlerinin sağlayacağı büyük karları daha net şekilde ortaya koyarak üretkenliği arttıracaklarını ve dolayısıyla ekonomik büyümenin sağlanmasına neden olacağını savunmaktadırlar. Aynı zamanda, içsel büyüme modellerine göre de gelişmiş bir finansal sistemde finans kurumları ve finansal araçların tasarrufları hareketlendirip yönlerini değiştirerek ekonomik büyümeyi destekledikleri savunulmaktadır (Bencivenga & Smith, 1991; Pagano, 1993; Levine, 1997).

Finansal gelişme, (a) bilgi üretme ve sermayenin etkin dağılımını sağlama, (b) firmaları izleme ve kurumsal yönetim uygulama, (c) risk yönetimini geliştirme, (d) tasarrufları bir havuzda toplama ve (e) mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırma kanalları olmak üzere genel olarak beş kanal üzerinden ekonomik büyümenin sağlanmasını kolaylaştırmaktadır (Levine, 2005). Diamond (1984) bilgi edinme maliyetini azaltmaya dayalı bir finansal gelişme modeli geliştirmiş, finansal gelişmenin daha iyi sözleşmelerin kullanılmasını sağlayarak kaynakların Pareto-üstün (Pareto-superior) şekilde dağılmasına neden olacağını ortaya koymuştur.

Greenwood ve Jovanovic (1990) ise hem finansal gelişmenin hem de büyümenin içsel olarak belirlendiği bir model geliştirmişlerdir. Finansal gelişmenin büyüme etkileri ile ilgili olarak, özel yatırım risklerini (idiosyncratic investment risks) bir araya getirerek ve getiri oranları hakkındaki ön belirsizliği ortadan kaldırarak, finansal gelişmenin daha hızlı büyümeye yol açabileceğini göstermişlerdir

(Greenwood & Jovanovic, 1990). Tam bilginin sağlanmasına katkı sunan gelişmiş finansal sistemin varlığı, tasarruf sahiplerinden yatırımcılara kaynak akışını kolaylaştırmakta ve bu durum da ekonomik büyümenin gerçekleşmesine neden olmaktadır (Sussman, 1993). Greenwood ve Smith (1997), geliştirdikleri modelde gelişmiş finansal sistemin uzmanlaşmayı teşvik ettiğini ve işlem maliyetlerini düşürdüğünü, bunun da daha yüksek ekonomik büyümeye dönüşen üretkenlik kazanımlarının gelişmesini sağladığını ortaya koymuşlardır. De la Fuente ve Marin (1996) sermaye birikimi, teknolojik inovasyon ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi analiz etmek amacıyla geliştirdikleri modelde finansal gelişmenin rekabet halinde olan teknoloji üreticileri arasında etkin kredi dağılımını sağlayarak ekonomik büyümeyi teşvik ettiğini göstermişlerdir.

Literatürde değişik ülke veya ülke gruplarını kapsayan ve farklı metotlarla finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ölçen çok sayıda ampirik çalışma yer almaktadır. Yapılan ampirik çalışmaların büyük çoğunluğu finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu sonucuna ulaşmakta olup finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında nötr veya negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koyan çalışmalar da mevcuttur. Bazı çalışma sonuçları ise belirli bir eşik değere kadar finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyeceği ancak eşik değerden sonra ise finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi yavaşlatabileceğini göstermektedir (Shen & Lee, 2006; Arcand, Berces & Panizza, 2012; Cecchetti & Kharroubi, 2012).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz eden seçilmiş bazı çalışmalar kullanılan örneklem, metotlar ve analiz sonuçları ile birlikte Tablo 2.2’de özet olarak yer almaktadır.

Tablo 2.2. Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisini İnceleyen Seçilmiş Bazı Çalışmalar

Çalışma	Örneklem, Dönem	Metot	Bulgu (Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi)
Goldsmith (1969)	35 ülke, 1860-1963	EKK	Pozitif Etki (Ekonomik büyüme ve finansal gelişme eş zamanlı gerçekleşmektedir.)
Gupta (1984)	14 ülke, 1961-1980	VAR	Pozitif Etki

Çalışma	Örneklem, Dönem	Metot	Bulgu (Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi)
Jung (1986)	56 ülke, 1948-1981	VAR	Pozitif Etki (Gelişmekte olan ülkelerde) Nötr (Gelişmiş ülkelerde)
Roubini ve Sala-i-Martin (1992)	98 ülke, 1860-1985	Barro Tipi İçsel Büyüme Modeli Regresyon Analizi	Pozitif Etki
King ve Levine (1993a)	80 ülke, 1960-1989	EKK	Pozitif Etki
Levine ve Zervos (1998)	42 ülke, 1976-1993	EKK	Pozitif Etki
Levine (1999)	77 ülke, 1960-1989	GMM	Pozitif Etki
Ram (1999)	95 ülke, 1960-1989	EKK	Nötr
Rousseau (1999)	Japonya, 1880-1913	VAR	Pozitif Etki
Beck vd. (2000)	63 ülke, 1960-1995	GMM	Pozitif Etki
Xu (2000)	41 ülke, 1960-1993	VAR	Pozitif Etki
Deidda ve Fattouh (2002)	119 ülke, 1960-1989	EKK	Pozitif Etki (Yüksek gelir grubuna dahil ülkelerde)
Andersen ve Tarp (2003)	71 ülke, 1960-1995	GMM	Nötr
Bloch ve Tang (2003)	75 ülke, 1960-1990	Zaman Serisi Analizi	Nötr
Rioja ve Valev (2004)	74 ülke, 1961-1995	GMM	Nötr (Ülkelerin belirli bir gelir seviyesi eşiğine kadar)
Beck ve Levine (2004)	40 ülke, 1976-1998	GMM	Pozitif Etki
Aghion, Angeletos, Banerjee ve Manova (2005)	65 ülke, 1960-2000	Panel Veri Analizi	Nötr (Kararlı Büyüme (Steady State Growth) üzerinde doğrudan etkisi yoktur.)
Khan, Qayyum, Sheikh ve Siddique (2005)	Pakistan, 1971-2004	ARDL	Pozitif Etki
Jeanneney, Hua ve Liang (2006)	Çin, 1993-2001	GMM	Pozitif Etki
Caporale, Rault, Sova ve Sova (2009)	10 AB ülkesi, 1994-2007	GMM	Pozitif Etki

Çalışma	Örneklem, Dönem	Metot	Bulgu (Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi)
Arcand vd. (2012)	66 ülke, 1960-2010	EKK Panel Veri Analizi	Negatif Etki (Özel Sektöre verilen kredi miktarı GSYH'nin %100'ünü aşınca) Pozitif Etki (Finans sektörü küçük ve orta olan ülkelerde)
Cecchetti ve Kharroubi (2012)	50 Ülke, 1980-2009	Panel Veri Analizi	Pozitif Etki (Belirli bir eşik değere kadar) Negatif Etki (Belli bir eşik değerden sonra)
Adusei (2013)	Gana, 1971-2010	FMOLS GMM Hata Düzeltme Modeli	Negatif Etki

Kaynak: Yazar tarafından literatür incelenerek oluşturulmuştur.

2.3.2. Finansal Gelişmenin İşsizlik Üzerindeki Etkisi

Finansal gelişme ile finansal hizmetlere erişimin (financial inclusion) yani finansal hizmetlere ulaşmanın kolaylaşması, finansman sıkıntısı yaşayan küçük ve orta ölçekli iktisadi işletmelerin fon ihtiyaçlarına yönelik alternatiflerini arttırması ve transferleri kolaylaştırması nedeniyle bu işletmelerin gelişmelerine katkı sağlayabilmektedir (Beck, Demirgüç-Kunt, & Levine, 2004; Honohan, 2004). Düzgün işleyen gelişmiş bir finansal sistem, uygun yasal düzenlemelerle birlikte iş geliştirme, finansal riski değerlendirme gibi çeşitli finansal danışmanlık hizmetleri, finansal ürünler ve piyasalar ile bir dizi işlevi sunarak sürdürülebilir bir finansman tabanı sağlama, çeşitli büyüklükteki işletmelerin birbirleri ile olan iletişimlerini arttırma, teknoloji ve yeniliği paylaşma, inşaattan altyapıya, tarımdan gıda işlemeye, imalattan endüstriyel üretime kadar değişen sektörler arasındaki ekonomik rekabet gücünü yükselterek istihdam yaratma kapasitesinin genişlemesine destek olabilmektedir (Osikena & Ugur, 2016).

Finansal gelişmenin üretken yatırımların daha düşük maliyetlerle finansmanlarının sağlanmasına imkân tanınması, girişimcilere ve hanehalklarına yeterli finansal erişim olanaklarını sunarak ekonominin iş yaratma kapasitesinin arttırabilmesini kolaylaştırması ve dolayısıyla istihdamı etkileme potansiyeline sahip olması araştırmacılar tarafından incelenmektedir (Hassan vd., 2011; Caporale, Rault,

Sova, & Sova, 2015; Bayar, 2016a; Cojocar, Falaris, Hoffman, & Miller, 2016; Raifu, 2019). 2030 yılına kadar küresel yoksulluğu ve eşitsizliği sona erdirmeye hedefi doğrultusunda Birleşmiş Milletler tarafından açıklanan Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri içerisinde yer alan istihdamın artırılması ve finansal erişim olanaklarının genişletilmesi hedefleri, kabul edilen on yedi yeni hedeften dördü ile ilişkili bir dizi gösterge ve hedefi de temsil etmektedir (UN, 2015).

İyi dizayn edilmiş ve sağlıklı işleyen bir finansal sistem sadece ekonomik büyümenin değil aynı zamanda istihdamı artırmanın ve yoksulluğu azaltmanın da bir kaynağı olarak değerlendirilebilmektedir (Demirgüç-Kunt & Levine, 2009; Perez-Moreno, 2011; Aliero, Ibrahim, & Shuaibu, 2013). Diğer yandan, düzgün işlemeyen ve üstlendiği işlevleri yerine getiremeyen bir finansal sistem ise ekonomik büyümeyi, istihdamı ve yoksullukla mücadeleyi negatif yönde etkileyebilmektedir (Goldstein & Xie, 2009; ILO, 2010). Reel ekonominin istihdam yaratan sektörlerine gerekli finansal hizmetlerin sunulabilmesi için finans sektörünün gelişiminin dengeli olarak gerçekleşmesi yani finansal sistemin borç kaynaklı tüketime yol açması gibi finansal bozulmalara mahal verilmemesi ve iş yaratma potansiyeline sahip sektörler için fon transferlerinin kolay ve etkin bir şekilde gerçekleştirilmesi sağlanmalıdır (Osikena & Ugur, 2016). Ayrıca, yapılan bazı teorik ve ampirik çalışmalar finansal sistemde yaşanan finansal krizlerin ve aksaklıkların ekonomik faaliyetlere ve dolayısıyla istihdama ciddi zararlar verebileceğini de göstermektedir (Barro, 2001; Gros & Alcidi, 2010; Claessens vd., 2012).

Literatürde finansal gelişmenin işsizlik üzerindeki etkisini analiz eden sınırlı sayıda çalışmada incelenen ülke veya ülke grubuna, incelenen döneme ve analiz yöntemlerine bağlı olarak farklı bulgulara ulaşılmıştır. Alshyab, Sandri ve Daradkah (2020), MENA ülkelerinde 2008-2018 döneminde finansal erişimin işsizlik üzerindeki etkisini panel veri analizi ile incelemişler, finansal erişimin atmasının işsizliği azaltarak iş olanaklarını arttıracak sonucuna ulaşmışlardır. Ajide (2020), Nijerya’da finansal gelişmenin asimetrik etkisinin işsizlik üzerindeki etkisini 1980-2017 dönemini için NARDL yöntemini kullanarak incelemiş, finansal gelişmenin pozitif etkisinin negatif etkisinden fazla olduğunu tespit ederek finansal gelişmenin asimetrik olarak işsizliği etkilediği ve yeni iş alanlarının açılmasını desteklediği sonucuna ulaşmıştır. Diğer bir çalışmada Alkhateeb, Mahmood, Sultan ve Ahmad (2017) 1980-

2015 dönemini kapsayacak şekilde Suudi Arabistan’da finansal gelişme ve istihdam arasındaki ilişkiyi ARDL yöntemini kullanarak araştırmışlar, uzun dönemde finansal gelişmenin istihdam düzeyini yükselttiği sonucuna ulaşmışlardır.

Bayar (2016a), panel veri analizi ile 16 yükselen piyasa ekonomisinde 2011-2014 dönemi için işsizlik, finansal gelişme ve yurtiçi yatırımlar arasındaki ilişkiyi incelemiş ve uzun dönemde panelin genelinde finansal gelişmenin işsizlik üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı, yurtiçi yatırımların ise işsizlik üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Gatti, Rault ve Vaubourg (2009), 1980-2004 dönemi için 18 OECD ülkesinde dinamik panel veri yöntemi ile işgücü ve finansal faktörlerin işsizliğin belirlenmesindeki etkilerini analiz etmişler ve finansal değişkenlerin işsizlik üzerindeki etkilerinin işgücü piyasalarının özelliklerine ve genel çerçevesine bağlı olduğunu tespit etmişlerdir. Eğer işgücü piyasası düzenleme, sendikal yoğunluk ve ücret pazarlığında koordinasyon düzeyleri düşüğe artan piyasa kapitalizasyonu ve azalan bankacılık yoğunluğu işsizliği azaltmaktadır (Gatti vd., 2009). 1985-2014 döneminde Türkiye’de temel miktar ölçülerini kullanarak tespit ettiği finansal gelişme düzeyi ile işsizlik arasındaki ilişkiyi çok değişkenli regresyon analizi ile inceleyen Kanberoğlu (2014) geniş tanımlı para arzı ve işsizlik arasında pozitif bir ilişkinin, özel sektör kredileri ve işsizlik arasında ise negatif bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Ilo (2015), sermaye piyasasının işsizlik üzerindeki etkisini 1986-2012 dönemini kapsayacak şekilde Johansen vektör hata düzeltme modeli ile araştırmış, sermaye piyasası büyüklüğü ve bankacılık kredileri ile işsizlik arasında pozitif anlamlı bir ilişki tespit etmiştir.

Finansal gelişme ve işsizlik arasında yapılan ampirik çalışmalarda finansal gelişmenin işsizlik üzerindeki etkisinin pozitif, negatif ya da nötr olduğuna yönelik sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye pozitif etkisi sonucu işsizliği azaltabileceği beklenmesine rağmen ülkenin beşerî sermaye, kurumsal kalite, girişimcilik ve teknolojik ilerleme gibi ekonomik büyümenin diğer belirleyicileri arasında iyileşmeler sağlanmıyorsa ya da finans sektörü daha gelişme aşamasında olup belirli bir eşik değere ulaşmamışsa finansal gelişmenin işsizlik düzeyi üzerinde etkisiz olduğu ya da işsizliği arttırdığı sonuçlarına ulaşılabilmektedir (Bayar, 2016a).

2.3.3. Finansal Gelişmenin Tasarruf Düzeyi Üzerindeki Etkisi

Solow (1956) öncülüğünde geliştirilen neoklasik dışsal büyüme modeli ile Romer (1986) ve Lucas (1988) tarafından öncülüğü yapılan içsel büyüme modeline göre tasarruflardaki artış ekonomik büyümenin artmasına neden olmaktadır. Bu bakımdan finansal gelişmenin ekonomideki tasarruf düzeyi üzerindeki etkisinin ortaya konması ekonomik büyüme ve gelişmedeki rolü bakımından önem arz etmektedir. Finansal gelişme ile tasarruflar arasındaki ilişki, bir bakıma finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi de belirleyebilmektedir.

Finansal gelişmenin tasarruf düzeyi üzerindeki etkisi pozitif veya negatif olabilir (Ito & Chinn, 2007). Bankalara, finansal piyasalara erişim olanaklarını, tasarruf araçlarını arttırarak ve finansal kısıtlamaları gevşeterek tasarruf düzeyinin yükseltilmesi teşvik edilebilmektedir (Chinn & Prasad, 2003; Jha, Prasad, & Terada-Hagiwara, 2009).

Literatürde yer alan çalışmalar, finansal gelişmenin tasarruf düzeyi üzerinde farklı etkiler doğurabileceğini göstermektedir. Uluslararası bulgular, ülkeler çapında finansal gelişme ile tasarruflar arasında pozitif bir ilişkinin varlığını gösterirken, tasarrufların diğer belirleyicilerini de göz önüne alarak bu etkiyi analiz eden çalışmalar finansal gelişmenin tasarruflar üzerindeki etkisinin negatif olduğu veya etkisinin olmadığı sonucunu da ortaya koyabilmektedirler (Schmidt-Hebbel & Serven, 2002). Gelişmiş finansal sistem ve finansal piyasalar, sunulan finansal araç ve hizmet çeşitliliği ile ekonomide faaliyet gösteren aktörlerin tasarruf yapma eğilimlerinin artmasına sebep olacağından finansal gelişmenin tasarruf düzeyi üzerinde pozitif bir etkiye sahip olacağı savunulurken, diğer bir görüşe göre de gelişmiş bir finansal sistem ekonomik aktörlerin ihtiyati tasarruflara (precautionary savings) olan ihtiyaçlarını azaltabileceğinden finansal gelişmenin tasarruf oranını düşürebileceği belirtilmektedir (Cesaroni & Santis, 2015). Ampirik çalışmalar neticesinde finansal gelişmenin tasarruf düzeyi üzerindeki net etkisi ortaya konulabilmektedir.

Ito ve Chinn (2007), finansal gelişmenin tasarruf üzerindeki etkisi ile ilgili olarak etkinin yasal ve kurumsal gelişme ile sermaye hesabının serbestleşme derecesine bağlı olması dışında kesin bir bulguya rastlamamışlardır. Wang, Xu ve Xu (2011), finansal gelişme ile ulusal tasarruf oranları arasındaki ilişkiyi hem genel denge

modelini kullanarak teorik olarak hem de 1960-2008 dönemini kapsayan yıllık veriler ile 102 ülke üzerinde ampirik olarak analiz etmişler, finansal gelişme ile tasarruf düzeyi arasında lineer olmayan bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Finansal gelişmenin toplam tasarruf oranını başlangıçta firmaların daha fazla yatırım yapmaları nedeniyle arttırabildiği ancak daha sonra hanehalkları tarafından önemli ölçüde azaltılan ihtiyati tasarruflar nedeniyle toplam tasarruf düzeyini azaltabildiği sonucuna ulaşmışlardır (Wang vd., 2011). Finansal gelişme ile tasarruflar arasında lineer olmayan ilişkinin varlığı Horika ve Terada-Hagiwara (2012) tarafından da 1966-2007 dönemi için gelişmekte olan Asya ülkelerinde de tespit edilmiştir. Loayza, Schmidt-Hebbel ve Serven (2000), 1965-1994 döneminde panel veri yöntemi ile 150 ülkede tasarrufların belirleyicilerini incelemişler, kısa dönemde finansal gelişmenin tasarruf düzeyi üzerinde doğrudan negatif etkisinin, uzun dönemde ise dolaylı pozitif etkisinin varlığını tespit etmişlerdir.

2.3.4. Finansal Gelişmenin Teknolojik İlerleme Üzerindeki Etkisi

Finansal gelişme, girişimcilere teknolojik yenileşim (inovasyon) için finansman imkanlarını kolaylaştırarak teknolojik ilerlemeye katkı sağlayabilmekte ve ekonomik büyümenin gerçekleşmesini kolaylaştırmaktadır. Literatürde yer alan birçok çalışma, finansal gelişmenin teknolojik yenileşim faaliyetlerini destekleyerek finansal ilerlemeyi sağladığı görüşünü teorik ve ampirik olarak desteklemektedir (bkz. Rajan & Zingales, 1998; Aghion & Howitt, 2005; Ang & Madsen, 2012).

Levine (1997), finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi sermaye birikimi kanalı ve teknolojik yenileşim kanalı olmak üzere iki kanal üzerinden etkilediğini iddia etmektedir. Finansal gelişme teknolojik yenileşim oranını etkileyerek kararlı büyümenin (steady-state growth) gerçekleşmesine katkı sağlamaktadır (Levine, 1997). Aghion ve Howitt (2005), ileri teknolojiye yakınsamada finansal gelişmenin önemini vurgulayarak finansal gelişmenin yeni ürün veya süreçlerin benimsenmesine yardımcı olduğunu, ülkelerin yeni teknolojilere yakınlaşmaları için gerekli olan etkinlik artışına yol açtığını öne sürmektedirler.

De la Fuente ve Martin (1996), finansal gelişmenin teknolojik ilerleme üzerindeki etkisini ahlaki tehlike sorunu üzerinden inceleyerek yenileşimde riskten kaçınmanın (risk aversion) ve sahip olunan özel bilgilerin ahlaki tehlike sorunu

yaratacağını iddia etmektedirler. Ahlaki tehlikenin varlığı, finansal araçlar ve girişimciler arasında yapılacak sözleşmelerde teşvik koşulunun sağlanması ve gerekli gözlemin yapılması ile optimal çabanın gösterilmesine neden olacak şekilde tasarlanmasını gerekli kılmaktadır (De la Fuente & Martin, 1996). Meierrieks (2014), finansal gelişmenin teknolojik ilerleme üzerindeki etkisini 1993-2008 dönemi için toplam 51 gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerinde incelemiş, finansal gelişmenin Schumpeter (1911)'in finans, girişimcilik ve büyüme modellerindeki beklentileriyle uyumlu şekilde teknolojik ilerleme üzerinde pozitif etkisini tespit etmiştir.

Finansal gelişmenin teknolojik ilerleme üzerindeki etkisi finansal sistemlerin türüne bağlı olarak da değişiklik gösterebilmektedir. Bu bağlamda, Hsu, Tian ve Xu (2014) 32 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede finansal gelişmenin teknolojik ilerlemeyi nasıl etkilediğini araştırmışlar, dış finansmana daha bağımlı olan ve teknoloji yoğunlukları yüksek olan endüstrilerin daha gelişmiş hisse senedi piyasalarına sahip ülkelerde orantısız olarak daha fazla teknolojik ilerleme gösterdiklerini ortaya koymuşlardır.

Tadesse (2005), 38 ülkede 1980-1995 yılları arasındaki dönemde 10 endüstriyel sektör bazında ülkeler arasındaki verimlilik farklarının nedenlerini incelemiş, endüstrilerde gerçekleşen teknolojik ilerleme ile finansal gelişme düzeyi arasında güçlü pozitif bir ilişkinin varlığını ve özellikle teknolojik yenileşim sonucu verimlilikteki artış nedeniyle elde edilen kazançların gelişmiş bankacılık sektörüne ve bir dereceye kadar da büyük borsalara sahip ülkelerde daha fazla olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca, finansal gelişmenin teknolojik ilerleme üzerindeki etkisi heterojen bir özellik göstermekte, genç firmaları dış finansmana bağımlı olan endüstriler, finansal gelişmişlik düzeyi yüksek ülkelerde maliyetleri düşürme oranlarının yüksekliği nedeniyle daha hızlı teknolojik ilerleme kaydetmektedirler (Tadesse, 2005).

Akıncı (2018), Schumpeter'in finansal gelişmenin teknolojik ilerleme üzerinde pozitif etki yaratarak ekonomik büyümeyi destekleyeceğini öne sürdüğü modelini, AB üye ülkelerinde 1995-2013 dönemi verilerini kullanarak eşzamanlı denklemler sistemi (simultaneous equation systems) ile incelemiş, ilk aşamada finansal gelişmenin teknoloji düzeyini arttırdığını, ikinci aşamada da artan teknoloji düzeyinin ekonomik büyümeyi arttırdığını tespit etmiş ve Schumpeter'in ortaya koyduğu modelin geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır.

2.3.5. Finansal Gelişmenin Kayıt Dışı Ekonomi Üzerindeki

Kayıt dışı ekonomi literatüründe, kurumsal çerçevenin önemli bir belirleyicisinin de finansal gelişme olduğu kabul edilmekte ve finansal gelişmenin kayıt altındaki ekonomik faaliyetler için fon sağlamayı kolaylaştırdığı savunulmaktadır (Blackburn vd., 2012). Kayıt dışı ekonominin oluşmasının arkasındaki ana faktörler vergi ve sosyal güvenlik katkılarının ağır yükü, vergi bilincindeki yetersizlik, kurumsal ve düzenleyici altyapının yetersizliği ve ağır yasal düzenlemelerin varlığı olarak sınıflandırılmaktadır (Scheider & Williams, 2013). Finansal gelişme, vergi tahsilatı amacıyla ekonomik işlemlerin izlenmesine katkı sağlar ve ekonomik aktörlerin kayıt dışı sektörlerde faaliyet göstermelerinin fırsat maliyetini yükselterek ekonomik aktörleri kayıt altındaki sektörlerde faaliyet göstermelerini ya da kayıt altına taşınmayı teşvik eder (Capasso & Jappelli, 2013; Berdiev & Saunoris, 2016).

Kayıt dışı ekonomi hemen hemen her gelir grubuna dahil ülke ekonomilerinde değişen boyutlarda ciddi sorunlar oluşturabilmekte ve ekonomilerin kalkınmaları üzerinde negatif etkiler yaratabilmektedir (Bayar & Ozturk, 2016). Devletlerin ekonomik ve sosyal gelişmeyi sağlamak için doğru politikaları belirlemelerini zorlaştırması, kamu kesimi tarafından sağlanan eğitim ve altyapı yatırımları gibi kamu harcamalarının finansmanlarının karşılanamaması ve finansman açığının kapatılabilmesi için kayıt içinde faaliyet gösteren ekonomik aktörlerin vergi yüklerinin arttırılması, artan vergi yükleri sonucu ortaya çıkan sosyal huzursuzluklar, kayıt içinde faaliyet gösteren işletmeler ile kayıt dışı faaliyet gösteren işletmeler arasında haksız rekabete yol açması kayıt dışı ekonominin ortaya çıkardığı negatif sosyal ve ekonomik sonuçlar arasındadır (Bayar & Aytemiz, 2017).

Literatürde yapılan çalışmaların büyük kısmı finansal gelişmenin kayıt dışı ekonominin boyutu üzerinde azaltıcı etki gösterdiğini ortaya koymakla birlikte etkisinin olmadığı yönünde sonuçları ortaya koyan çalışmalar da mevcuttur. Gobbi ve Zizza (2007) İtalya'da 1997-2003 dönemi için finansal gelişme ve kayıt dışı ekonomi ilişkisini incelemiş, finansal gelişmenin kayıt dışı ekonomi üzerinde istatistiki olarak bir etkisinin olmadığını ancak kayıt dışı ekonominin finansal gelişmeyi negatif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Bose, Capasso ve Wurm (2012), 137 ülkede 1995-2007 döneminde panel regresyon analizi ile bankacılık sektöründeki gelişmeler ile kayıt dışı

ekonomi arasındaki ilişkiyi analiz etmişler, değişkenler arasında negatif ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Blackburn vd. (2012), finansal aracılığı ve vergi kaçırmaı da içeren bir model geliştirmişler, finansal gelişmenin düşük olduğu ekonomilerde kayıt dışı ekonominin ve vergi kaçırmanın daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer bir çalışmada Capasso ve Jappelli (2013), kayıt dışı ekonomi ile finansal gelişme arasındaki ilişkiye yönelik teorik bir model geliştirmişler, finansal gelişmenin firmalara daha ucuz finansman olanakları tanınması neticesinde kayıt dışı ekonominin büyüklüğünü ve vergi kaçırmaı azaltacağını ortaya koymuşlardır. Bittencourt, Gupta ve Stander (2014) da kayıt dışı ekonomi, finansal gelişme ve enflasyon arasındaki ilişkiye yönelik geliştirdikleri modeli 1980-2009 dönemini içeren veri seti ile 150 ülkeyi kapsayacak şekilde test etmişler ve yüksek finansal gelişmenin kayıt dışı ekonominin büyüklüğünü azalttığını göstererek geliştirdikleri modelin doğruluğunu ampirik olarak da kanıtlamışlardır.

Bayar ve Ozturk (2016), AB geçiş ekonomilerinde 2003-2014 dönemi verilerini kullanarak finansal gelişme, kayıt dışı ekonomi ve kurumsal gelişme arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile incelemişler, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını tespit ederek uzun dönemde finansal ve kurumsal gelişmenin kayıt dışı ekonominin boyutunu azaltacağı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, Bayar ve Aytemiz (2017), 1960-2019 döneminde Türkiye’de finans sektörünün gelişimi ile kayıt dışı ekonominin büyüklüğü arasındaki ilişkiyi Maki (2012) eşbütünleşme, Hacker ve Hatemi-J (2006) bootstrap nedensellik testi ile analiz ederek incelemişler ve finansal gelişmenin kayıt dışı ekonominin büyüklüğünü uzun dönemde azalttığını ve finansal gelişmeden kayıt dışı ekonomiye doğru tek yönlü nedenselliğin varlığını ortaya koymuşlardır.

Njangang (2018), 41 Sahra Altı Afrika ülkesinde finansal gelişme ile kayıt dışı ekonomi arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile incelemiş, finansal gelişmenin kayıt dışı ekonominin boyutunu azalttığını tespit etmiştir. Canh ve Thann (2020), 114 ülke ekonomisinde 2002-2015 dönemi için finans kurumları ve finansal piyasaların kayıt dışı ekonomi üzerindeki etkisini finansal derinlik, finansal erişim ve finansal etkinlik olmak üzere üç boyutta incelemişlerdir. Finansal gelişme ile kayıt dışı ekonomi arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını ve finans kurumlarının kayıt dışı

ekonominin büyüklüğü üzerindeki etkisinin finansal piyasaların yarattığı etkiden daha fazla olduğunu göstermişlerdir (Canh & Thann, 2020).

2.3.6. Finansal Gelişmenin Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkisi

Finansal gelişme, mali kayıtların takibini ve vergi tahsilatını kolaylaştırmadaki rollerinin bir sonucu olarak vergi gelirlerinin artmasını doğrudan etkileyebilmektedir (Capasso & Jappeli, 2013). Ayrıca, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi sonucunda finansal gelişme vergi gelirlerinin dolaylı olarak yükselmesine katkıda bulunabilmektedir. Finansal gelişme ile ekonomik faaliyetlerin artması, ekonomik büyümenin sağlayacağı refah artışı ile ekonomide yeni yatırımları arttıran mal ve hizmetlere olan talebin artması, vergi tabanının genişlemesi ve hem finansal gelişmenin hem de ekonomik büyümenin kayıt dışı ekonominin büyüklüğünü azaltabilmesi neticesinde vergi gelirlerinde artış sağlanabilmektedir (Akçay, Sağbaş & Demirtaş, 2016).

Yapılan ampirik çalışmalar genel olarak finansal gelişmenin dolaylı veya dolaysız olarak vergi gelirlerini pozitif yönde etkilediğini ortaya koymaktadır (Capasso & Jappeli, 2013; Taha, Colombage, Maslyuk, & Nanthakumar, 2013; Bayar & Karamelikli, 2016; Akçay vd., 2016). Blackburn vd. (2012), finansal gelişme ile kayıt dışı ekonomi arasındaki ilişkiyi vergi kaçırmanın ve bankaların finansal aracılıklarının dahil edildiği model ile incelemişler, finansal gelişmişlik ile ekonomik aktörlerin gelirlerini doğru beyan etmelerinin net faydasının doğru orantılı olduğunu ve finansal gelişmenin vergi gelirlerini arttırırken kayıt dışı ekonominin boyutunu küçülteceği sonucuna ulaşmışlardır. Petrescu (2013), 72 ülkede finansal gelişmenin çeşitli vergi türleri gelirleri üzerindeki etkisini 1990-2003 dönemi için analiz etmiş, finansal gelişmenin toplam gelir vergisi miktarları üzerinde pozitif etkisinin olduğunu fakat harcama vergileri, mülkiyet vergileri ve intikal vergileri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir.

Taha vd. (2013), Malezya’da finansal gelişme ile dolaysız vergiler arasındaki ilişkiyi 1997-2008 dönemi için aylık verileri kullanarak ARDL sınır testi ile incelemiş, finansal gelişme ile vergi gelirleri arasında uzun dönemli ilişkinin ve borsa faaliyetlerinden dolaysız vergi gelirlerine doğru tek yönlü nedenselliğin varlığını ortaya koymuşlardır. Ayrıca, finansal sistemin dolaysız vergi gelirleri üzerindeki

etkisinin kısa dönemde uzun döneme göre daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Taha, vd., 2013). Bittencourt vd. (2014), ardışık kuşaklar (overlapping generations) modeline dayanan, ekonomik aktörlerin heterojen oldukları, vergi kaçırmanın içsel olarak belirlendiği, yüksek seviyede finansal gelişmenin ve düşük enflasyon oranının daha küçük bir kayıt dışı ekonomiye yol açacağını öngören bir model geliştirmişler ve ampirik olarak bu modellerinin geçerliliğini incelemişlerdir. 150 ülkede 1980-2009 dönemini kapsayan veriler ile değişkenler arasındaki ilişkiyi panel veri analizini kullanarak test etmişler ve modelin öngördüğü sonuçların geçerli olduğunu ampirik olarak saptamışlardır (Bittencourt vd., 2014).

Akçay vd. (2016), Türkiye’de finansal gelişme ve dolaysız vergi gelirleri arasındaki ilişkiyi Johansen ve Juselius (1990) ve Hatemi-J (2008) eşbütünleşme testleri ile 2006-2014 dönemi verileri ile incelemişler, uzun dönemde finansal gelişmenin dolaysız vergi gelirleri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bayar ve Karamelikli (2017), 2006-2016 dönemindeki aylık verileri kullanarak Türkiye’de bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasasının gelişimi ile vergi gelirleri arasındaki ilişkiyi Shin, Yu ve Greenwood-Nimmo (2014) tarafından geliştirilen asimetrik ARDL eşbütünleşme yöntemi ile analiz etmişler, doğrusal olmayan durumlar dikkate alındığında hem bankacılık sektörünün hem de hisse senedi piyasasının gelişmişlik düzeylerinin toplam vergi gelirlerini pozitif etkilediğini tespit etmişlerdir. Ancak, doğrusal olmayan durumlar yani sapmalar göz ardı edildiğinde finansal gelişme göstergeleri ile vergi gelirleri arasında bir ilişkinin olmadığını, doğru sonuçlara ulaşmak için veri setinin özelliklerini dikkate alan uygun modelleme yönteminin tespitinin önemli olduğunu ortaya koymuşlardır (Bayar & Karamelikli, 2017).

Ajide ve Bankefa (2017), 1981-2014 döneminde Nijerya’da finansal sistem faaliyetlerinin vergi gelirleri üzerindeki etkisini ARDL, sınır testi, nedensellik testi, varyans ayrıştırması (variance decomposition) ve etki-tepki fonksiyonları ile incelemişler ve finansal gelişmenin vergi gelirleri üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu saptamışlardır. Gnangnon (2019), finansal gelişmenin doğal kaynaklar dışındaki kaynaklardan alınan toplam vergiler üzerindeki etkisini 1980-2014 döneminde 104 gelişmekte olan ülke verilerini kullanarak incelemiş, finansal gelişmenin doğal kaynaklar dışındaki kaynaklardan alınan toplam vergi gelirleri

üzerinde pozitif etki gösterdiği sonucuna ulaşmıştır. Diğer yandan, ticarete dışa açıklık, ihraç edilen ürünlerdeki çeşitlilik, toplam ihracat içerisinde imal edilmiş mamullerin oranı ve ekonomik büyüme ne kadar yüksekse finansal gelişmenin doğal kaynaklar dışındaki kaynaklardan alınan toplam vergiler üzerindeki bu pozitif etkisinin düzeyi o kadar fazla olmaktadır (Gnangnon (2019).

2.3.7. Finansal Gelişmenin Rekabet Üzerindeki Etkisi

Reel sektörde faaliyet gösteren işletmeler arasında tam rekabetin sağlandığı mal ve hizmet piyasalarının varlığı, kaynakların etkin bir şekilde kullanımını ve dağılımını, tüketicilere geniş bir yelpazede kaliteli ve düşük fiyatlarda mal ve hizmet seçeneklerinin sunumunu ve işletmelerin yenileşim faaliyetlerine yönelik girişimlerini arttırmalarını desteklemektedir. Bu bakımdan finansal gelişmenin rekabet üzerindeki etkilerinin analiz edilerek ortaya konulması ekonomide rekabetçi piyasaların oluşmasında belirleyici rol oynayan diğer değişkenlerin etkilerinin sağlıklı bir şekilde incelenmeleri bakımından önem arz etmektedir. Gelişmiş etkin bir finansal sistem yeni firmaların piyasalara girişlerini kolaylaştırarak piyasalarda rekabetin arttırılmasına katkı sunmaktadır (Rajan & Zingales, 2003).

Schumpeter (1911), etkin şekilde işleyen finansal piyasaların teknolojik gelişmeyi, yenilikçi girişimleri ve rekabeti destekleyip yeni girişimcilere fon sağlayarak bu girişimcilerin piyasalara girişlerini ve yenilikçi üretim süreçleri sonucu yeni mal ve hizmetleri üretmelerini teşvik ettiğini ortaya koymuştur. Schumpeter ve onun takipçileri, liberalleştirilmiş bir finansal sistemin fiziksel sermayenin verimliliğini arttırarak rekabet gücünü yükselttiğini ve dolayısıyla da ekonomik büyüme sürecini teşvik ettiğini savunmaktadırlar (Luintel & Khan, 1999).

Levine (2004), daha iyi işleyen bankalara ve finansal piyasalara sahip ülkelerin daha hızlı genişlediklerini ve dolayısıyla daha rekabetçi hale geldiklerini ortaya koymaktadır. Hartmann, Heider, Papaioannou ve Duca (2007), finansal sistemin yeniliğe, üretkenliğe, büyümeye ve dolayısıyla rekabet gücüne katkısını artırmak için finansal gelişmenin sağlanması gerektiğini vurgulamaktadırlar. Gray ve Blejer (2006), ekonomik faaliyetlerdeki çeşitliliğin ve dolayısıyla rekabet gücünü artırmaya yönelik politikaların yanı sıra, Körfez İşbirliği Konseyi ülkelerinin diğer Arap ülkelerine

kıyasla refah seviyelerinin daha yüksek olmasında daha gelişmiş finansal piyasalara sahip olmalarının etkili olduğunu belirtmektedirler.

Ekonomik faaliyetlerde rekabetin artırılması için yenilikçi süreçlere odaklanmanın dışında aynı zamanda finansal gelişmenin, altyapı, sağlık ve eğitim yatırımlarında ilerlemenin ve işgücü piyasasında verimliliğin sağlanması gerekmektedir (Akis, 2016). Gelişmiş bir finansal sistemin, iktisadi kaynakları geleneksel endüstrilerden modern endüstrilere yönlendirmek ve modern endüstrilerde rekabet gücünü arttırmak ve teşvik etmek olmak üzere iki temel amacı olduğu ileri sürülebilir (Akıncı, 2019).

Çok sayıda ülkeyi kapsayan örneklemeler ile yapılan çalışmalar finansal gelişmenin firmaların piyasalara girişlerini kolaylaştırdığı fikrini desteklemektedir (Rajan & Zingales, 1998; Johnson, McMillan, & Woodruff, 2002; Akıncı, 2019; Alomari, Marashdeh, & Bashayreh, 2019). Rajan & Zingales (1998), finansal gelişme sağlandığında dış finansmana bağımlı endüstrilerde yeni kurulan işletmelerin sayısındaki artışın önemli ölçüde daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Geçiş ekonomilerinde ticari krediler üzerine yaptıkları çalışma ile Johnson vd. (2002), etkili bir hukuk sisteminin de bir firmanın yeni ticaret ortaklarına daha fazla ticari kredi sunmasında etkili olduğunu ortaya koymuşlardır.

Rusu ve Toderascu (2016), Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde gelişmiş finansal piyasaların bu ülkelerin küresel rekabet güçlerine etkisini incelemişler ve gelişmiş finansal piyasalara sahip olan ülkelerin küresel rekabet düzeylerinin yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, rekabet düzeyi düşük olan ülkelerin küresel rekabetçiliklerini arttırabilmeleri için finansal piyasaların ve kurumların geliştirilmesi, işgücü piyasalarında etkinliğin sağlanması, sağlık ve eğitim hizmetlerinde niteliğin artırılması, işletmelerde yenilikçi yönetim düşüncesinin ve çok yönlülüğün geliştirilmesi gerektiğini belirtmişlerdir (Rusu & Toderascu, 2016). Siddik (2018), Bangladeş'te 130 küçük ve orta ölçekli işletmelerden (KOBİ) elde ettiği anket verileri kullanarak KOBİ'lerin uluslararası rekabet edebilirliğinin belirleyicilerini lojistik model ile analiz etmiş, finansal sisteme erişimin, girişimcilik ile ilgili faktörlerin, hükümet politikalarının, teknolojik faktörlerin ve ihracat yapılacak ülke sayısının KOBİ'lerin uluslararası rekabet edebilirliğinde belirleyici olduğunu saptamıştır.

Akıncı (2019), 28 AB üye ülkesinde 2004-2016 dönemi için coğrafi ağırlıklı regresyon analizi (geographically weighted regression analysis) ile teknolojik gelişmelerin ve finansal gelişmenin rekabet gücü üzerindeki etkisini incelemiş, Schumperer'in hipotezinin geçerliliğini destekleyerek teknolojinin rekabet gücü üzerindeki pozitif yönde etkisinin finansal gelişmenin de katkısıyla hızlanabileceği sonucuna ulaşmıştır. Alomari (2019), 2009-2017 dönemi için genelleştirilmiş en küçük kareler (generalized least square) yöntemi ile 21 üst gelir seviyesine sahip ve gelişmiş ülkede finansal piyasaların gelişmişliği ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi rekabet gücü kapsamında incelemiş, finansal gelişmenin, ticarete dışa açıklığın, iş gücü piyasasında verimliliğin ve teknolojik olarak hazır olmanın ülkelerin rekabet güçlerini arttırarak ekonomik büyümelerini pozitif bir biçimde etkilediğini tespit etmiştir.

2.4. AVRUPA BİRLİĞİ GEÇİŞ EKONOMİLERİNDE FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ

1989 yılı sonunda Berlin Duvarı'nın yıkılması Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin siyasi ve ekonomik dönüşüm sürecine girmelerinin habercisi olmuştur. Orta ve Doğu Avrupa geçiş ekonomilerinin merkezi olarak planlanmaya dayalı ekonomilerden serbest piyasa ekonomilerine geçiş süreçleri genel olarak 1990'ların başından itibaren başlamıştır. Bulgaristan, Çekya, Estonya, Hırvatistan, Letonya, Litvanya, Macaristan, Polonya, Romanya, Slovakya ve Slovenya'dan oluşan 11 AB geçiş ekonomileri, AB'ye üyelik süreçlerinin de katkısıyla birlikte ekonomik ve kurumsal bir dönüşüm yaşamışlardır. Çekya, Estonya, Letonya, Litvanya, Macaristan, Polonya, Slovakya ve Slovenya 2004 yılında; Bulgaristan ve Romanya 2007 yılında; Hırvatistan ise 2013 yılında AB üyeliğine kabul edilmişlerdir.

Merkezi planlama altında yönetildikleri süreçte geçiş ekonomilerinde finansal piyasalar mevcut değildi ve bankacılık sektörü de tek banka sisteminden (monobank system) oluşmakta, finansal sistem planlama bürosunun kaynakların tahsisine ilişkin kararlarını kaydetmek için hemen hemen bir kayıt tutma mekanizması olarak işlev görmektedir (Kulháněk, Polouček, & Stavárek, 2004). Geçiş sürecinde bu ülkeler, ticaretlerini serbestleştirmişler, küresel finans piyasalarına entegre olmuşlar ve yapısal reformlar ile kurumsal altyapı kalitelerini iyileştirmişlerdir (Bayar, 2016b). AB'ye katılım için temel siyasi ve ekonomik kriterleri ortaya koyan Kopenhag ve Maastricht

kriterleri ile demokrasinin düzgün işleyişinin garanti altına alınması ve hukukun üstünlüğünün benimsenmesi, insan haklarına ve azınlıklara saygıyı garanti altına alan istikrarlı kurumların tesis edilmeleri, işleyen rekabetçi bir piyasa ekonomisinin oluşturulması, fiyat istikrarının, kamu borcunun, kamu açığının, döviz kurlarının ve faiz oranlarının kontrol altında tutulması hedeflenmiş, AB geçiş ekonomileri olarak tanımlanan 11 ülkenin AB'ye üyelik süreçlerinde bu kriterler göz önünde bulundurulmuş ve ortaya koydukları gelişim sonucunda AB üyeliklerine kabul edilmişlerdir (Afxentiou, 2000; Bayar, 2016c).

AB geçiş ekonomilerinde 1990'larda bankacılık sektörü yeniden yapılandırılmış, yeniden sermayelendirilmiş, özelleştirilmiş, sermaye piyasaları oluşturulmuş, bu değişimin gerçekleştirilebilmesi ve finansal aracılık ve finansal araçların işlevlerini tam olarak gerçekleştirebilmeleri için gerekli altyapının sağlanması amacıyla öncelikle geçişe yönelik şu temel reformlar uygulanmıştır: (i) tek banka sisteminin kaldırılması, merkez bankası ve ticari bankalarla iki kademeli bankacılık sistemlerinin uygulamaya konulması, (ii) ihtisas bankaları üzerindeki sektörel kısıtlamaların gevşetilmesi, (iii) lisanslama politikasının serbestleştirilmesi (çoğunluğu bankacılık işlem türleri için), (iv) özel bankaların faaliyet göstermelerinin kabul edilmesi ve kamu bankalarının özelleştirilmesi, (v) yabancı bankalara ve ortak girişimlere izin verilmesi ve (vi) yasal çerçevenin ve denetim sisteminin ayarlanması ve tanıtılması (Kulhánek vd., 2004).

1990'ların ortalarından AB'ye üye oldukları tarihe kadar dönüşümlerini tamamlayan geçiş ekonomilerinin finansal sistemlerinin gelişmişlik düzeyleri geçiş sürecinin başlangıcındaki dönemlerden AB'ye üye oldukları yıllara kadar ülke bazında gösterdikleri performanslar bakımından farklılıklar göstermelerine rağmen genel olarak artış göstermiştir. Tablo 2.3'te 1996'dan AB'ye üyeliklerinin kabul edildikleri 2004 yılına kadar Çekya, Estonya, Letonya, Litvanya, Macaristan, Polonya, Slovakya ve Slovenya'nın finansal gelişme düzeyleri yıllar itibarıyla yer almaktadır. Tabloda yıllar itibarıyla yer alan değerler finansal gelişme endeks değerleridir. IMF tarafından finansal gelişme düzeylerinin kapsamlı bir şekilde ölçülmesine yönelik hazırlanan finansal gelişme endeksinde finans kurumları ve finansal piyasalar derinliklerine, erişimlerine ve etkinliklerine göre Čihák vd. (2012) tarafından geliştirilen finansal sistem özellikleri matrisindeki metodolojiye göre hesaplanmakta, temel bileşenler

analizi ve ağırlıklı ortalamalara göre hesaplanan finans kurumları ve finansal piyasalar endeksleri aynı metodoloji ile birleştirilerek her bir ülke için ilgili yıllara göre tek bir finansal gelişme endeks değeri elde edilmektedir. 0 ile 1 arasında normalleştirilen finansal gelişme endeks değerleri 1'e yaklaştıkça finansal gelişme düzeyinin yükseldiğini, 0'a yaklaştıkça finansal gelişme düzeyinin düştüğünü ifade etmekte, ülkeler arası finansal gelişme düzeylerinin karşılaştırılmasına olanak tanımaktadır.

Tablo 2.3. AB Üyeliğine 2004 Yılında Kabul Edilen Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişme

	Çekya	Estonya	Letonya	Litvanya	Macaristan	Polonya	Slovakya	Slovenya
1996	0,361	0,196	0,117	0,112	0,299	0,371	0,201	0,387
1997	0,389	0,223	0,145	0,148	0,347	0,383	0,207	0,428
1998	0,344	0,215	0,126	0,161	0,367	0,352	0,235	0,447
1999	0,333	0,222	0,153	0,170	0,371	0,345	0,219	0,467
2000	0,382	0,234	0,176	0,171	0,403	0,409	0,216	0,429
2001	0,328	0,244	0,200	0,169	0,411	0,353	0,202	0,503
2002	0,342	0,262	0,202	0,200	0,426	0,300	0,238	0,491
2003	0,359	0,288	0,229	0,220	0,443	0,333	0,249	0,454
2004	0,397	0,270	0,261	0,236	0,443	0,374	0,257	0,526

Kaynak: IMF (2020).

Tablo 2.3'te 2004 yılında AB'ye üye olan sekiz geçiş ekonomisinin finansal gelişme düzeyleri incelendiğinde 1996 yılına kıyasla 2004 yılında sekiz geçiş ekonomisinin de finansal gelişme endeks değerlerinin yükseldiği görülmektedir. AB'ye üye oldukları 2004 yılı itibarıyla bu ülkeler arasında en gelişmiş finansal sisteme sahip ülke 0,526 endeks değeriyle Slovenya iken en az gelişmiş finansal sisteme sahip ülke 0,236 endeks değeri ile Litvanya'dır.

Tablo 2.4'te 2007 yılında AB'ye üye olan Bulgaristan ve Romanya ile 2013 yılında birliğe üye olan Hırvatistan'ın finansal gelişme düzeyleri yer almaktadır.

Tablo 2.4. AB Üyeliğine 2007 ve 2013 Yıllarında Kabul Edilen Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişme

	Bulgaristan	Romanya		Hırvatistan
1996	0,426	0,191	1996	0,239
1997	0,441	0,176	1997	0,272
1998	0,371	0,164	1998	0,271
1999	0,230	0,147	1999	0,282
2000	0,235	0,128	2000	0,308
2001	0,388	0,129	2001	0,324
2002	0,288	0,134	2002	0,349
2003	0,269	0,145	2003	0,363

	Bulgaristan	Romanya
2004	0,304	0,149
2005	0,323	0,192
2006	0,365	0,226
2007	0,430	0,263

	Hırvatistan
2004	0,405
2005	0,410
2006	0,477
2007	0,526
2008	0,471
2009	0,481
2010	0,484
2011	0,482
2012	0,495
2013	0,489

Kaynak: IMF (2020).

Tablo 2.4 incelendiğinde 1996 yılına kıyasla Bulgaristan ve Romanya'nın birliğe üye oldukları 2007 yılında ve Hırvatistan'ın birliğe üye olduğu 2013 yılında finansal sistemlerinin gelişmişlik düzeylerinin yükseldiği görülmektedir. AB'ye üye oldukları 2007 yılında Bulgaristan'ın finansal gelişmişlik düzeyinin Romanya'nın finansal gelişmişlik düzeyinden yüksek olduğu sırasıyla 0,43 ve 0,263 endeks değerleri ile anlaşılmaktadır. Hırvatistan'ın sahip olduğu finansal sistemin gelişmişlik düzeyi 1996 yılına kıyasla 2013 yılında artmış ve endeks değeri 0,239'dan 0,489'a yükselmiştir.

Bulgaristan'ın finansal gelişmişlik seviyesi yıllara göre incelendiğinde 1996'dan itibaren 2004 yılına kadar finansal sisteminin gelişmişlik düzeyinin kademeli olarak düşüş gösterdiği görülmektedir. Finansal sistemin gelişmişliğindeki bu düşüşün nedenleri arasında 1996-1997 yıllarında ortaya çıkan ciddi finansal kriz ve sonucunda iki büyük bankanın kapanması ve bankacılık sisteminin çökmesi, makroekonomik politikaların düzensizliği, piyasa ekonomisine geçişin geç başlaması ve geçişin ilk yıllarında ekonomik reformlardaki ilerlemenin yavaş olması gösterilebilir (Dünya Bankası, 2002).

Geçiş ekonomilerinin genel olarak finansal sistemleri, gelişmiş ülkelerdeki finans sektörlerinin boyutları ve derinlikleri ile karşılaştırıldıklarında halen nispeten daha küçük ve finansal piyasalar ve araçlar açısından tam olarak gelişmemiş durumdadırlar. AB geçiş ekonomilerinin finansal sistemleri piyasa temelli gelişme göstermekten ziyade banka temelli gelişme göstermiştir.

Literatürde geçiş ekonomilerinde finansal sistemin gelişimi ve ekonomik büyüme başta olmak üzere bu ekonomilerdeki finansal gelişmelerin diğer

makroekonomik değişkenler üzerinde etkilerini araştırmaya yönelik ampirik çalışmalar bulunmaktadır. 11 AB geçiş ekonomisinin finansal sistemleri ile ilgili yapılan bazı çalışmaların kapsamlarının ve bulgularının ortaya konması bu ekonomilerdeki finansal sistemlerin gelişmişlikleri ve etkinlik durumları hakkında bilgi vermesi açısından yararlı olacaktır. Bu nedenle, geçiş ekonomileri ile ilgili yapılan bazı çalışmalar ve ortaya koydukları sonuçlar aşağıda ana hatlarıyla açıklanacaktır.

Zdzienicka (2011), 11 AB geçiş ekonomisinde 2008'deki uluslararası finansal kriz sonrasında kredilerin gelişme dinamiklerini panel veri analizi ile incelemiş, 2008 krizinin başlangıcından önce daha büyük ve daha uzun süreli aşırı kredi hacmine sahip ülkelerin en fazla kredi daralmasını yaşadıklarını tespit etmiştir. Garcia (2012), 1995-2008 dönemi verileri ile 26 geçiş ekonomisinde finansal küreselleşmenin finansal gelişme üzerindeki etkisini dinamik panel veri modelini kullanarak analiz etmiş ve genel olarak finansal küreselleşmenin finansal sistemin büyüme süreci ile pozitif ilişkiye sahip olduğunu ancak bu ilişkinin finansal gelişme sağlanmadan pozitif ve anlamlı şekilde ortaya çıktığını tespit etmiştir.

Cojocar vd. (2016), Bağımsız Devletler Topluluğu'na (Commonwealth of Independent States, [CIS]) dahil 10 ülke ve Orta ve Doğu Avrupa'ya dahil 15 ülke olmak üzere toplam 25 eski komünist ülkede 1990-2008 dönemi için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Arellano-Bond Birinci-Fark GMM tahmincisini kullanarak panel veri analizi ile incelemişler, finansal piyasalarda etkinliğin ve rekabet gücünün ekonomik büyümeyi teşvik etmesi açısından piyasanın büyüklüğünden daha önemli olduğu sonucuna varmışlardır. Bayar (2016b), ekonomik özgürlük ile finansal ve ticari açıklığın AB'deki geçiş ekonomilerinin ekonomik büyümeleri üzerindeki etkisini panel veri analizi ile 1996-2012 dönemi için incelemiş, hem ekonomik özgürlüğün hem de ticari açıklığın ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisini tespit ederken finansal açıklığın ise ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkisinin olduğu sonucuna varmıştır.

Diğer bir çalışmada Bayar (2016c), AB geçiş ekonomilerinde hesap verilebilirlik, siyasi istikrar ve şiddetin / terörizmin yokluğu, hükümetin etkinliği, kamu yönetimi kalitesi, hukukun üstünlüğü kuralı ve yolsuzluğun kontrolü de dahil olmak üzere altı kamu yönetimi göstergesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini

2002-2013 dönemi için incelemiş, kalite dışındaki tüm yönetim göstergelerinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkilere sahip olduğunu göstermiştir. Bulgular, AB geçiş ekonomilerinde yolsuzluğun kontrolü ve hukukun üstünlüğü kuralının ekonomik büyüme üzerinde en büyük etkiye sahip olduğunu, siyasi istikrarın ise en düşük etkiye sahip olduğunu belirtmektedir (Bayar, 2016c). Bir başka çalışmada Bongini, Iwanicz-Drozdowska, Smaga ve Witkowski (2017), finansal piyasaların yabancı yatırımcılara açılması sonucu finansal gelişmenin 13 Orta, Doğu ve Güneydoğu Avrupa ülkesinin ekonomik büyümeleri üzerindeki etkilerini 1995-2014 dönemi için panel veri yöntemi ile incelemişler, çalışma bulguları sonucu yazarlar banka kredilerinin ve yabancılar tarafından sahip olunan bankaların ekonomik büyümeyi tartışmasız olarak pozitif etkilediği görüşüne karşı çıkmaktadırlar. Kalkınma bankaları geniş bir müşteri tabanını ya da KOBİ'ler veya yeni girişimciler gibi belirli müşteri türlerini hedefleyen çeşitlendirilmiş kapsam ve odaklanma ile ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmekte ancak analizi yapılan 13 Orta, Doğu ve Güneydoğu Avrupa ülkesinde bu tür bankaların sayısının ve görece büyüklüklerinin yeterli düzeyde olmaması özel sektöre verilen toplam kredilerin ekonomik büyümenin bir katalizörü olma işlevini neden yerine getiremediğini açıklayabilir (Bongini vd., 2017).

Stemmer (2017), 1994-2014 dönemi için 15 Doğu Avrupa ülkesinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi görünüşte ilgisiz regresyon (seemingly unrelated regresyon) sistemlerine ve ülkeye özgü yeniden örnekleme (bootstrap) kritik değerleri ile Wald testlerine dayanan nedensellik analizi ile incelemiş, finansal gelişmenin kişi başı GSYH'yi izlediği yani talep takipli hipotezin geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Diğer yandan Skare ve Porada-Rochon (2019), 1991-2017 dönemi verilerini kullanarak geçiş ekonomilerinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemiş, örneklemdaki geçiş ekonomileri ülkeleri için genel olarak finansal gelişmenin ekonomik büyüme için önemli olduğu ve arz-itaşlı hipotezin geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, bulgular finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin tek yönlü nedensellikten (Arnavutluk, Bosna Hersek, Belarus, Estonya, Makedonya, Türkiye) çift yönlü (Bulgaristan, Hırvatistan, Macaristan, Kazakistan, Letonya, Litvanya, Polonya, Romanya, Slovenya, Slovakya ve Ukrayna) ve spektral Granger nedenselliğe (Çek Cumhuriyeti istisnası dışında) kadar uzandığını göstermektedir (Skare & Porada-Rochon, 2019).

Bayar ve Gavriletea (2018), Dumitrescu ve Hurlin (2012) nedensellik testi ile 1996-2014 dönemi verilerini kullanarak 11 AB geçiş ekonomisinde finans kurumlarına ve finansal piyasalara erişimi içeren finansal erişim ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişler ve nedensellik analizi sonucu finansal piyasalara erişimden ekonomik büyümeye doğru tek taraflı bir nedenselliğin varlığını tespit etmişlerdir.

Bayar, Odabas, Sasmaz ve Ozturk (2018), 2003-2015 dönemi için 11 AB geçiş ekonomisinde panel eşbütünleşme ve nedensellik analizleri ile yolsuzluk ve hukukun üstünlüğü kuralının kayıt dışı ekonomi üzerindeki etkilerini incelemişler ve analizlerinin sonucu eşbütünleşme katsayıları kayıt dışı ekonominin boyutu ile yolsuzluk arasında bir etkileşimin, nedensellik analizi ise tüm yatay kesit birimlerinde yolsuzluğun kontrolü ile kayıt dışı ekonomi arasında çift yönlü nedenselliğin varlığını ortaya koymuştur. Bununla birlikte, sadece Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Polonya ve Romanya'da hukukun üstünlüğü kuralı ile kayıt dışı ekonomi arasında çift yönlü bir nedensellik varken, Hırvatistan, Estonya, Macaristan, Slovakya ve Slovenya'da hukukun üstünlüğü kuralından kayıt dışı ekonomiye doğru tek yönlü bir nedensellik vardır (Bayar vd., 2018).

Matei (2020), 11 AB geçiş ekonomisinin 1995-2016 döneminde finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini dinamik panel veri yöntemi ile araştırmış, finansal gelişmenin yalnızca kısa dönemde pozitif yönde etki yarattığı sonucuna varmıştır. Ayrıca, çalışmada özel sektöre verilen yurtiçi kredi oranı ile tespit edilen finansal gelişme düzeyinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi belirli bir eşik değere kadar pozitif yönde iken bu eşik değeri geçtikten sonra ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatife dönmektedir (Matei, 2020).

3. BÖLÜM: KAMU İÇ BORÇLANMASININ FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.1. FİNANSAL GELİŞMENİN BAŞLICA BELİRLEYİCİLERİ VE KAMU İÇ BORÇLANMASININ FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.1.1. Finansal Gelişmenin Başlıca Belirleyicileri

Finansal gelişmenin başta ekonomik büyüme olmak üzere diğer iktisadi değişkenler üzerinde ilgili literatürde ortaya konulan etkileri nedeniyle finansal gelişmenin belirleyicilerinin tespit edilmesi önem arz etmektedir. Bu kısımda kurumsal gelişmişlik, ekonomik büyüme, ticari ve finansal açıklık ile siyasi istikrarın finansal gelişme üzerindeki etkisine yönelik teorik ve ampirik literatüre yer verilmiştir.

3.1.1.1. Kurumsal Gelişmişlik

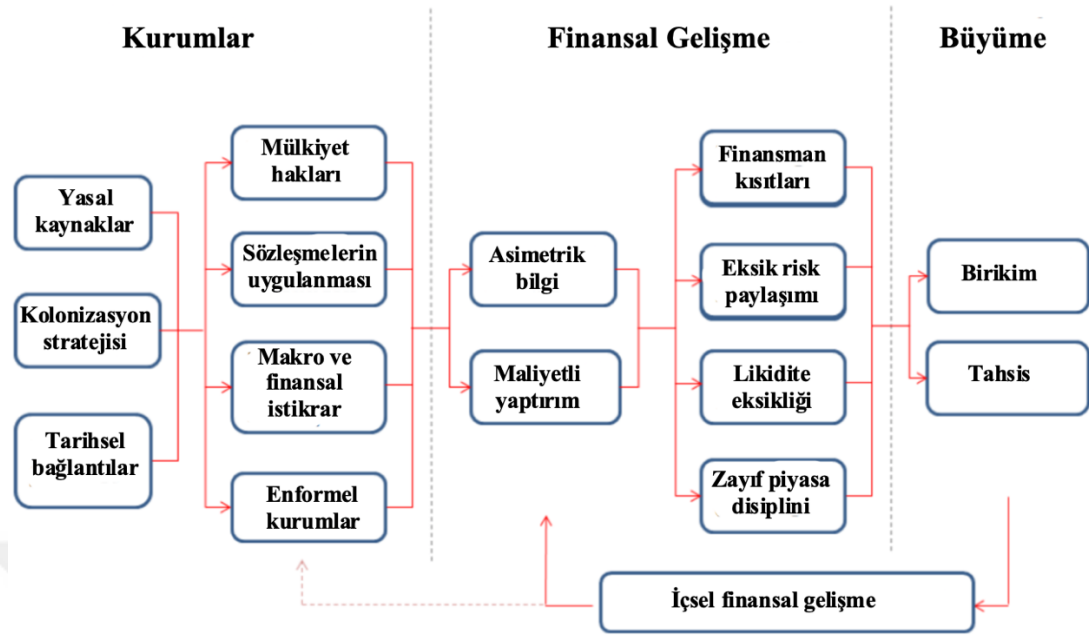
Finansal gelişmenin sağlanabilmesi için öncelikle finansal sözleşmeler gibi karmaşık ve riskli işlemlerde mülkiyet haklarını belirleyen ve sözleşmeleri uygulayan, dolayısıyla hileli davranışları kısıtlayan kurumsal yapıların varlığına gerek duyulmaktadır (North, 1989). Kurumların finansal gelişme üzerindeki rolüne ilişkin araştırmalar özellikle düzenleyici yasal ortamın finansal sistemin işleyişi üzerindeki etkilerine yönelik ortaya çıkmaktadır. Mülkiyet haklarının korunmasını, sözleşmelerin icrasını ve muhasebe uygulamalarının sağlıklı bir şekilde yürütülmesini içeren yasal ve düzenleyici sistem finansal gelişmenin sağlanmasının temel şartı olarak değerlendirilmektedir (Huang, 2010, s. 3). Pagano ve Volpin (2001), Rajan ve Zingales (2003) ve Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2003) yaptıkları çalışmalarda kurumsal gelişmişliğin finansal gelişmenin sağlanmasında önemli rol oynadığını vurgulamaktadırlar.

Acemoğlu, Johnson ve Robinson (2001), misafirperver olmayan bir çevre ile ilişkilendirilen, genellikle çıkarıcı sömürgeciler (extractive colonizers) olarak adlandırılan sömürgecilerin küçük bir elit gruba ayrıcalık tanıyan ve olanak dahilinde özel mülkiyet haklarını göz ardı eden kurumlar kurmayı amaçladıklarını, yerleşimci sömürgeciler olarak adlandırılan sömürgecilerin ise daha elverişli ortamlarda özel mülkiyeti destekleyen ve devletin gücünü dengeleyen kurumlar oluşturmalarının mümkün olduğunu iddia etmektedirler. Acemoğlu vd. (2001)'nin ortaya attıkları

Yerleşimci Ölüm Haddi Hipotezi (Settler Mortality Hypothesis)'nin kapsamını Beck vd. (2003) finansal gelişmeyi de içine alarak genişletmişler, çıkarıcı sömürge ortamındaki (extractive environment) kurumlar finansal gelişmeyi engelleme eğilimindeyken, yerleşimci kolonilerdeki (settler colonies) kurumlar ise finansal gelişmeyi destekleyici niteliktedirler.

Fernández ve Tamayo (2015), finansal gelişmenin sağlanabilmesinde önem dereceleri yüksek siyasi ve ekonomik kurumları işlevlerine göre dört gruba ayırmışlardır: (i) Mülkiyet haklarının sağlanmasını garanti altına almak için tasarlanmış kurumlar, (ii) sözleşmelerin uygun biçimde uygulanmalarını garanti altına almak için tasarlanmış kurumlar, (iii) istikrarlı bir makroekonomik ortamı sağlamak amacıyla belirlenen finansal politikaların ve para politikalarının uygulanmalarını garanti altına almak için tasarlanmış kurumlar ve (iv) sosyal normlar ve diğer enformel kurumlar. Mülkiyet haklarının korunmasına yönelik kurumlar asimetrik bilginin (örneğin ters seçim) ve asimetrik pazarlık gücünün (azınlık kontrol hissedarları vb., tekелci tüketiciler vb.) negatif sonuçlarını azaltmayı amaçlayan yasal bir çerçeve şeklini almakta, sözleşmelerin uygulanmalarını garanti altına almak için tasarlanmış kurumlar bağımsız bir adli sistemi ve aynı zamanda mümkün olan minimum miktarda formalizmi içermekte, makro ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla tasarlanmış kurumlar belirlenen istikrar politikalarının uygulanmalarında rol almakta ve son olarak enformel kurumlar insanların risklere ve menfaatlere karşı güvenlerini ve tutumlarını belirleyebilmekte, bu da onların finansal sistem içerisine katılımlarını ve finansal araçları göreceli kullanımlarını açıklamaya yardımcı olmaktadır (Fernández & Tamayo, 2015). Şekil 2.4'te kurumlar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi toplu halde yer almaktadır.

Şekil 3.1. Kurumlar, Finansal Gelişme ve Büyüme



Kaynak: Fernández ve Tamayo (2015).

Claessens ve Laeven (2003), mülkiyet haklarının garanti altına alınması nedeniyle artan varlık dağılımının sektörel katma değerdeki büyüme üzerinde daha büyük finansal gelişmeden kaynaklanan finansmana erişimin iyileştirilmesine eşit bir etkiye sahip olduğuna işaret etmektedirler. Ortalama olarak daha yüksek derecede yasal ve kurumsal gelişmişliğe sahip finansal sistemler, yasal ve kurumsal gelişmişlikleri görece düşük olan sistemlere göre finansal serbestleşmeden daha fazla fayda sağlamaktadırlar (Chinn & Ito, 2006).

Gazdar ve Cherif (2014), MENA ülkelerinde 1984-2007 dönemi verilerini kullanarak panel veri ve araç değişken yöntemleri ile kurumsal kalite ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi analiz etmişler, kurumsal kalitenin finansal gelişme üzerinde güçlü pozitif yönde etkisinin olduğunu, kurumsal kalitenin bankacılık sektörü ile ilişkisinin hisse senedi piyasasına göre daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Law ve Azman-Saini (2008), panel veri analizi ile 1996-2004 dönemi için 63 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin kurumsal kaliteleri ile finansal gelişmeleri arasındaki ilişkiyi incelemişler, kurumsal kalitenin artmasının finansal gelişme üzerinde pozitif etkisinin olduğu ve özellikle özel sektör kredilerinin kullanıldığı bankacılık sektörünün gelişimini önemli ölçüde arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

3.1.1.2. Ekonomik Büyüme

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisini ortaya koyan ve bu etkileri açıklayan çok sayıda çalışma vardır. Diğer taraftan, literatürde finansal gelişmenin ekonomik büyüme sonucu ortaya çıktığını yani ekonomik büyümenin finansal gelişmenin belirleyicileri arasında olduğunu savunan çalışmalar da mevcuttur. Robinson (1952), finansal hizmet talebinin ekonomik gelişme kaynaklı olduğunu, ekonomik büyüme sonucu finansal gelişmenin gerçekleşeceğini savunmaktadır. Patric (1966)'in ortaya koyduğu “talep takipli” hipotez de ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğunu ileri sürmektedir. Diğer bir deyişle, reel ekonomi büyüdükçe finans sektörüne olan talebin artacağı, artan finansal hizmet talebinin finans sektörünün de büyümesine yani finansal gelişmeye neden olacağı düşünülmektedir. Gurley ve Shaw (1967) ve Jung (1986) da finansal gelişmenin ekonomik büyümenin bir sonucu olarak ortaya çıktığını savunmaktadırlar.

Berthelemy ve Varoudakis (1996), finans sektörü ile reel sektör arasındaki etkileşimi içsel büyüme modeli çerçevesinde inceleyerek çoklu kararlı dengenin (multiple steady-state equilibrium) ortaya çıkabileceğini, finans sektörünün sermaye verimliliği üzerindeki pozitif yöndeki etkisi ile ekonomik büyümenin finans sektörü üzerindeki destekleyici etkisini ortaya koyarak finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir ilişkinin varlığını savunmuşlardır. Greenwood ve Smith (1997), içsel büyüme modeli çerçevesinde inceledikleri finansal piyasaların gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki çift yönlü etkileşime ilişkin şu sonuçları ortaya koymaktadırlar: (i) Piyasa oluşumu içseldir ve piyasa oluşumunun maliyetleri reel sektörün gelişmesi yani ekonomik büyüme sonucu karşılanabilir; (ii) Piyasa oluşuktan sonra tasarrufların kompozisyonunu değiştirmesi, sermayenin etkin dağılımını sağlaması ve uzmanlaşmayı teşvik etmesi sonucu ekonomik büyümeyi artırır; (iii) Piyasada hizmetleri sağlayanlar arasında oluşan rekabet ise piyasa katılımcılarının piyasanın etkin işlediğine ilişkin algılarının şekillenmesine yol açar.

Arestis ve Demetriades (1997), Almanya ve ABD’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1979-1991 yıllarını kapsayan çeyrek dönemlik verileri kullanarak zaman serisi analizi ve Johansen eşbütünleşme testleri ile incelemeleri neticesinde Almanya’da finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşırlarken ABD’de ise ekonomik büyümenin finansal

gelişmeyi pozitif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Bangake ve Eggoh (2011), 1960-2004 dönemini kapsayan ve vektör hata düzeltme modelini (VECM) kullanarak düşük gelir, orta gelir ve yüksek gelir grubuna ayırdıkları toplam 71 ülke üzerinde yaptıkları analiz sonucu finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin varlığını teyit etmişler, yüksek gelir grubuna dahil ülkelerde uzun dönemde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru nedensellik ilişkisini yani ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi pozitif yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır.

3.1.1.3. Ticari ve Finansal Açıklık

Küreselleşme olgusu ile birlikte ticari ve finansal açıklığın finans sektörünün gelişmesindeki önemi giderek artmaktadır. Kavramsal olarak ticari açıklık, bir ekonominin ticarete dışa yönelimini sürdürme derecesi olarak tanımlanabilir (Fuji, 2019). Diğer bir deyişle, mal ve hizmetlerin uluslararası serbest dolaşımının sağlanması amacıyla gümrük vergileri gibi engellerin kaldırılmasını ifade eder. Finansal açıklık ise geniş anlamda bir ülkenin finansal piyasalarının diğer ülkelere açıklığı olarak tanımlanmaktadır (Yu, 2011). Ticari açıklık artan belirsizlik, gelir oynaklığı, dış rekabet ve yerel ekonominin dış şoklara daha fazla maruz kalması olasılığı nedeniyle finans kurumları aracılığıyla sigorta ve riski çeşitlendirme ihtiyacını arttırarak finansal gelişmeye katkıda bulunmaktadır (Newbery & Stiglitz, 1984; Beck, 2002; Svaleryd & Vlachos, 2012). Finansal açıklığın arttırılması finansal sistemin işleyişini ve finansal hizmet kalitesini iyileştirmek suretiyle sermayenin tahsisinde etkinliği yükselterek finansal gelişmeye katkıda bulunmaktadır (Claessens, Demirgüç-Kunt, & Huizinga, 1998; Levine, 2001).

Rajan ve Zingales (2003), ticari açıklık, finansal açıklık ve finansal gelişme arasındaki ilişkinin teorik çerçevesini “eşzamanlı açıklık hipotezi (the simultaneous openness hypothesis)” ile ortaya koymuşlardır. Eşzamanlı açıklık hipotezi, piyasalarda faaliyet gösteren mevcut yerleşik firmaların finans sektörünün gelişmesine yeni firmaların finansmana erişimlerini arttırarak kolaylaştırması ve yeni firmaların piyasalara girmeleri ile rekabetin artarak kârların düşecek olması nedeniyle karşı çıkacaklarını iddia etmekte, bu nedenle ekonomide aynı anda ticari ve finansal açıklık sağlandığında mevcut firmaların finansal gelişmeye olan muhalefetlerinin onların da yüksek kârlar elde etmeleri için yeni fırsatlar sunacağından dolayı azalacağını

belirtmektedir (Rajan & Zingales, 2003). Ayrıca Rajan ve Zingales, ortaya koydukları hipotez ile ticari ve finansal açıklığın aynı anda gerçekleşmesinin finansal gelişme için gerekli olduğunu savunmaktadırlar. Diğer yandan artan açıklık finansal bulaşmayı, krizlerin sıklığını ve şiddetini arttırarak finans sektörünün gelişimini etkileme potansiyeline sahiptir (Bayar, Akyuz, & Erem, 2017). Sadece ticari açıklığın sağlanması daha fazla kredi sübvansiyonları ve dolayısıyla finans sektörünün baskı altında kalması ile sonuçlanırken sadece finansal açıklığın sağlanması ise iç piyasada faaliyet gösteren büyük firmaların dış finansmana erişimlerini sağlarken yurtiçi küçük ve yeni kurulan firmaların yabancı sermaye piyasalarına erişimini kısıtlamaktadır (Rajan & Zingales, 2003; Ajayi & Aluko, 2019).

Baltagi, Demetriades ve Law (2009), eşzamanlı açıklık hipotezinin geçerliliğini gelişmiş ve gelişmekte olan ülke grubu verilerini kullanarak dinamik panel veri yöntemi ile analiz etmişler ve her iki tür açıklığın da bankacılık sektörünün gelişiminin istatistiksel olarak önemli belirleyicileri olduklarını, eşzamanlı açıklık hipotezinin sadece kısmen geçerli olduğu sonucuna varmışlardır. Hanh (2010), 1994-2008 dönemi için 29 Asya ülkesinde finansal gelişme, ticari açıklık ve finansal açıklık arasındaki ilişkiyi Pedroni eşbütünleşme tekniği ve GMM tahmincisini kullanarak incelemiş, ticari açıklık ile finansal gelişme ve finansal açıklık arasında çift yönlü nedenselliğin varlığını, finansal gelişme ile finansal açıklık arasındaki ilişkinin ise farklı ölçülere göre heterojen olduğunu tespit etmiştir.

Luo, Zhang ve Zhu (2016), Çin'in 30 ilinde ticari ve finansal açıklığın finansal gelişme üzerindeki etkisini 2000-2009 dönemine ait verileri kullanarak panel veri analizi ile incelemişler, ticari ve finansal açıklığın finansal etkinlik üzerinde pozitif etki yarattığı fakat finansal gelişmenin boyutu üzerinde negatif etki gösterdiği sonucuna varmışlardır. Bayar vd. (2017), Westerlund ve Edgerton (2007)'un eşbütünleşme testi ve Dumitrescu ve Hurlin (2012)'in nedensellik testi ile 1996-2014 döneminde 9 Orta ve Doğu Avrupa ülkesinde ticari ve finansal açıklık ile finansal gelişme arasındaki etkileşimi araştırmışlar, açıklığın finansal gelişmeyi uzun dönemde pozitif yönde etkilediğini ve finansal açıklıktan finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedenselliğin varlığını ortaya koymuşlardır.

Ashraf (2018), gelişmekte olan ekonomilerde ticari ve finansal açıklığın bankaların gelişimi üzerindeki etkisini 2000-2012 dönemi için 37 gelişmekte olan

ülkeden 287 bankanın panel veri setini kullanarak incelemiş, yüksek ticari açıklığın işlem hacmini arttırarak bankaların kredi maliyetlerini ve risklerini düşürerek bankaların gelişimi üzerinde pozitif etkisinin olduğu ancak finansal açıklığının bankaların gelişimi üzerindeki rolünün sınırlı olduğu sonucunu çıkarmıştır. Ajayi ve Aluko (2019), Rajan ve Zingales (2003)'in eşzamanlı açıklık hipotezinin Nijerya'da geçerliliğini 1990-2015 dönemi verilerini kullanarak zaman serisi analizi ile araştırmışlar, eşzamanlı olarak ticari ve finansal açıklığın artmasının bankacılık sektörünün ve hisse senedi piyasasının gelişimini sınırladığını, ticari açıklığın bankacılık sektörünün ve hisse senedi piyasasının gelişimi için finansal açıklıktan daha faydalı olduğunu ve bu nedenle Nijerya'da eşzamanlı açıklık hipotezinin geçerli olmadığını tespit etmişlerdir.

3.1.1.4. Siyasi İstikrar

Siyasi istikrar, belirsizliği azaltması nedeniyle yatırımcıların politikaların aniden tersine döneceğine yönelik kaygılarının ortadan kalkmasını sağlayarak yatırımcılara uygun bir ortam sağlar ve yatırımcıların yatırım yapmalarını teşvik eder (Ben Ali & Krammer, 2016). Siyasi istikrar, finansman talebini arttıran ve finansal sistemi daha da derinleştiren uzun vadeli yatırımları ve ekonomik kalkınmanın tüm aşamalarında finansal gelişmeyi teşvik etmektedir (Atanga Ondo & Seabrook, 2020). Yönetim ile ilgili temel sorunların çözüldüğü ve dolayısıyla siyasi istikrarın sağlandığı bir ülkede devlet, finansal gelişmenin belirleyicileri arasında olan kurumların geliştirilmelerine daha fazla yönelerek finansal gelişmişlik düzeyinin yükselmesine daha fazla katkı sağlayabilmektedir (Franks, Mayer, & Rossi, 2009; Roe & Siegel, 2011). Ayrıca, iktisadi aktörlerin devletin siyasi istikrarı sağlama konusundaki inandırıcı taahhütlerine olan güvenlerinin artması ve etkin bir devlet yönetimi, piyasa başarısızlıklarının azalmasına ve dolayısıyla finansal gelişmenin gerçekleşmesine pozitif yönde etki etmektedir (Frankel, 2003; Kim, Wu, & Lin, 2017). Siyasi istikrarın finansal gelişme üzerindeki etkisine yönelik literatürde yer alan ampirik çalışmalar genel olarak siyasi istikrarın finansal gelişmeyi desteklediğini göstermektedir.

Outreville (1999), yatay kesit analizi ile 1988-1990 dönemi verilerini kullanarak 57 gelişmekte olan ülkede finansal gelişme düzeyi ile farklı gelişme düzeylerini yansıtan sosyo-ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiş, beşerî sermaye seviyesi ve sosyo-politik istikrarın finansal gelişme düzeyini

belirleyen önemli faktörler olduğunu tespit etmiştir. Girma ve Shortland (2008), yaptıkları çalışmada 1975-2000 yılları arasında panel veri analizi ile 41 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye ilişkin verileri kullanarak demokrasi özelliklerinin ve rejim değişikliklerinin finansal gelişme üzerindeki etkisini araştırmışlar, siyasi istikrarın ve demokrasinin demokratik rejimlerin sağladığı ek faydalarla birlikte finansal gelişmeyi teşvik ettiği sonucuna ulaşmışlardır.

Roe ve Siegel (2011), siyasi istikrarsızlık ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi 1965-2003 yılları arasında siyasi istikrar ve finansal gelişmeye dair göstergeleri oluşturdukları araç değişken modeli çerçevesinde panel veri analizi ile incelemişler, siyasi istikrarsızlığın finansal gelişmeyi engellediği ve ülkeler arasındaki finansal gelişme düzeylerindeki farklılıkların ana belirleyicisinin finansal istikrarsızlıklar olduğu sonucuna varmışlardır. Compos, Karanasos ve Tan (2012) 1896-2000 dönemi verilerini kullanarak zaman serisi analizi ile Arjantin’de siyasi istikrarsızlık ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki çift yönlü bir ikilem olarak etkisini incelemişler, siyasi istikrarsızlıkların ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediğini, finansal gelişmenin kısa dönemde ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilemesine rağmen uzun dönemde pozitif yönde daha geniş şekilde etkilediğini, siyasi istikrarsızlığın negatif etkilerinin finansal gelişmenin pozitif etkilerinden fazla olabileceğini ve bir bütün olarak net etkinin ekonomik büyüme üzerinde negatif yönde olabileceğini ortaya koymuşlardır.

Zahra, Vaheed, Mahmood ve Rafique (2017) çalışmalarında siyasi istikrarsızlığın Pakistan’ın finansal gelişimi üzerindeki etkisini 1972-2011 yılları arasında araştırmışlar, siyasi istikrarsızlığın finansal gelişme üzerinde negatif, yasal koruma ve kişi başı gelir düzeyinin ise finansal gelişme üzerinde pozitif yönde ve anlamlı etkilerinin olduğunu ortaya koymuşlardır. Çalışkan (2019), Türkiye’de siyasi istikrarın finansal gelişme üzerindeki etkisini 1970-2017 dönemine ait verileri kullanarak Granger nedensellik testi ile incelemiş, siyasi istikrar ile finansal gelişme arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını ortaya koyarak finansal gelişmeden siyasi istikrara doğru bir nedenselliğin olduğunu tespit etmiştir.

Atanga, Ondo ve Seabrook (2020), 2002-2017 dönemi için aralarında 32 yüksek ve 88 düşük gelirli ülkenin de bulunduğu 120 ülkeden oluşan küresel bir örneklemden elde edilen verileri kullanarak dinamik ortak korelasyonlu ortalama

(dynamic common correlated mean) grup tekniği ile yönetim kalitesi ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi araştırmışlar, siyasi istikrarın varlığının ve şiddetin olmamasının finansal gelişmeyi pozitif yönde etkilediği, hesap verilebilirliğin ve hükümetin etkinliğinin finansal gelişme ile negatif ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, yönetim kalitesinin finansal gelişme üzerindeki etkisi yüksek gelirli ülkelerde düşük gelirli ülkelere göre daha yüksektir (Atanga, Ondoa, & Seabrook, 2020).

3.1.2.Kamu İç Borçlanması Finansal Gelişme Üzerindeki Etkisi

Bu çalışmanın temel amacı, kamu iç borçlanması finansal gelişme üzerindeki etkisini AB geçiş ekonomileri örneğinde araştırmaktır. Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile işçi dövizleri kontrol değişkenleri olarak çalışmaya dahil edilmiştir.

3.1.2.1. Teorik Literatür İncelemesi

Kamu borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki etkisine yönelik “güvenli varlık (safe asset)” ve “tembel banka (lazy bank)” olmak üzere iki görüş öne sürülmüştür. Güvenli varlık yaklaşımı, finansal piyasalarda kredi riski ve likidite açısından en güvenli varlık olarak değerlendirilen kamu borcunun finansal aracılığı kolaylaştırdığını ve finansal piyasalarda istikrarı arttırdığını, dolayısıyla finansal gelişmeye katkı sağladığını öne sürmektedir (Kumhof & Tanner, 2005). Diğer yandan, tembel banka yaklaşımı, artan kamu borçlarının finansal sistemi yavaşlatarak ve etkinliğini düşürerek finans sektörünün gelişimini negatif etkilediğini ileri sürmektedir (Hauner, 2009). Ayrıca, borç piyasalarında kamu sektörünün payının artması, finansal sistemin fonları alternatifler arasında en verimli yatırımlara yönlendirme işlevine zarar verebilmektedir. Dolayısıyla, her iki görüş tarafından ortaya konan etkiler, kamu borçlanma düzeyi ve finansal sisteme özgü özelliklere bağlı olarak değişkenlikler gösterebilmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişlerinin bir yandan finansal piyasalardaki fonları arttırarak finansal gelişme üzerinde pozitif, diğer yandan da yerel finansal piyasalara rakip olarak finansal gelişme üzerinde negatif etkileri olabilmektedir (Levine, 1997; Desbordes & Wei, 2017). İşçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisi, işçi dövizlerinin finansal piyasalarda mı yoksa finans

sektörüne karşı alternatif bir finansman aracı olarak mı kullanıldığına bağlı olarak değişmektedir. (Gupta vd., 2009; Giuliano & Ruiz-Arranz, 2009).

3.1.2.2. Ampirik Literatür İncelemesi

Finansal gelişmenin ekonomik etkileri araştırmacıları finansal gelişmenin belirleyicilerini araştırmaya yönlendirmiştir. Söz konusu çalışmalar genel olarak kurumsal gelişme, gelir düzeyi, ekonomik büyüklük, ekonomik büyüme, yatırım, enflasyon, ticari ve finansal serbestleşme, nüfus, toplumların etnik özellikleri ile coğrafik etkenlerin finansal gelişme üzerindeki etkisine odaklanmışlardır (örneğin bkz. Shaw, 1973; McKinnon, 1973; Greenwood & Jovanovic, 1990; Levine, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997; Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998; Acemoglu vd., 2001; Bekaert, Harvey, & Lumsdaine, 2002; Stulz & Williamson, 2003; Beck vd., 2003; Do & Levchenko, 2004; Levine, 2005; Chinn & Ito, 2006; Malik & Temple, 2009; Baltagi vd., 2009; Huang, 2010; Naceur, Cherif, & Kandil, 2014; Abubakar & Kasim, 2018; Ibrahim & Sare, 2018; Marvasti & Razzaghi, 2020). Bununla birlikte sınırlı sayıda araştırmacı kamu sektörü borçlanmasının finans sektörünün gelişimi üzerindeki etkisini araştırmışlar, tembel banka ve güvenli varlık görüşlerini destekleyen karışık bulgulara ulaşmışlardır (örneğin bkz. Hauner, 2009; Ismihan & Ozkan, 2012; Altayligil & Akkay, 2013; İlgün, 2016). Diğer yandan, görece daha fazla araştırmacı kamu sektörü borçlanmasının bankalar tarafından verilen özel sektör kredileri üzerindeki etkisini araştırmışlar ve dışlama etkisi hipotezini destekleyen bulgulara ulaşmışlardır (örneğin bkz. Caballero & Krishnamurthy, 2004; Emran & Farazi, 2008, 2009; Hauner, 2009; Bua, Pradelli, & Presbitero, 2014; Ayadi, Arbak, Naceur, & Groen, 2015; Benayed & Gabsi, 2020).

İlgili ampirik literatürde Hauner (2009), gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinin de içerisinde yer aldığı 73 ülkede kamu sektörü borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki etkisini eşik regresyon analizi ile analiz etmiş ve kamu sektörü borçlanmasının (paneldeki ortalama kamu borçlanması) belirli bir eşik değere kadar finansal gelişmeyi pozitif yönde etkilediğini (panel için %10) ortaya koymuştur. Bununla birlikte İlgün (2016), eşbütünleşme analizi yoluyla 18 gelişmekte olan ülke için aynı bağlantı noktasını araştırmış ve devlet borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki negatif uzun dönemli etkisini ortaya çıkarmıştır. Altayligil ve Akkay (2013), eşbütünleşme yaklaşımı ile yükselen piyasa ekonomileri arasında yer alan

Türkiye ekonomisi için kamu borçlanması finansal gelişme üzerindeki etkisini araştırmışlar ve İlgün (2016) ile aynı bulgulara ulaşmışlardır. Hauner (2009), farklı bir metodolojik yaklaşım kullanmış ve kamu kesimi borçlanması belirli bir eşik seviyesinden sonra ortaya çıkan finansal gelişme üzerindeki negatif yöndeki etkisini ortaya koymuştur. Bununla birlikte Altaylıgil ve Akkay (2013) ile İlgün (2016) de yükselen ekonomiler için benzer metodolojiyi kullanarak aynı bulgulara ulaşmışlardır.

Kamu borçlanması finansal gelişme üzerindeki etkisini araştırdığı ilk analizlerinden birinde Hauner (2009), gelişmekte olan veya yükselen piyasa ekonomileri içerisinde yer alan 73 ekonomide kamu sektörü borçlanması finansal gelişme üzerindeki etkisini finansal gelişmeyi temsilen bankacılık sisteminin likit yükümlülüklerini ve toplam banka kredilerini vekil değişkenler olarak tayin ederek 2001-2003 dönemine ait ortalama veriler ile 1980-1982 ve 2002-2004 dönemlerine ait ortalama veriler arasındaki değişimleri regresyon analizi ile incelemiş, kamu sektörü borçlanması finansal gelişme üzerindeki etkisinin kamu borçlanma düzeyine bağlı olarak değiştiğini ortaya koymuştur. Belirli bir eşığe kadar (burada GSYH'nin %10'u) kamu sektörü borçlanması finansal gelişmeyi pozitif yönde etkilemekte ancak eşik seviyesinden yüksek kamu borçlanması finansal gelişmeyi negatif yönde etkilemektedir. Dolayısıyla optimal kamu borçlanması finansal gelişmeyi desteklemekte, ancak çok fazla kamu borçlanması ise finansal sistemin gelişimine zarar vermektedir. Ek olarak belirtmek gerekirse, Hauner (2009) tarafından yapılan banka seviyesi analizi genel olarak kamu borçlanma araçlarına yatırım yapan bankaların görece daha kârlı ancak belirli bir eşik seviyesinden sonra (burada GSYH'nin %10'u) bankaların daha az verimli olduklarını ortaya koymuştur.

Ismihan ve Ozkan (2012), kamu borçlanması finans sektörünün gelişimi üzerindeki etkisini öngörmek amacıyla teorik bir model geliştirmişlerdir. Bu bağlamda teorik model, kamu sektörünün finansal sistemde baskın bir aktör olması durumunda kamu borçlanmasındaki artışın finansal piyasalarda özel sektörü dışlayarak finans sektörünün gelişimini negatif yönde etkileyeceğini öngörmektedir. Öte yandan Altaylıgil ve Akkay (2013), 2002-2012 dönemi için Levine (2002) endeksi ile Türkiye'de kamu borcunun finans sektörünün gelişimi üzerindeki etkisinin eşbütünleşme analizi ile incelemişler ve kamu iç borçlanması finansal gelişme üzerinde negatif etkisinin olduğu sonucuna varmışlardır. İlgün (2016), 1987-2013

dönemi için 18 yükselen piyasa ekonomisinde kamu borçlanması finansal gelişmeye olan uzun dönemdeki etkisini geniş para tanımını, bankalar tarafından verilen kredileri, finans kurumlarını, borsanın toplam değerini ve hisse senedi piyasasının kapitalizasyonunu içeren ve finansal gelişmeyi temsil eden bir endeks kullanarak ikinci nesil eşbütünleşme testi ile araştırmıştır. Analiz sonuçları devlet borçlanması uzun dönemde finansal gelişmeyi negatif yönde etkilediğini ortaya koymuştur (İlgün, 2016).

İlgili literatürde bazı araştırmacılar, kamu borçlanması özel borçlanma üzerindeki dışlayıcı etkisine odaklanmışlar ve kamu borçlanması yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ekonomilerde özel borçlanma üzerindeki dışlayıcı etkilerini farklı metodolojik yaklaşımlar ile ortaya çıkarmışlardır.

Bu bağlamda Emran ve Farazi (2008), gelişmekte olan 25 ülkede kamu borçlanması yerli bankalar tarafından özel sektöre verilen özel krediler üzerindeki etkisini incelemişler ve kamu borçlanması bankaların verdikleri özel krediler üzerinde bir dışlama etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Dolayısıyla bulguları tembel banka görüşünü desteklemektedir. Hauner (2009) ayrıca, 2001-2003 dönemine ait ortalama veriler ile 1980-1982 ve 2001-2003 dönemlerine ait ortalama veriler arasındaki değişimleri regresyon analizi ile 73 gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomileri için kamu borçlanması özel sektör borçlanması üzerindeki etkisini araştırmış ve kamu borçlanması dışlama etkisinin özel sektöre verilen krediler üzerinde varlığını ortaya çıkarmıştır.

Emran ve Farazi (2009), gelişmekte olan 60 ülke için benzer bir çalışma yapmışlar ve aynı sonuçlara ulaşmışlardır. Ali, Ahmet ve Rahman (2016), Pakistan'da 1972-2015 döneminde kamu borçlanması özel sektöre verilen krediler üzerindeki etkisini ARDL yaklaşımı ile araştırmışlar ve kamu borçlanması özel borçlanma üzerindeki negatif etkisini ortaya koymuşlardır. Janda ve Kravtsov (2017), 1955-2014 döneminde Orta ve Doğu Avrupa, Balkan ve Baltık bölgelerindeki 26 ülkede kamu iç borçlanması finansal gelişme, özel sektöre verilen krediler ve banka performansları üzerindeki etkilerini regresyon analizi ile araştırmışlar ve kısa dönemde kamu borçlanması özel sektöre verilen krediler üzerindeki dışlama etkisinin varlığını ve kısa dönemde bankacılık sektörünün etkinliği üzerinde pozitif etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer bir çalışmada Benayed ve Gabsi (2020), geleneksel ve

dinamik regresyon analizleri ile 2000-2010 döneminde 20 düşük gelirli Sahra Altı Afrika ülkesinde kamu iç borçlanması ile özel sektöre verilen banka kredileri üzerindeki etkisini araştırmışlar ve kamu iç borçlanması ile özel sektöre verilen banka kredileri arasında ters U ilişkisinin varlığını ortaya çıkarmışlardır. Kamu iç borçlanması GSYH'nin %52'sine kadar bankalar tarafından özel krediler üzerinde dışlayıcı bir etkiye sahiptir (Benayed & Gabsi, 2020).

Ampirik literatürde araştırmacıların çoğu finans sektörünün doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri üzerindeki etkisini araştırmış, ancak sınırlı sayıda araştırmacı doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisine odaklanmış ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişlerinin finansal gelişme üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir (Abzari, Zarei, & Esfahani, 2011; Sahin & Ege, 2015; Gebrehiwot, Esfahani, & Sayin, 2016; Henri, Luc, & Larissa, 2019).

Diğer taraftan, işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisine ilişkin ampirik literatür genel olarak işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur (örneğin bkz. Gupta vd., 2009; Demirgüç-Kunt, Córdova, & Pería, 2011; Aggarwal, Demirgüç-Kunt, & Pería, 2011; Shahzad, Rehman, Abbasi, & Zakaria, 2014; Kakhkharov, 2014; Williams, 2016; Karikari, Mensah, & Harvey, 2016). Bununla birlikte, nispeten daha az sayıda araştırmacı işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerinde negatif yönde veya önemsiz bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir (örneğin bkz. Brown, Carmignani, & Fayad, 2013; Kumar, 2013; Githaiga & Kabiru, 2014; Bhattacharya, Inekwe, & Paramati, 2018; Polat, 2018; Olayungbo & Quadri, 2019).

3.2. EKONOMETRİK MODEL

Çalışmada kamu iç borçlanması ile birlikte doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Bu kapsamda, Dumitrescu ve Hurlin (2012) ile Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testleri ile değişkenler arasındaki nedensellik, uzun dönemde kamu iç borçlanması ile finans sektörünün gelişimi üzerindeki etkisi ise Westerlund ve Edgerton (2008) eşbütünleşme testi ile analiz edilmiştir.

Çalışmanın temel amacı, kamu sektörü iç borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki etkisini analiz etmektir. Finansal gelişmenin belirleyicileri ile ilgili literatürde doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisini araştıran sınırlı sayıda çalışma olması nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ve işçi dövizleri kontrol değişkenler olarak analizlerde kullanılmıştır.

Modelde finansal gelişme (FINGEL), IMF tarafından geliştirilen finansal gelişme endeksi ile, kamu sektörü iç borçlanması (KSIB) Dünya Bankası tarafından hazırlanan Küresel Gelişme Veritabanı'nda (GFDD) erişime sunulan mevduat bankaları tarafından kamu ve kamu iktisadi teşebbüslerine verilen kredilerin GSYH'ye oranı ile, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri (DYSY) Dünya Bankası'nın Dünya Kalkınma Göstergeleri'nden (World Development Indicators) doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişlerinin GSYH'ye oranı ile, işçi dövizleri (ISDV) ise Dünya Bankası'nın Küresel Gelişme Göstergeleri'nden alınan işçi dövizlerinin GSYH'ye oranı ile temsil edilmiş ve aşağıdaki ekonometrik model oluşturulmuştur:

$$FINGEL_{it} = \alpha_0 + \beta_1 KSIB_{it} + \beta_2 DYSY_{it} + \beta_3 ISDV_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Kamu iç borçlanması, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisi kamu borçlanma düzeyi ve ülkelere özgü özelliklere bağlı olarak değişmektedir.

3.3. VERİ

Finansal gelişme ampirik çalışmalarda genellikle özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ye oranı, hisse senedi piyasası kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı, geniş para arzının GSYH'ye oranı ve yurtiçi kredilerin GSYH'ye oranı gibi farklı göstergeler ile temsil edilmiştir (King & Levine, 1993a, 1993b; Lynch, 1996; Levine, 1997; Kar & Pentecost, 2000; Levine, 2005; Demirgüç-Kunt & Levine, 2009; Dabla-Norris & Srivisal, 2013; Svirydenka, 2016). Bu çalışmada finansal gelişme (FINGEL), IMF (2020) Finansal Gelişme Endeksi ile temsil edilmiştir. Finansal Gelişme Endeksi, ülkelerin finansal sistemlerindeki finans kurumları ile finansal piyasaların derinlikleri, erişimleri ve etkinlikleri kullanılarak hesaplanmaktadır (Finansal Gelişme Endeksi'nin hesaplanması ile ilgili daha detaylı bilgi için bkz.

Svirydenka, 2016). Ayrıca son yapılan çalışmalarda finansal gelişme söz konusu endeks ile temsil edilmiştir (bkz. Choi, 2019; Edge & Liang, 2019; Ganda, 2019).

Kamu iç borçlanması değişkeni Hauner (2009) ve İlğün (2016)'ün ilgili çalışmaları dikkate alınarak yurtiçi mevduat bankaları tarafından kamuya ve kamu iktisadi teşebbüslerine verilen kredilerin GSYH'ye oranı ile temsil edilmiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizleri ise GSYH'nin yüzdesi olarak çalışmada kullanılmıştır. Değişkenlerin tanımları ve veri kaynakları Tablo 3.1'de sunulmuştur.

Tablo 3.1. Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler

Değişken	Değişkenin Tanımı	Veri Kaynağı
FINGEL	Finansal Gelişme Endeksi	IMF (2020)
KSIB	Yurtiçi Mevduat Bankaları Tarafından Devlete ve Devletin Sahip Olduğu Kamu İktisadi İşletmelerine Verilen Kredilerin GSYH'ye Oranı	Dünya Bankası (2020a)
DYSY	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Net Girişler (GSYH'nin %'si)	Dünya Bankası (2020b)
ISDV	Kişisel İşçi Dövizleri, Alınan (GSYH'nin %'si)	Dünya Bankası (2020c)

Çalışmanın örneklemini 11 AB geçiş ekonomisinden (Bulgaristan, Çekya, Estonya, Hırvatistan, Letonya, Litvanya, Macaristan, Polonya, Romanya, Slovakya ve Slovenya) oluşmaktadır. Tüm değişkenler yıllık olup, kamu iç borçlanması değişkenine ilişkin örnekleme dahil ülkelerin veri mevcudiyetinden dolayı çalışma dönemi 1996-2017 olarak belirlenmiştir. Çalışmanın ekonometrik analizinde Stata 14.0, Eviews 10.0 ve Gauss 10.0 istatistik paket programlarından yararlanılmıştır.

Veri setine ilişkin panel düzeyinde temel özellikler Tablo 3.2’de yer almaktadır. Çalışma dönemine ilişkin Finansal Gelişme (FINGEL) Endeksi için panel ortalamasının yaklaşık 0,348, kamu iç borçlanmasının (KSIB), doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY) girişlerinin ve işçi dövizlerinin (ISDV) GSYH’ye oranlarının panel ortalamalarının sırasıyla yaklaşık olarak %11,812, %5,105 ve %1,876 olduğu görülmektedir. Buna göre, finansal gelişme ve işçi dövizleri çalışma döneminde ülkeler arasında kayda değer bir değişiklik göstermezken, kamu ve kamu iktisadi teşebbüslerine verilen yurtiçi krediler ile doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişleri ülkeler arasında önemli farklılıklar göstermektedir.

Tablo 3.2. Veri Kümesinin Temel Özellikleri

	FINGEL	KSIB	DYSY	ISDV
Ortalama	0,347929	11,81215	5,104897	1,875664
Medyan	0,346438	11,59755	3,836723	1,416572
Maksimum	0,575378	32,72550	54,64873	8,127154
Minimum	0,107236	1,021820	-1,583,879	0,027295
Standart Sapma	0,096658	7,025890	6,787269	1,630030

Ayrıca, ilgili değişkenlere yönelik 1996-2017 dönemine ilişkin AB geçiş ekonomileri bazında tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.3’te yer almaktadır. 11 AB geçiş ekonomilerinin çalışma dönemindeki finansal gelişme ortalamaları göz önüne alındığında Slovenya’nın 0,482 FINGEL endeksi ile bu ülke grubu içerisinde en yüksek, Romanya’nın ise 0,223 ile en düşük finansal gelişme ortalamasına sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 3.3. AB Geçiş Ekonomilerinin Tanımlayıcı İstatistikleri

		FINGEL	KSIB	DYSY	ISDV
Bulgaristan	Ortalama	0,34729	7,73254	8,01342	3,36473
	Medyan	0,36690	5,73834	4,98810	3,02989
	Maksimum	0,42041	28,37730	31,24702	8,12715
	Minimum	0,22314	3,93383	0,88660	0,31208
	Standart Sapma	0,05334	5,26853	7,58703	2,26477
Çekya	Ortalama	0,36967	12,70453	5,10840	0,76261

		FINGEL	KSIB	DYSY	ISDV
	Medyan	0,37030	13,16525	4,74412	0,60203
	Maksimum	0,43879	20,09050	10,37301	1,66049
	Minimum	0,32099	3,16808	0,90987	0,11502
	Standart Sapma	0,02826	5,45961	2,82238	0,43429
Estonya	Ortalama	0,35896	10,51870	7,84736	1,25599
	Medyan	0,35221	3,13596	7,50804	1,71528
	Maksimum	0,43383	32,72550	21,68739	2,30503
	Minimum	0,30737	1,27222	-3,10412	0,03375
	Standart Sapma	0,03909	11,24065	4,78713	0,88296
Hrvatistan	Ortalama	0,33820	18,40432	3,76585	3,86742
	Medyan	0,38943	14,57185	3,80008	3,79031
	Maksimum	0,44317	32,17880	7,71948	6,20121
	Minimum	0,19400	11,00520	0,10554	2,26007
	Standart Sapma	0,08047	7,18793	2,15690	0,97095
Letonya	Ortalama	0,28610	3,10629	4,00159	3,21157
	Medyan	0,29050	3,22974	3,92902	3,23105
	Maksimum	0,34785	4,85396	8,78184	6,04422
	Minimum	0,16219	1,25907	-0,57149	0,64644
	Standart Sapma	0,05006	0,99747	2,19997	1,93548
Litvanya	Ortalama	0,25924	11,78751	3,42212	2,35449
	Medyan	0,25930	12,19705	3,43765	2,91386
	Maksimum	0,33415	21,40020	8,17389	4,51785
	Minimum	0,13496	3,59794	-0,96212	0,02729
	Standart Sapma	0,04536	5,85319	2,19332	1,67195
Macaristan	Ortalama	0,46387	14,50444	11,01973	1,35504
	Medyan	0,46206	13,63575	6,97334	0,75603
	Maksimum	0,56955	23,23550	54,64873	3,27135
	Minimum	0,33374	9,35545	-15,83879	0,33408
	Standart Sapma	0,05918	3,85663	18,15631	1,07448
Polonya	Ortalama	0,42052	14,33518	3,44268	1,35687
	Medyan	0,44400	13,33540	3,34222	1,41482
	Maksimum	0,49162	27,49360	6,22865	2,46152
	Minimum	0,30429	8,02373	0,15165	0,48392
	Standart Sapma	0,06060	4,84715	1,43344	0,59977
Romanya	Ortalama	0,22267	8,01916	3,62621	0,96756
	Medyan	0,24453	8,54931	2,83812	0,38892
	Maksimum	0,31163	16,28730	9,02012	3,14588
	Minimum	0,10724	1,02182	0,71202	0,04498
	Standart Sapma	0,07963	4,68891	2,27348	1,09698

		FINGEL	KSIB	DYSY	ISDV
Slovakya	Ortalama	0,27852	16,35869	3,95854	1,33726
	Medyan	0,27857	15,22595	3,38583	1,82483
	Maksimum	0,32366	29,21650	11,99088	2,41737
	Minimum	0,20849	8,94757	-0,35858	0,06101
	Standart Sapma	0,03390	4,88849	3,05290	0,94473
Slovenya	Ortalama	0,48217	12,46228	1,94796	0,79876
	Medyan	0,48667	11,04395	1,78007	0,76829
	Maksimum	0,57538	21,07560	7,87488	1,28050
	Minimum	0,38211	6,25532	-0,68887	0,34149
	Standart Sapma	0,05841	3,87661	1,79289	0,25120

Kamu sektörü iç borçlanması (KSIB) verileri incelendiğinde ilgili ülkeler içerisinde %18,404 ortalama ile Hırvatistan'ın en yüksek, Letonya'nın ise %3,106 ortalama ile en düşük kamu iç borçlanma oranına sahip olduğu tespit edilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY) girişlerinin GSYH'ye oranında ise %11,020 ile Macaristan ülke grubu içerisinde en yüksek ortalama orana sahip iken %1,948 ortalama ile Slovenya en düşük orana sahip ülkedir. Alınan işçi dövizlerinin (ISDV) GSYH'ye oranlarının ortalamaları incelendiğinde 1996-2017 dönemi için ilgili ülke grubu içerisinde %3,867 ile Hırvatistan en yüksek işçi döviz girişi ortalama oranına sahip ülke iken %0,763 ile Çekya'nın ortalama olarak en düşük işçi döviz girişi oranına sahip olduğu görülmektedir.

3.4. EKONOMETRİK METODOLOJİ

Çalışmanın ekonometrik analizinde ilk olarak birim kök, eşbütünleşme ve nedensellik testlerinin seçimi için yatay kesit bağımlılık ve heterojenlik durumlarını tespit etmek amacıyla yatay kesit bağımlılığı (cross-sectional dependence) ve heterojenlik (heterogeneity) ön testleri yapılmıştır. Daha sonra, yatay kesit bağımlılığı ve heterojenlik durumlarına göre ilgili birim kök ve eşbütünleşme testleri yapılmıştır. Eşbütünleşme katsayıları da tahmin edilerek nedensellik testleri ile değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. İlerleyen alt bölümlerde çalışma verilerinin analizinde kullanılan testler ve ekonometrik metodoloji sırasıyla açıklanacaktır.

3.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Paneli oluşturan herhangi bir yatay kesit biriminde yani bir ülkede meydana gelen şokun diğer yatay kesit birimlerini yani diğer ülkeleri de farklı şekillerde etkilemesi yatay kesit bağımlılığının varlığı anlamına gelmektedir (Koçbulut & Barış, 2016). Yatay kesit bağımlılığının mevcut olup olmadığının ilgili yatay kesit bağımlılığı testleri ile tespit edilmesi panel veri analizinin sonraki aşamalarında kullanılacak diğer testlerin doğru bir şekilde belirlenmeleri açısından önemli rol oynamaktadır. Yatay kesit bağımlılığının tespitine yönelik Breusch ve Pagan (1980) LM (Lagrange Multiplier), Pesaran (2004) LM CD (Lagrange Multiplier Cross Section Dependence) ve Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) LM_{adj.} (Bias-Adjusted Cross-Sectional Dependence Lagrange Multiplier) testlerinin temel özellikleri bu alt bölüm altında açıklanmaktadır.

Panelin zaman boyutunun T ve kesit boyutunun N ile tanımlandığı varsayıldığında; T>N olması durumunda Breusch ve Pagan (1980) LM yatay kesit bağımlılığı testi, T>N veya T<N olması durumlarında da Pesaran (2004) LM CD yatay kesit bağımlılığı testi kullanılmaktadır. İki test de grup ortalaması sıfır ancak bireysel ortalamalar sıfırdan farklı olduğunda sapmalı sonuçlar vermektedir. Pesaran vd. (2008) LM_{adj.} test istatistiğine varyans ve ortalamayı ekleyerek sapmayı düzeltmişlerdir. Çalışmada yatay kesit bağımlılığının varlığı bu üç test ile test edilmiştir. Test istatistikleri aşağıdaki (2), (3) ve (4) numaralı denklemlerde yer almaktadır.

Breusch ve Pagan (1980) LM yatay kesit bağımlılığı test istatistiği:

$$CD_{LM} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (T\check{\rho}_{ij}^2 = \pi r^2 - 1) \quad (2)$$

Pesaran (2004) LM CD yatay kesit test istatistiği:

$$CD_P = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \check{\rho}_{ij} \right) \quad (3)$$

Pesaran vd. (2008) LM_{adj} . yatay kesit test istatistiği:

$$LM_{Adj} = \sqrt{\frac{2}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \frac{(T-k)\check{\rho}_{ij}^2 - \mu_{Tij}}{v_{Tij}} \quad (4)$$

(3) ve (4) numaralı denklemlerde $\check{\rho}$, kalıntıların ikili korelasyonunun tahminini; μ_{Tij} , $(T-k)\check{\rho}_{ij}^2$ 'nin ortalamasını; v_{Tij} ise $(T-k)\check{\rho}_{ij}^2$ 'nin varyansını temsil etmektedir (ayrıntılı bilgi için bkz. Pesaran, 2015).

Yatay kesit bağımlılık testleri için oluşturulan sıfır ve alternatif hipotezler aşağıda belirtilmiştir:

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1 : Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına göre sıfır hipotezinin reddedilmesi halinde analizi yapılan seriler arasında yatay kesit bağımlılığının var olduğu sonucuna ulaşılmakta ve ikinci nesil birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir (Baltagi, 2005 ss. 247-250).

3.4.2. Homojenlik Testi

Değişkenlerin eğim katsayılarının homojenliği, Pesaran ve Yamagata (2008)'nin delta tilde ($\tilde{\Delta}$) ve düzeltilmiş delta tilde ($\tilde{\Delta}_{adj}$) testleri ile test edilmiştir. Pesaran ve Yamagata (2008)'nin $\tilde{\Delta}$ ve $\tilde{\Delta}_{adj}$. test istatistikleri aşağıda (5) ve (6) numaralı denklemlerde belirtilmektedir:

$$\tilde{\Delta} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1}\hat{S} - k}{\sqrt{2k}} \right) \quad (5)$$

$$\tilde{\Delta}_{adj} = \sqrt{\frac{N(T+1)}{(T-k-1)} \left(\frac{N^{-1}\tilde{S} - k}{\sqrt{2k}} \right)} \quad (6)$$

Denklem (5) ve (6)'da yer alan k terimi açıklayıcı değişken sayısını (regressör sayısını), $\hat{S}$ ve $\tilde{S}$ terimleri Swamy test istatistiklerini göstermektedir. $\hat{S}$ ve $\tilde{S}$ Swamy test istatistikleri arasındaki fark bu test istatistiklerinin oluşturulmasında σ_t^2 tahmin edicisinin seçimindeki farktan kaynaklanmaktadır (Pesaran, 2015, s. 739).

Homojenlik testleri için oluşturulan sıfır ve alternatif hipotezler aşağıda yer almaktadır:

H_0 : Eğim katsayıları homojendir.

H_1 : Eğim katsayıları homojen değildir.

3.4.3. Birim Kök Testi

Çalışmada ampirik analizin ikinci aşamasında serilerin durağanlık analizi yatay kesit bağımlılığının varlığı dikkate alınarak Pesaran (2007)'in CIPS (Cross section-specific augmented IPS (Im-Pesaran-Shin, 2003) birim kök testi ile incelenmiştir. Denklem (7)'de CIPS test istatistiği belirtilmektedir.

$$CIPS = \frac{\sum_{i=1}^N CADF_i}{N} \quad (7)$$

Denklem (7)'de yer alan CADF, Pesaran (2007) tarafından geliştirilen yatay kesitsel genişletilmiş Dickey-Fuller (Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller) birim kök testidir. Yatay kesit bağımlılığının varlığında analizlerin güvenilir sonuçlar verebilmesi için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan birim kök testlerinin kullanılması önem arz etmektedir (Pesaran, 2007). CADF birim kök testi ile paneldeki serilerin her bir yatay kesitine birim kök testi uygulanabilmektedir. Dolayısıyla, paneldeki serilerin durağanlıklarının ayrı ayrı hesaplanabilmeleri mümkün olmakta yani genel olarak panel ve her bir yatay kesit için durağanlıklar analiz edilebilmektedir. CADF birim kök testi, her bir yatay kesitin zaman etkisinden farklı şekillerde

etkilendiği varsayımı nedeniyle mekânsal otokorelasyonu da dikkate almaktadır (Pesaran, 2007). Aşağıda yer alan (8) numaralı denklem Pesaran (2007)'in CADF regresyon denklemidir:

$$\Delta y_{it} = \alpha_{1i} + \alpha_{2i}y_{i,t-1} + \alpha_{3i}\bar{y}_{t-1} + \alpha_{4i}\Delta\bar{y}_t + e_{it} \quad (8)$$

Burada,

$$\bar{y}_t = \frac{\sum_{i=1}^N y_{it}}{N} \quad (9)$$

$$\Delta\bar{y}_t = \frac{\sum_{i=1}^N \Delta y_{it}}{N} \quad (10)$$

olarak tanımlanmaktadır. Yatay kesitsel genişletilmiş Dickey-Fuller (CADF) istatistiği i'ninci yatay kesit birimi için denklem (8)'deki tahmin edilen $\hat{\alpha}_{2i}$ katsayısından elde edilmektedir (Das, 2019). Sıfır hipotezi eşbütünleşme katsayılarının homojen olduklarını iddia ederken alternatif hipotez ise eşbütünleşme katsayılarının homojen olmadıklarını iddia etmektedir.

3.4.4. Eşbütünleşme Testi ve Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini

Kamu iç borçlanması, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri, işçi dövizleri ve finans sektörünün gelişimi arasındaki eşbütünleşme ilişkisi yatay kesit bağımlılığını, heterojenlik durumunu ve analizi yapılan dönemdeki krizlerin varlığına ilişkin durumları dikkate alan Westerlund ve Edgerton (2008)'un yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi ile test edilmiştir.

Westerlund ve Edgerton (2008) eşbütünleşme testi hem yatay kesit bağımlılığını hem de heterojenliği yapısal kırılma, değişen varyans ve otokorelasyon durumları ile birlikte dikkate alan bir eşbütünleşme testidir. Westerlund ve Edgerton (2008) eşbütünleşme testinin istatistiği aşağıdaki denklemler kullanılarak hesaplanmaktadır:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \eta_i t + \delta_i D_{i,t} + x'_{i,t} \beta_i + (D_{i,t} x_{i,t})' \gamma_i + z_{i,t} \quad (11)$$

$$x_{i,t} = x_{i,t-1} + w_{i,t} \quad (12)$$

Yukarıdaki denklemlerde, $i = 1, 2, \dots, N$ yatay kesitleri, $t = 1, 2, \dots, T$ panelin zaman boyutunu göstermektedir. D_{it} kukla değişkendir ve aşağıda yer alan (13) numaralı denklemde belirtildiği şekilde hesaplanmaktadır. Ayrıca, α_i ve β_i yapısal kırılmadan önceki sabit ve eğim katsayılarıdır. δ_i ve γ_i ise yapısal kırılmadan sonra değişimi gösteren katsayılarıdır. $w_{i,t}$ de hata terimini ifade etmektedir.

$$D_{i,t} = \begin{cases} 1, & t > T_i \\ 0, & \text{others} \end{cases} \quad (13)$$

Denklem (11)'de yer alan $z_{i,t}$ hata terimi, yatay kesit bağımlılığına izin veren aşağıdaki denklemlerden türetilmiştir:

$$z_{i,t} = \lambda'_i F_t + v_{i,t} \quad (14)$$

$$F_{j,t} = \rho_j F_{j,t-1} + u_{j,t} \quad (15)$$

$$\phi_i(L) \Delta v_{i,t} = \phi_i v_{i,t-1} + e_{i,t} \quad (16)$$

Yukarıdaki denklemlerde F_t ve $F_{j,t}$ ($j = 1, 2, \dots, k$) k boyutlu ortak vektör, λ_i ise faktör yük değerlerinin bağdaşık vektörüdür. F_t tüm j değerleri için $\rho_j < 1$ varsayımı altında durağandır. Bu nedenle, denklem (2), $\phi_i < 0$ koşulu altında eşbütünleşiktir (test hakkında daha fazla bilgi için bkz. Westerlund & Edgerton, 2008).

Eşbütünleşme katsayıları heterojenlik ve yatay kesit bağımlılığı dikkate alınarak Eberhardt ve Teal (2010)'ın Genişletilmiş Ortalama Grup (Augmented Mean Group [AMG]) tahmin edicisi ile tahmin edilmektedir. AMG tahmincisi serinin ortak faktörlerini ve dinamik etkilerini dikkate almakta, dengesiz paneller (unbalanced

panels) için etkin sonuçlar vermekte ve içsellik problemi (endogeneity problem) durumunda da kullanılabilmektedir (Eberhardt & Bond, 2009).

3.4.5. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Nedensellik Testi

Dumitrescu ve Hurlin (2012) nedensellik testi, Granger nedensellik testinin heterojen paneller için geliştirilmiş versiyonudur. Test, heterojenliği dikkate almakta ve yatay kesit bağımlılığı durumunda sağlam (robust) sonuçlar vermektedir. Dumitrescu ve Hurlin (2012) nedensellik testi $T > N$ veya $T < N$ durumlarında da kullanılabilmekte, dengesiz panel veri setlerinde de etkin sonuçlar vermektedir (Dumitrescu ve Hurlin, 2012). Testte, X ve Y , T periyodunda N birim için iki durağan süreci temsil etmektedir. Bu nedenle, aşağıdaki doğrusal heterojen model dikkate alınmaktadır:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \gamma_i^k Y_{i,t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_i^k X_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad (17)$$

Denklem (17)'de, K optimal gecikme uzunluğunu belirtmektedir. Testin sıfır hipotezi, tüm yatay kesitler için X 'den Y 'ye nedensellik olmadığını ifade etmektedir. Denklem (17) 'den türetilen sıfır ve alternatif hipotezler aşağıda yer almaktadır:

$$H_0: \beta_i = 0 \forall i = 1, 2, \dots, N$$

$$H_1: \beta_i = 0 \forall i = 1, 2, \dots, N_1 \quad (18)$$

$$\beta_i \neq 0 \forall i = N_1 + 1, \dots, N$$

Sıfır hipotezi, seriler arasında anlamlı bir Granger nedenselliğinin olmadığını iddia ederken, alternatif hipotez ise en az bir yatay kesit için anlamlı bir nedenselliğinin olduğunu ileri sürmektedir (daha fazla bilgi için bkz. Dumitrescu ve Hurlin, 2012).

3.4.6. Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) Nedensellik Testi

Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testi heterojen panellerde Meta analizine dayalı bir Granger nedensellik yaklaşımını ortaya koymaktadır. Heterojen

panel veri modellerinde bireysel test istatistikleri zaman boyutlarında ayrı ayrı tahmin edilmekte ve elde edilen bu istatistikler birleştirilmektedir. Dolayısıyla, hem paneldeki bireyler için ayrı ayrı hem de panelin bütünü için genel olarak nedensellik analizi yapılabilmektedir.

Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testi Toda-Yamamoto testinin panel veri setleri için genişletilmiş versiyonunu içermektedir. İlgili değişkenlerin durağanlıklarından ya da bütünleşmelerinden bağımsız olarak ülkeler arasındaki heterojenliği açıklamakta ve kesit bağımlılığını da dikkate almaktadır. Bu testte, her kesit için Denklem (19)'da heterojen panelde p değişkenli k_i . sırada VAR (k_i) modeli yer almaktadır (Emirmahmutoğlu & Köse, 2011):

$$z_{i,t} = \mu_i + A_{i1}z_{i,t-1} + A_{i2}z_{i,t-2} + \dots + A_{ik_i}z_{i,t-k_i} + u_{i,t} \quad (19)$$

Denklem (19)'da t zaman periyodunu, i yatay kesit bireylerini, μ_i sabit etkilerin p boyutlu vektörünü, $A_{i1}, \dots, A_{ik_i}$ bireyler arasında değişmeye izin veren p boyutlu vektörü ifade etmektedir. Heterojen panelde $k_i + d \max_i$ gecikmeli VAR modeli Denklem (20) ve Denklem (21)'de belirtildiği şekilde oluşturulmaktadır:

$$x_{i,t} = \mu_i^x + \sum_{j=1}^{k_i+d \max_i} A_{11,ij}x_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k_i+d \max_i} A_{12,ij}y_{i,t-j} + u_{i,t}^x \quad (20)$$

$$y_{i,t} = \mu_i^y + \sum_{j=1}^{k_i+d \max_i} A_{21,ij}x_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k_i+d \max_i} A_{22,ij}y_{i,t-j} + u_{i,t}^y \quad (21)$$

Yukarıdaki denklemlerde yer alan $u_{i,t}^x$ ve $u_{i,t}^y$ hata teriminin sütun vektörlerini, $d \max_i$ ise maksimum bütünleşme derecesini ifade etmektedir. Heterojen panelde Granger nedenselliğin olmadığı yönündeki hipoteze ilişkin Fisher test istatistiği Denklem (22)'de belirtildiği şekilde hesaplanmaktadır:

$$\lambda = -2 \sum_{i=1}^N \ln(p_i) \quad i = 1, 2, \dots, N \quad (22)$$

Denklem (22)'de yer alan p_i , i. yatay kesitin Wald istatistiğinin p değerini ifade etmektedir. Ayrıca, test istatistiği $2N$ serbestlik derecesinde asimptotik ki-kare dağılımına sahiptir.

3.5. AMPİRİK ANALİZ

3.5.1. Yatay Kesit Bağımlılığı ve Homojenlik Test Sonuçları

Çalışmanın ampirik analiz kısmında uygun birim kök, eşbütünleşme ve nedensellik testlerinin belirlenebilmesi için öncelikle yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik ön testleri yapılmıştır. Daha sonra serilerin durağanlıkları analiz edilmiş ve değişkenler arasındaki nedensellik ve uzun dönem etkileşim nedensellik ve eşbütünleşme testleri ile incelenmiştir.

Breusch ve Pagan (1980) LM, Pesaran (2004) LM CD ve Pesaran vd. (2008) LM_{adj} testleri kullanılarak seriler arasındaki yatay kesit bağımlılığı incelenmiş ve test sonuçları Tablo 3.4'te sunulmuştur. Tablo 3.4'te yer alan yatay kesit bağımlılığına ilişkin test sonuçlarına göre değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığının olmadığını iddia eden sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dolayısıyla seriler arasında yatay kesit bağımlılığının varlığı tespit edilmiştir.

Tablo 3.4. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Test	Test İstatistiği	P Değeri
LM	130,5	0,0000
LM_{adj}^*	15,73	0,0000
LM CD*	4,509	0,0000

*Çift taraflı test

Ayrıca, Pesaran ve Yamagata (2008)'nin delta tilde ve düzeltilmiş delta tilde testleri ile eşbütünleşme katsayılarının homojenliği analiz edilmiş ve test sonuçları Tablo 3.5'te sunulmuştur. Tablo 3.5'te yer alan test sonuçlarına göre eşbütünleşme katsayılarının homojen olduklarını iddia eden sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dolayısıyla eşbütünleşme katsayılarının heterojen oldukları tespit edilmiştir.

Tablo 3.5. Homojenlik Testi Sonuçları

Test	Test İstatistiği	P Değeri
$\tilde{\Delta}$	6,563	0,000
$\tilde{\Delta}_{adj.}$	7,418	0,000

3.5.2. Birim Kök Testi Sonuçları

Çalışmada ekonometrik modelde kullanılan değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığının olması nedeniyle serilerin bütünleşme dereceleri Pesaran (2007)'nin CIPS birim kök testi ile test edilmiştir. CIPS birim kök testi sonuçları Tablo 3.6'da yer almaktadır. Tablo 3.6'da yer alan Pesaran (2007) CIPS birim kök testi sonuçlarına göre FINGEL, KSIB, DYSY, ve ISDV değişkenlerinin bütünleşme derecelerinin I(1) olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3.6. Pesaran (2007) Panel CIPS Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Sabit	Sabit + Trend
FINGEL	-0,085	-2,178
d(FINGEL)	-3,457***	-7,717***
KSIB	3,108	2,185
d(KSIB)	-3,684***	-2,639***
DYSY	-0,819	-0,617
d(DYSY)	-3,336***	-4,989***
ISDV	-0,863	0,636
d(ISDV)	-1,788**	-4,280***

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

3.5.3. Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi, yatay kesit bağımlılığı, heterojenlik durumu ve çalışma dönemindeki krizlerin varlığı dikkate alınarak

Westerlund ve Edgerton (2008) eşbütünleşme testi ile incelenmiştir. Eşbütünleşme testi sonuçları Tablo 3.7'de yer almaktadır. Tablo 3.7'de yer alan Westerlund ve Edgerton (2008) eşbütünleşme testi sonuçlarına göre testin yapısal kırılmaları göz ardı eden versiyonu seriler arasında anlamlı bir eşbütünleşmenin olmadığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, testin seviye ve rejim değişikliklerini içeren versiyonuna göre test sonuçları seriler arasında anlamlı bir eşbütünleşmenin olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.7. Westerlund ve Edgerton (2008) Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Model	$Z_{\phi}(N)$	P Değeri	$Z_{\tau}(N)$	P Değeri
Kırılmasız (No Shift)	0,989	0,839	-0,442	0,329
Düzye Kırılma (Level Shift)	-0,300	0,082	-1,683	0,046
Rejim Kayması (Regime Shift)	-1,555	0,060	-4,314	0,000
Ülke	Yapısal Kırılmalar (Düzye Kırılma, Level Shift)		Yapısal Kırılmalar (Rejim Kayması, Regime Shift)	
Bulgaristan	2000		2000	
Hırvatistan	2007		2007	
Çekya	2004		2004	
Estonya	1998		1998	
Macaristan	2000		2000	
Letonya	1999		1999	
Litvanya	2005		1998	
Polonya	2001		2003	
Romanya	2004		1999	
Slovakya	2000		2000	
Slovenya	2000		2000	

Yatay kesit bağımlılığı ve heterojenlik durumları dikkate alınarak uzun dönem katsayıları Eberhardt ve Bond'un (2009) Genişletilmiş Ortalama Grup (AMG) tahmin edicisi kullanılarak tahmin edilmiştir. Tablo 3.8'de tahmin sonuçları yer almaktadır. Tablo 3.8'de yer alan katsayı tahmin sonuçları, panel düzeyinde kamu iç borçlanması, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ve işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir.

Bununla birlikte, ülke bazında eşbütünleşme katsayıları incelendiğinde; kamu iç borçlanmasının (KSIB) Bulgaristan, Hırvatistan, Litvanya ve Romanya'da finans sektörü gelişimini pozitif etkilediği, ancak Slovakya ve Slovenya'da ise negatif etkilediği belirlenmiştir. Diğer yandan, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri Hırvatistan, Estonya ve Romanya'da finans sektörü gelişimini pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Son olarak, işçi dövizlerinin Hırvatistan, Litvanya, Romanya ve Slovakya'da finans sektörü gelişimi üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu görülürken Slovenya'da finans sektörü gelişimi üzerinde negatif etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 3.8. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayı Tahminleri

Ülke	KSIB	DYSY	ISDV
Bulgaristan	0,0056123***	-0,000392	-0,0003664
Hırvatistan	0,0039171***	0,0072137***	0,0286034***
Çekya	-0,0012541	0,0002858	0,0123795
Estonya	-0,0004306	0,0028967*	-0,0334825
Macaristan	-0,0033664	-0,0004097	-0,0117242
Letonya	-0,0063594	-0,0066806	0,0015701
Litvanya	0,0042283***	0,0006331	0,0126823**
Polonya	-0,0009157	-0,0068405	-0,0185286
Romanya	0,0030746**	0,0051232*	0,0272693***
Slovakya	-0,00133*	-0,0012332	0,0301057***

Ülke	KSIB	DYSY	ISDV
Slovenya	-0,0095112***	0,0018114	-0,1715901***
Panel	-0,0005759	-0,0007126	-0,0111892

Not: ***, **, ve * sırasıyla %1, %5, ve %10 anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki etkisi, kamu borçlanma düzeyi ve ülkeye özgü özelliklere bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir. Ayrıca, kamu borçlanmasının finans sektörü gelişimine etkisi konusunda literatürde tembel banka (lazy bank) görüşü ve güvenli varlık (safe asset) görüşü olarak adlandırılan iki zıt görüş öne sürülmüştür. Bulgaristan, Hırvatistan, Litvanya ve Romanya'ya yönelik bulgular güvenli varlık görüşünü, Slovakya ve Slovenya'ya yönelik bulgular ise tembel banka görüşünü desteklemektedir. Diğer yandan, kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki etkisinin boyutunun çok düşük düzeyde olması, esas olarak örneklemdeki ülkelerin kamu iç borçlanma seviyelerinin düşük olmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Bulgaristan, Litvanya, Romanya, Slovakya ve Slovenya için elde edilen bulgular, ilgili ampirik literatürde eşik regresyon analizi kullanan Hauner (2009)'un bulguları ile örtüşmektedir. Çünkü kamu iç borçlanma düzeyleri GSYH'nin %11,81'i olan panelin ortalama kamu iç borçlanma düzeyinden düşük olduğu ülkelerde (kamu iç borçlanma düzeyleri Bulgaristan'da GSYH'nin %7,73'ü, Litvanya'da GSYH'nin %11,79'u, Romanya'da GSYH'nin %8,02'si) kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu görülmektedir.

Bununla birlikte, kamu iç borçlanma düzeylerinin ortalama panel iç borçlanma düzeyinden yüksek olduğu ülkelerde (kamu iç borçlanma düzeyleri Slovakya'da GSYH'nin %16,36'sı ve Slovenya'da GSYH'nin %12,46'sı) kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerinde negatif etkisinin olduğu görülmektedir. Ancak, kamu iç borçlanma düzeyinin, ortalama panel kamu iç borçlanma düzeyinden daha yüksek olduğu Hırvatistan'da (GSYH'nin %18,40'ı) kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki pozitif etkisinin ülkeye özgü özelliklerden kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

Diğer yandan, elde edilen bulgular, gelişmekte olan ekonomilerde benzer ilişkiyi inceleyen İlgün (2016) ile Altaylıgil ve Akkay (2013) tarafından ulaşılan

bulgularla çelişmektedir. Bu çelişkinin AB geçiş ekonomilerinin kamu iç borçlanma seviyelerinin dünyadaki birçok ülkeden çok daha düşük düzeylerde olmasından kaynaklanabileceği değerlendirilmektedir. İlgili literatürde yer alan diğer ampirik çalışmalar genel olarak kamu iç borçlanmasının bankalar tarafından verilen özel krediler üzerindeki dışlama etkisine odaklanmışlardır. Bu nedenle, çalışmada elde edilen bulguların söz konusu çalışmalarla karşılaştırılmasının anlamlı olmadığı düşünülmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişleri ile işçi dövizlerinin AB geçiş ülkelerinin finans sektörlerinin gelişimi üzerinde pozitif etkilerinin olması beklenmektedir. Bu beklentinin nedeni özellikle AB üyeliğinin de katkısıyla analizi yapılan ilgili geçiş ekonomilerinin önemli oranda doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişleri ile işçi dövizleri çekmelerinden kaynaklanmaktadır.

3.5.4. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Nedensellik Testi Sonuçları

Çalışmada kullanılan değişkenler arasındaki nedensellik Dumitrescu ve Hurlin (2012) tarafından geliştirilen nedensellik testi ile incelenmiştir. Test sonuçları Tablo 3.9'da yer almaktadır. Tablo 3.9'da yer alan nedensellik testi sonuçlarına göre kamu iç borçlanmasından finans sektörünün gelişimine doğru tek yönlü bir nedenselliğin varlığı tespit edilmiştir.

Tablo 3.9. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Nedensellik Testi Sonuçları

Sıfır Hipotezi	W-Stat.	Zbar-Stat.	P Değeri
$\Delta KSIB \nrightarrow \Delta FINGEL$	5,70842	4,05453	5,E-05
$\Delta FINGEL \nrightarrow \Delta KSIB$	2,72786	0,47395	0,6355
$\Delta DYSY \nrightarrow \Delta FINGEL$	3,39226	1,27210	0,2033
$\Delta FINGEL \nrightarrow \Delta DYSY$	3,39435	1,27462	0,2024
$\Delta ISDV \nrightarrow \Delta FINGEL$	2,39706	0,07656	0,9390
$\Delta FINGEL \nrightarrow \Delta ISDV$	3,67631	1,61333	0,1067

Dolayısıyla, ilgili teorik literatürde ortaya konulan sonuçlar ile uyumlu olarak kamu iç borçlanmasının finans sektörünün gelişimi üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

3.5.5. Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler arasındaki nedensellik aynı zamanda heterojenliği ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testi ile sınanmış ve test sonuçları Tablo 3.10'da sunulmuştur.

Tablo 3.10. Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) Nedensellik Testi Sonuçları

Sıfır Hipotezi	Fisher İstatistiği	P Değeri
$\Delta K S I B \rightarrow \Delta F I N G E L$	36,134	0,029
$\Delta F I N G E L \rightarrow \Delta K S I B$	26,410	0,235
$\Delta D Y S Y \rightarrow \Delta F I N G E L$	41,245	0,008
$\Delta F I N G E L \rightarrow \Delta D Y S Y$	24,292	0,332
$\Delta I S D V \rightarrow \Delta F I N G E L$	36,134	0,029
$\Delta F I N G E L \rightarrow \Delta I S D V$	26,410	0,235

Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik analizi sonuçlarına göre kamu sektörü iç borçlanması, işçi dövizleri ve doğrudan yabancı sermaye girişlerinin finansal gelişme üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Ekonomide reel sektör ve finans sektörü birlikte faaliyet göstermekte, finans sektörü ekonomide fon fazlası olan iktisadi aktörlerin yani tasarruf sahiplerinin tasarruflarının fon açığı olan iktisadi aktörlere yani yatırımcılara aktarımına aracılık ederek ekonominin gelişmesine katkı sağlamaktadır. Finansal sistem, fon açığı veya fazlası olan kişi ve kurumlardan, finansal aracı ve finans kurumlarından, finansal araçlardan, finansal piyasalardan, düzenleyici ve denetleyici kurumlardan ve yasal düzenlemelerden meydana gelmektedir. İyi işleyen finansal sistemler kişi ve işletmelere tasarruf, kredi, ödeme ve risk yönetimi ürünleri sunarak önemli bir amaca hizmet etmektedirler. Genel ekonomik yapının düzgün işlemesi, finansal sistemin sağlıklı ve etkin işlemesiyle yakından ilişkilidir.

Finans sektörünün gelişmesi, çeşitli kanallardan reel sektörü dolaylı veya dolaysız olarak etkilemektedir. Etkinin yönü ve büyüklüğü, dolaylı veya dolaysız oluşu finansal sistemin gelişmişliğine, makroekonomik değişkenin türüne, yapısına ve ülkenin genel ekonomik şartlarına göre değişkenlik göstermektedir. İyi işleyen bir finansal sistem, sürdürülebilir ekonomik kalkınmanın temel bileşenlerinden birisidir. Finans sektörünün gelişimi girişimcilik faaliyetlerinin arttırılması, ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanması, yoksulluğun azaltılması ve gelir eşitsizliğinin iyileştirilmesi gibi birçok iktisadi etkiye sahiptir.

Finans sektörünün gelişiminin ekonomik sonuçları, araştırmacıları finansal gelişmenin belirleyicilerini araştırmaya yöneltmiştir. Söz konusu çalışmalar genel olarak kurumsal gelişme, gelir düzeyi, ekonominin boyutu, ekonomik büyüme, yatırım, enflasyon, ticari ve finansal serbestleşmenin finansal gelişme üzerindeki etkilerine odaklanmışlardır. Bununla birlikte sınırlı sayıda araştırmacı kamu sektörü borçlanmasının finans sektörünün gelişimi üzerindeki etkisini araştırmıştır. Ayrıca, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisi de göreceli olarak az sayıda araştırmacı tarafından analiz edilmiştir.

Bu nedenle, ilgili literatüre katkı sağlamak amacıyla çalışmada yapısal bir dönüşüm yaşayan 11 AB geçiş ekonomisinde 1996-2017 dönemi için kamu iç borçlanması ile birlikte doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisi Westerlund ve Edgerton (2008) yapısal

kırılmalı eşbütünleşme testi, Dumitrescu ve Hurlin (2012) ile Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testleri kullanılarak analiz edilmiştir.

Çalışmada yapılan Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik analizi sonucu kamu iç borçlanmasının finans sektörünün gelişimi üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiş ancak finansal gelişme, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ve işçi dövizleri arasında anlamlı bir nedensellik ilişkisi tespit edilmemiştir. Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) panel nedensellik analizi sonucunda ise kamu sektörü iç borçlanması, işçi dövizleri ve doğrudan yabancı sermaye girişlerinin finansal gelişme üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Diğer yandan, Westerlund ve Edgerton (2008) yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi kullanılarak yapılan uzun dönem ekonometrik analiz, kamu iç borçlanmasının Bulgaristan, Hırvatistan, Litvanya ve Romanya'da finans sektörünün gelişimini pozitif, ancak Slovakya ve Slovenya'da ise negatif etkilediğini ortaya koymuştur. Bununla birlikte, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri Hırvatistan, Estonya ve Romanya'da finans sektörünün gelişimini pozitif etkilediği sonucuna varılmıştır. Son olarak, işçi dövizlerinin Hırvatistan, Litvanya, Romanya ve Slovakya'da finans sektörünün gelişimini pozitif, ancak Slovenya'da ise negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Kamu borçlanmasının finans sektörünün gelişimi üzerindeki etkisine ilişkin çalışmadaki bulgular teorik beklentiler ile kısmen uyumludur, çünkü kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki pozitif (negatif) etkisi panel ortalamasından düşük (yüksek) düzeyde kamu iç borçlanmasına sahip ülkelerde görülmektedir. İlgili literatürde Hauner (2009)'in eşik regresyon analizi kullanarak elde ettiği bulgular ile çalışmada Bulgaristan, Litvanya, Romanya, Slovakya ve Slovenya için elde edilen kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki etkisine yönelik bulgular örtüşmektedir. Çünkü panelin ortalama kamu iç borçlanma düzeyinden düşük seviyelerde kamu iç borçlanma düzeylerine sahip ülkelerde (Bulgaristan, Litvanya ve Romanya) kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki etkisinin pozitif olduğu görülmektedir. Diğer yandan, panelin ortalama kamu iç borçlanma düzeyinden yüksek seviyelerde kamu iç borçlanma düzeylerine sahip ülkelerde (Slovakya ve Slovenya) kamu iç borçlanmasının finansal gelişme üzerindeki etkisinin negatif olduğu görülmektedir. Ancak, panelin ortalama kamu iç borçlanma düzeyinden daha yüksek kamu iç borçlanma düzeyine sahip Hırvatistan'da

kamu iç borçlanması finansal gelişme üzerindeki pozitif etkisinin ülkeye özgü özelliklerden kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Diğer yandan, elde edilen bulgular gelişmekte olan ekonomilerde benzer ilişkiyi inceleyen İlgün (2016) ile Altaylıgil ve Akkay (2013) tarafından ulaşılan bulgularla çelişmektedir. Bu çelişkinin AB geçiş ekonomilerinin kamu iç borçlanma seviyelerinin dünyadaki birçok ülkeden çok daha düşük düzeylerde olmasından kaynaklanabileceği değerlendirilmektedir.

Teorik değerlendirmeler, çalışma bulguları ve ilgili ampirik literatür, borç piyasalarında kamu sektörünün baskın bir payının olmasının esas olarak finans sektörünün gelişimini engellediğini ve dolayısıyla ülkeleri finansal gelişmenin pozitif etkilerinden mahrum bıraktığını ortaya koymaktadır. Bu nedenle, ülkelerin ağırlıklı olarak kamu sektörüne bağımlı bir finansal sistemin ortaya çıkmasından kaçınmaları gerekmektedir. Ayrıca, çalışma örneklemini oluşturan ülkeler, AB üyelik müzakereleri sayesinde önemli bir kurumsal ve ekonomik dönüşüm yaşadıklarından, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ile işçi dövizlerinin finans sektörünün gelişimi üzerindeki zayıf pozitif etkisi ilgili literatürle tutarlıdır ve zaman içerisinde etkinin artması beklenmektedir.

Kurumların, düzenleyici ve yasal çerçevenin AB geçiş ekonomilerinde kamu iç borçlanması ve finans sektörünün gelişimi arasındaki etkileşim üzerindeki etkilerine yönelik teorik ve ampirik yeni araştırmalar yapılmasının ilgili literatürdeki boşluğun doldurulmasına önemli katkı sunacağı değerlendirilmektedir. Diğer yandan, geçiş ekonomilerinde kamu iç borçlanması spesifik olarak finansal derinleşme, finansal erişim ve finansal etkinlik üzerindeki etkilerinin genel olarak ülke gruplarında ve ülkeler bazında ayrı ayrı incelenmesi kamu iç borçlanması olası etkilerinin daha net bir şekilde ortaya konmasına ve uygulanacak ekonomi politikalarının ve müdahale araçlarının optimal şekilde seçilmesine katkı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- Abbas, A. S. M., & Christensen, J. E. (2007). *The role of domestic debt markets in economic growth: An empirical investigation for low-income countries and emerging markets* (IMF Working Paper No. 07/127). Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451866919.001>
- Abell, J. D. (1990). Twin deficits during the 1980s: An empirical investigation. *Journal of Macroeconomics*, 12(1), 81-96. [https://doi.org/10.1016/0164-0704\(90\)90057-H](https://doi.org/10.1016/0164-0704(90)90057-H)
- Abubakar, A., & Kasim, S. (2018). Institutional and macroeconomic determinants of financial development in the OIC countries. *Global Business and Economics Review*, 20 (4), 410-424. <https://doi.org/10.1504/GBER.2018.092754>
- Abzari, M., Zarei, F., & Esfahani, S. S. (2011). Analyzing the link between financial development and foreign direct investment among D-8 group of countries. *International Journal of Economics and Finance*, 3, 148–56. <https://doi.org/10.5539/ijef.v3n6p148>
- Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. A. (2001). The colonial origins of comparative development: An empirical investigation. *American Economic Review*, 91(5), 1369-1401. <https://doi.org/10.1257/aer.91.5.1369>
- Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. (2004). *Institutions as the fundamental cause of long-run growth* (NBER Working Paper No. 10481). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10481>
- Adnan, N. (2011). Measurement of financial development: A fresh approach. 8th *International Conference on Islamic Economics and Finance*. University of Surrey, United Kingdom and Comsats Institute of Information Technology, Islamabad, Pakistan.
- Adusei, M. (2013). Financial development and economic growth: Evidence from Ghana. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(5), 61-76.

- Afonso, A., & Ibraimo, Y. (2020). The macroeconomic effects of public debt: An empirical analysis of Mozambique. *Applied Economics*, 52(2), 212-226. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1644445>
- Afşar, A., & Afşar, M. (2010). *Finansal ekonomi: SPK lisanslama sınavlarına uyumlu*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Afxentiou, P. C. (2000). Convergence, the Maastricht Criteria, and their benefits. *The Brown Journal of World Affairs*, 7(1), 245-254.
- Aggarwal, R., Demirgüç-Kunt, A., & Peria, M. S. M. (2011). Do remittances promote financial development? *Journal of Development Economics*, 96(2), 255-264. <https://doi.org/10.1016/j.jdevec.2010.10.005>
- Aghion, P., Angeletos, G. M., Banerjee, A., & Manova, K. (2005). *Volatility and growth: Credit constraints and productivity-enhancing investment* (NBER Working Paper No. 11349). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199248612.001.0001>
- Aghion, P., & Howitt, P. (2005). Growth with quality-improving innovations: An integrated framework. In P. Aghion & S. N. Durlauf (Eds.), *Handbook of economic growth* (Volume 1A) (pp. 1-67). Amsterdam: Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01002-6](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01002-6)
- Ağır, H. (2010). *Türkiye'de finansal liberalizasyon ve finansal gelişme ilişkisinin ekonometrik analizi* (BDDK Kitapları No:8). Ankara: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu.
- Ajayi, M. A., & Aluko, O. A. (2019). Testing the validity of the simultaneous openness hypothesis in Nigeria (1990–2015). *African Development Review*, 31(1), 58-70. <https://doi.org/10.1111/1467-8268.12363>
- Ajide, F. M. (2020). Asymmetric influence of financial development on unemployment in Nigeria. *Ilorin Journal of Economic Policy*, 7(2), 39-52.
- Ajide, F. M., & Bankefa, O. I. (2017). Does financial system influence tax revenue? The case of Nigeria. *African Journal of Economic Review*, 5(3), 15-33.

- Akçay, S., Sağbaş, İ., & Demirtaş, G. (2016). Financial development and tax revenue nexus in Turkey. *Journal of Economics and Development Studies*, 4(1), 103-108. <https://doi.org/10.15640/jeds.v4n1a10>
- Akdoğan, A. (2016). *Kamu maliyesi* (17. baskı). Ankara: Gazi Kitabevi Tic. Ltd. Şti.
- Akıncı, G. Y. (2018). Rethinking the Schumpeterian revolution: The linkage between financial development, technology, and economic growth. In H. Dincer, Ü. Hacıoglu, & S. Yüksel (Eds.), *Global approaches in financial economics, banking, and finance* (pp. 111-129). Cham: Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-319-78494-6_5
- Akıncı, G. Y. (2019). Three horsemen of the markets: On the perspective of Schumpeterian revolution in the nexus of finance-innovation-competition. In H. Dinçer & S. Yüksel (Eds.), *Handbook of research on managerial thinking in global business economics* (pp. 393-406). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-7180-3.ch022>
- Akis, E. (2016). Innovation and competitive power. *Procedia: Social and Behavioral Sciences*, 195, 1311–1320. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.304>
- Aksoy, Ş. (1994). *Kamu maliyesi* (2. baskı). İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Ali, A., Ahmed, F., & Rahman, F. U. (2016). Impact of government borrowing on financial development (A case study of Pakistan). *Bulletin of Business and Economics (BBE)*, 5(3), 135-143.
- Aliero, H. M., Ibrahim, S. S., & Shuaibu, M. (2013). An empirical investigation into the relationship between financial sector development and unemployment in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 3(10), 1361.
- Alkhateeb, T. T. Y., Mahmood, H., Sultan, Z. A., & Ahmad, N. (2017). Financial market development and employment nexus in Saudi Arabia. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(21), 165-174.

- Alomari, M. W., Marashdeh, Z., & Bashayreh, A. G. (2019). Contribution of financial market development in competitiveness growth. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1622483. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1622483>
- Alshyab, N., Sandri, S., & Daradkah, D. (2020). *Financial inclusion in the Middle East and North Africa and its effect on unemployment* (EMNES Working Paper No. 35). Euro-Mediterranean Network for Economic Studies.
- Altay, A. (2017). *Kamu maliyesi teorisi, gelişimi ve kapsamı* (3. baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Altayligil, Y.B., & Akkay, R. (2013). The effect of the domestic debt on the financial development: A case study for Turkey. *International Journal of Economics and Finance*, 5(5), 64-74. <https://doi.org/10.5539/ijef.v5n5p64>
- Altunbağ, D., & Türkoğlu, İ. (2015). Kamu iktisadi teşebbüslerinin Türkiye ekonomisindeki yeri. *Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 2(3), 32-57.
- Andersen, T. B., & Tarp, F. (2003). Financial liberalization, financial development and economic growth in LDCs. *Journal of International Development*, 15(2), 189–209. <https://doi.org/10.1002/jid.971>
- Ang, J., & Madsen, J. (2012). Risk capital, private credit, and innovative production. *Canadian Journal of Economics*, 45(4), 1608–1639. <https://doi.org/10.1111/j.1540-5982.2012.01740.x>
- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2012). *Too much finance?* (IMF Working Paper No. 12/161). Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781475504668.001>
- Arellano, C., Bai, Y., & Zhang, J. (2012). Firm dynamics and financial development. *Journal of Monetary Economics*, 59(6), 533-549. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.06.006>
- Arestis, P., & Demetriades, P. (1997). Financial development and economic growth: Assessing the evidence. *The Economic Journal*, 107(442), 783-799. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.1997.tb00043.x>

- Arize, A. C., & Malindretos, J. (2008). Dynamic linkages and granger causality between trade and budget deficits: Evidence from Africa. *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research*, 2(2), 1-19.
- Ashraf, B. N. (2018). Do trade and financial openness matter for financial development? Bank-level evidence from emerging market economies. *Research in International Business and Finance*, 44, 434-458. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.115>
- Asrafuzzaman, A., Roy, A., & Gupta, S. D. (2013). An empirical investigation of budget and trade deficits: The case of Bangladesh. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 570-579.
- Atanga Ondo, H., & Seabrook, A. M. (2020). Governance and financial development: Evidence from a global sample of 120 countries. *International Journal of Finance & Economics*, 1-16. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2327>
- Ayadi, R., Arbak, E., Naceur, S. B., & Groen, W. P. D. (2015). Determinants of financial development across the Mediterranean. In R. Ayadi, M. Dabrowski, & L.D. Wulf (Eds.), *Economic and social development of the southern and eastern Mediterranean countries* (pp. 159-181). Cham: Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-11122-3_11
- Aybarç, S. (2019). Theory of public debt and current reflections. In B. Acikgoz (Ed.), *Public economics and finance* (pp. 23-33). IntechOpen. <https://doi.org/10.5772/intechopen.82730>
- Bacchetta, P. (1992). Liberalization of capital movements and the domestic financial system. *Economica*, 59 (236), 465-414. <https://doi.org/10.2307/2554891>
- Bachman, D.D. (1992). Why is the US current account deficit so large? Evidence from vector autoregressions. *Southern Economic Journal*, 59(2), 232-240. <https://doi.org/10.2307/1060527>
- Bailey, S. J. (1995). *Public sector economics: Theory, policy and practice*. London: Macmillan Press Ltd. <https://doi.org/10.1007/978-1-349-24004-3>

- Bailey, S. J. (2004). *Strategic public finance*. London: Palgrave Macmillan.
<https://doi.org/10.1007/978-1-4039-4394-1>
- Ball, L., & Mankiw, N. G. (1995). *What do budget deficits do?* (NBER Working Paper No. 5263). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
<https://doi.org/10.3386/w5263>
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data*. West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd.
- Baltagi, B. H., Demetriades, P. O., & Law, S. H. (2009). Financial development and openness: Evidence from panel data. *Journal of Development Economics*, 89(2), 285-296. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.06.006>
- Bangake, C., & Eggoh, J. C. (2011). Further evidence on finance-growth causality: A panel data analysis. *Economic Systems*, 35(2), 176-188.
<https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2010.07.001>
- Barlas, E. (2011). Devlet anlayışları ve iktisadi oluşumlar. A. Kökocak (Ed.), *Kamu ekonomisi içinde* (ss. 67-92). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Barro, R. J. (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095-1117. <https://doi.org/10.1086/260266>
- Barro, R. J. (1989). The Ricardian approach to budget deficits. *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), 37-54. <https://doi.org/10.1257/jep.3.2.37>
- Barro, R. J. (1990). Government spending in a simple model of endogenous growth. *Journal of Political Economy*, 98(5), 103-125.
<https://doi.org/10.1086/261726>
- Barro, R. J. (2001). *Economic growth in East Asia before and after the financial crisis* (NBER Working Paper No. 8330). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <http://dx.doi.org/10.3386/w8330>
- Barro, R., & Sala-i-Martin, X. (1992). Public finance in models of economic growth. *Review of Economic Studies*, 59, 645–61. <https://doi.org/10.2307/2297991>

- Barth, J. R., & Brumbaugh, R. D. (1997). Development and evolution of national financial systems: An international perspective. *Latin American Studies Association, 1997 Meeting*. Guadalajara, Mexico.
- Baumol, W. J., Blinder, A. S., & Solow, J. L., (2020). *Macroeconomics: Principles and policy* (fourteenth edition). Boston, MA: Cengage Learning Inc.
- Bayar, Y. (2016a). Financial development and unemployment in emerging market economies. *Scientific Annals of Economics and Business*, 63(2), 237-245. <https://doi.org/10.1515/saeb-2016-0119>
- Bayar, Y. (2016b). Impact of openness and economic freedom on economic growth in the transition economies of the European Union. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 14(1), 7-19.
- Bayar, Y. (2016c). Public governance and economic growth in the transitional economies of the European Union. *Transylvanian Review of Administrative Sciences*, 12(48), 5-18.
- Bayar, Y., Akyuz, F., & Erem, I. (2017). Openness and financial development in Central and Eastern European countries. *Studies in Business and Economics*, 12(3), 5-16. <https://doi.org/10.1515/sbe-2017-0032>
- Bayar Y., & Aytemiz, L. (2017). Financial development and shadow economy in Turkey. In S. Koç, A. Orhan, & M. Ç. Gözen (Eds.), *Unregistered employment* (pp. 170-175). London, UK: Ijope Publication.
- Bayar, Y., & Gavriltea, M. (2018). Financial inclusion and economic growth: Evidence from transition economies of European Union. *Journal of International finance and Economics*, 18(2), 95-100. <https://doi.org/10.18374/JIFE-18-2.9>
- Bayar, Y., & Karamelikli, H. (2017). Financial development and tax revenues in Turkey: A non-linear cointegration analysis. *The European Journal of Applied Economics*, 14(2), 31-42. <https://doi.org/10.5937/ejae14-14838>

- Bayar, Y., Odabas, H., Sasmaz, M. U., & Ozturk, O. F. (2018). Corruption and shadow economy in transition economies of European Union countries: A panel cointegration and causality analysis. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1940-1952. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1498010>
- Bayar, Y., & Ozturk, O. F. (2016). Financial development and shadow economy in European Union transition economies. *Managing Global Transitions*, 14(2), 157-173.
- Bayraktar, C. (2011). Türkiye'de iç borçlanmanın yapısı: 1980-2010 dönemi. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4 (1), 1-14.
- Beck, T. (2002). Financial development and international trade: Is there a link? *Journal of International Economics*, 57(1), 107-131. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(01\)00131-3](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(01)00131-3)
- Beck, T. (2013). Finance, growth and fragility: The role of government. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 5(1-2), 49-77. <https://doi.org/10.1504/IJBAAF.2013.058088>
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., & Levine, R. (2008). Finance, firm size, and growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(7), 1379-1405. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2008.00164.x>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2003). Law, endowment and finance. *Journal of Financial Economics*, 70, 37-81. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00144-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00144-2)
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2004). *Finance, inequality, and poverty: Cross-country evidence* (World Bank Policy Research Working Paper No. 3338). Washington, DC: The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3338>
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31-77. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(00\)00017-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(00)00017-9)

- Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*, 28(3), 423-442. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00408-9](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00408-9)
- Becker, T. (1995). *Government debt and private consumption: Theory and evidence* (Stockholm School of Economics Working Paper No. 71). Sweden: Stockholm School of Economics, The Economic Research Institute.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lumsdaine, R. L. (2002). Dating the integration of world equity markets. *Journal of Financial Economics*, 65(2), 203-247. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00139-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00139-3)
- Bekâr, A. G. (2016). Mali piyasalar ve hazine ilişkisi. H. Egeli & H. Tandırcıoğlu (Ed.), *Hazine içinde* (ss. 141-180). İzmir: Kitapana Yayınevi.
- Bekâr, A. G. (2018). Devlet borçlarının sınıflandırılması. K. Tüğen, H. Egeli, & H. Tandırcıoğlu (Ed.), *Devlet borçları içinde* (ss. 49-88). İzmir: Kitapana Yayınevi.
- Ben Ali, M. S., & Krammer, S. M. S. (2016). The role of institutions in economic development. In M. S. Ben Ali (Ed.), *Economic development in the Middle East and North Africa: Challenges and prospects* (pp. 1-25). New York: Palgrave Macmillan US. https://doi.org/10.1057/9781137480668_1
- Benayed, W., & Gabsi, F.B. (2020). Domestic public debt and financial development in Sub-Saharan Africa: Is there an inverted-U relationship? *Economics Bulletin*, 40(1), 846-854.
- Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 195-209. <https://doi.org/10.2307/2297964>
- Berben, R. P., & Brosens, T. (2005). *The impact of government debt on private consumption in OECD countries* (DNB Working Paper No. 045/2005). Amsterdam, The Netherlands: DE Nederlandsche Bank.

- Berdiev, A. N., & Saunoris, J. W. (2016). Financial development and the shadow economy: A panel VAR analysis. *Economic Modelling*, 57, 197-207. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.03.028>
- Bernanke, B., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework* (NBER Working Paper No. 6455). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w6455>
- Bernheim, B. D. (1987). Ricardian equivalence: An evaluation of theory and evidence. *NBER Macroeconomics Annual*, 2, 263-304. <https://doi.org/10.1086/ma.2.4623723>
- Bernheim, B. D. (1989). A neoclassical perspective on budget deficits. *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), 55-72. <https://doi.org/10.1257/jep.3.2.55>
- Berthelemy, J. C., & Varoudakis, A. (1996). Economic growth, convergence clubs, and the role of financial development. *Oxford Economic Papers*, 48(2), 300-328. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.oep.a028570>
- Bhaduri, S., & Bhattacharya, A. (2018). Financial liberalization and allocation of capital: Dark side of the moon. *Journal of Quantitative Economics*, 16, 163-185. <https://doi.org/10.1007/s40953-018-0128-5>
- Bhattacharya, M., Inekwe, J., & Paramati, S. R. (2018). Remittances and financial development: Empirical evidence from heterogeneous panel of countries. *Applied Economics*, 50, 4099-4112. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1441513>
- Bilan, I., & Roman, A. (2014). Interconnections between public indebtedness and inflation in contemporary economies. *Economics & Sociology*, 7(4), 59. <https://doi.org/10.14254/2071-789X.2014/7-4/4>
- Bittencourt, M., Gupta, R., & Stander, L. (2014). Tax evasion, financial development and inflation: Theory and empirical evidence. *Journal of Banking & Finance*, 41, 194-208. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.01.009>

- Blackburn, K., Bose, N., & Capasso, S. (2012). Tax evasion, the underground economy and financial development. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 83(2), 243-253. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2012.05.019>
- Bleaney, M. (1996). Inflation and public debt. *Australian Economic Papers*, 35(66), 141-155. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8454.1996.tb00043.x>
- Bloch, H., & Tang, S. H. K. (2003). The role of financial development in economic growth. *Progress in Development Studies*, 3(3), 243-251. <https://doi.org/10.1191/1464993403ps063pr>
- Bongini, P., Iwanicz-Drozdowska, M., Smaga, P., & Witkowski, B. (2017). Financial development and economic growth: The role of foreign-owned banks in CESEE countries. *Sustainability*, 9(3), 335. <https://doi.org/10.3390/su9030335>
- Boothe, P. M., & Reid, B. G. (1989). Asset returns and government budgets in a small open economy: Empirical evidence for Canada. *Journal of Monetary Economics*, 23(1), 65-77. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(89\)90062-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(89)90062-7)
- Bose, N., Capasso, S., & Wurm, M. A. (2012). The impact of banking development on the size of shadow economies. *Journal of Economic Studies*, 39(6), 620-638. <https://doi.org/10.1108/01443581211274584>
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980) The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253. <https://doi.org/10.2307/2297111>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management*. Boston, MA: Cengage Learning Inc.
- Brown, R. P., Carmignani, F., & Fayad, G. (2013). Migrants' remittances and financial development: Macro-and micro-level evidence of a perverse relationship. *The World Economy*, 36(5), 636-660. <https://doi.org/10.1111/twec.12016>
- Brunner, K., & Meltzer, A. H. (1972). Friedman's monetary theory. *Journal of Political Economy*, 80(5), 837-851. <https://doi.org/10.1086/259940>

- Bua, G., Pradelli, J., & Presbitero, A. F. (2014). Domestic public debt in low-income countries: Trends and structure. *Review of Development Finance*, 4(1), 1-19.
- Buchanan, J. M. (1958). *Public principles of public debt*. Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- Buiter, W., & Lago, R. (2001). Debt in transition economies: Where is it heading, what can be done about it? *Revue d'économie financière*, 6, 191-213. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2001.4559>
- Burton, M., & Brown, B. (2009). *Financial system of the economy: Principles of money and banking*. New York, NY: Routledge.
- Bülbül, D. (2003). Devlet Borçlanmasının Sosyal ve Ekonomik Etkileri. *Ekonomik Yaklaşım*, 14(46), 121-140. <https://doi.org/10.5455/ey.10375>
- Caballero, R. J., & Krishnamurthy, A. (2004). *Fiscal policy and financial depth growth* (NBER Working Paper No. 10532). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10532>
- Campos, N. F., Karanasos, M. G., & Tan, B. (2012). Two to tangle: Financial development, political instability and economic growth in Argentina. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 290-304. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.07.011>
- Canh, N. P. (2018). The effectiveness of fiscal policy: Contributions from institutions and external debts. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 25(1), 50-66. <https://doi.org/10.1108/JABES-05-2018-0009>
- Canh, N. P., & Thanh, S. D. (2020). Financial development and the shadow economy: A multi-dimensional analysis. *Economic Analysis and Policy*, 67, 37-54. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2020.05.002>
- Capasso, S., & Jappelli, T. (2013). Financial development and the underground economy. *Journal of Development Economics*, 101, 167-178. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2012.10.005>

- Caporale, G. M., Rault, C., Sova, A. D., & Sova, R. (2009). *Financial development and economic growth: Evidence from 10 new European Union members* (DIW Berlin Discussion Paper No. 940). Berlin: German Institute for Economic Research. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1499786>
- Caporale, G. M., Rault, C., Sova, A. D., & Sova, R. (2015). Financial development and economic growth: Evidence from 10 new European Union members. *International Journal of Finance & Economics*, 20(1), 48-60. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1498>
- Cecchetti, S., Kharroubi, E. (2012). *Reassessing the impact of finance on growth* (BIS Working Paper No. 381). Switzerland: Bank for International Settlements.
- Cesaroni, T., & De Santis, R. (2015). *Current account 'core-periphery dualism' in the EMU* (LEQS Paper No. 90/2015). LSE Europe in Question Discussion Paper Series. London: London: London School of Economics and Political Sciences. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2587206>
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2002). *Capital account liberalization, institutions and financial development: Cross country evidence* (NBER Working Paper No. 8967). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w8967>
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.05.010>
- Chinn, M. D., Prasad, E. S. (2003). Medium-term determinants of current account in industrial and developing countries: An empirical exploration. *Journal of International Economics* 59 (1), 47–76. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(02\)00089-2](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00089-2)
- Choi, B. (2019). Financial development, endogenous dependence on external financing, and trade. *Economica*, 87, 346, 530-587. <https://doi.org/10.1111/ecca.12309>

- Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E. & Levine, R. (2012). *Benchmarking financial systems around the World* (World Bank Policy Research Working Paper No.6175). Washington, DC: The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-6175>
- Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A., Huizinga, H. (1998). *How does foreign entry affect the domestic banking market?* (World Bank Policy Research Working Paper No.1918). Washington, DC: The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-1918>
- Claessens, S., & Laeven, L., (2003). Financial development, property rights, and growth. *Journal of Finance*, 58, 2401-2436. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00610.x>
- Clements, B., Bhattacharya, R., & Nguyen, T. Q. (2003). *External debt, public investment and growth in low-income countries* (IMF Working Paper No. 03/249). Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451875904.001>
- Cojocaru, L., Falaris, E. M., Hoffman, S. D., & Miller, J. B. (2016). Financial system development and economic growth in transition economies: New empirical evidence from the CEE and CIS countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(1), 223-236. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1013828>
- Constantine, C. (2014). *Rethinking the twin deficits* (MPRA Paper No. 58798). Munich Personal RePEc Archive. Munich, Germany: Munich University Library. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/58798/>
- Cottarelli, C., Dell'Ariccia, G., & Vladkova-Hollar, I. (2003). *Early birds, late risers, and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in central and eastern Europe and the Balkans* (IMF Working Paper No. 03/213). Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451874969.001>
- Çalışkan, Z. D. (2019). Political stability and financial development: Evidence from Turkey. *Fiscaeconomia*, 3(3), 72-79. <https://doi.org/10.25295/fsecon.2019.03.005>

- Dabla-Norris, E., & Srivisal, N. (2013). *Revisiting the link between finance and macroeconomic volatility* (IMF Working Paper No. 13/29). Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781475543988.001>
- Dabrowski, M. (1995). *Western aid conditionality and the post-communist transition*. (CASE Network Studies and Analyses No. 37). Warsaw, Poland: Center for Social and Economic Research. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1479560>
- Dana, L. P., & Ramadani, V. (2015). Context and uniqueness of transition economies. In L. P. Dana & V. Ramadani (Eds.), *Family businesses in transition economies* (pp. 39-69). Cham, Switzerland: Springer International Publishing AG. https://doi.org/10.1007/978-3-319-14209-8_3
- Darrat, A. F. (1988). Have large budget deficits caused rising trade deficits? *Southern Economic Journal*, 54(4), 879-887. <https://doi.org/10.2307/1059523>
- Das, P. (2019). *Econometrics in theory and practice: Analysis of cross section, time series and panel data with Stata 15.1*. Singapore: Springer Nature Singapore Ltd. <https://doi.org/10.1007/978-981-32-9019-8>
- De la Fuente, A., & Marin, J. M. (1996). Innovation, bank monitoring, and endogenous financial development. *Journal of Monetary Economics*, 38(2), 269-301. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(96\)01277-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(96)01277-9)
- Deidda, L., & Fattouh, B. (2002). Non-linearity between finance and growth. *Economics Letters*, 74(3), 339-345. [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(01\)00571-7](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(01)00571-7)
- Demir, İ. C. (2015). *Kamu maliyesi*. Afyonkarahisar: Limit Yayınları.
- Demir, M., & Sever, E. (2008). Kamu iç borçlanmasının büyüme, faiz ve enflasyon oranı üzerindeki etkileri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(25), 170-196.
- Demirguc-Kunt, A. (2006). *Finance and economic development: Policy choices for developing countries*. Washington, DC: The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3955>

- Demirgüç-Kunt, A., Córdoba, E. L., Pería, M. S. M., & Woodruff, C. (2011). Remittances and banking sector breadth and depth: Evidence from Mexico. *Journal of Development Economics*, 95(2), 229-241. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2010.04.002>
- Demirgüç-Kunt, A., & Detragiache, E. (1998). The determinants of banking crises in developing and developed countries. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 45(1), 81-109. DOI: 10.2307/3867330
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1999). *Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons* (Policy Research Working Papers). Washington, DC: The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2143>
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2008). *Finance, financial sector policies, and long-run growth* (Policy Research Working Paper No. 4469). Washington, DC: The World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6443>
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2009). Finance and inequality: Theory and evidence. *Annual Review of Financial Economics*, 1, 287-318. <https://doi.org/10.1146/annurev.financial.050808.114334>
- Demirhan, H. (2018). Devlet borçlarının etkileri. K. Tüğen, H. Egeli, & H. Tandırcıoğlu (Ed.), *Devlet borçları* içinde (ss. 153-190). İzmir: Kitapana Yayınevi.
- Department for International Development [DFID] (2004). *The importance of financial sector development for growth and poverty reduction* (Policy Division Working Paper). London: Policy Division, Department for International Development.
- Desbordes, R., & Wei, S. J. (2017). The effects of financial development on foreign direct investment. *Journal of Development Economics*, 127, 153-168 <http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2017.02.008>
- Devarajan, S., Swaroop, V., & Zou, H. F. (1996). The composition of public expenditure and economic growth. *Journal of monetary economics*, 37(2), 313-344. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(96\)90039-2](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(96)90039-2)

- Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414. <https://doi.org/10.2307/2297430>
- Diamond, P. (1965). National debt in a neoclassical growth model. *American Economic Review*, 55, 1126-1150.
- Do, Q. T., & Levchenko, A. A. (2004). *Trade and financial development* (World Bank Policy Research Working Paper No. 3347). Washington, DC: The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3347>
- Doğan, S. (2006). Keynesyen Teori'ye bir tepki: Arz yanlı iktisat. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 6(12), 252-272.
- Dumitrescu, E. I., & Hurlin, C. (2012). Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels. *Economic Modelling*, 29(4), 1450-1460. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2012.02.014>
- Dünya Bankası (2002). *Financial sector assessment : Bulgaria*. Washington, DC: The World Bank <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/15947>
- Dünya Bankası (2020a). *Global financial development database* (GFDD October 2019 Version) [Veri seti]. Erişim adresi: <http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database>
- Dünya Bankası (2020b). *Foreign direct investment, net inflows (% of GDP)* [Veri seti]. Erişim adresi: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>
- Dünya Bankası (2020c). *Personal remittances, received (% of GDP)* [Veri seti]. Erişim adresi: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.DT.GD.ZS>
- Dünya Bankası, & IMF (2005). *Financial sector assessment: A handbook*. Washington, DC. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsa/eng/index.htm>
- Eberhardt, M., & Bond, S. (2009). *Cross-section dependence in nonstationary panel models: A novel estimator* (MPRA Paper No. 17692). Munich Personal RePEc

Archive. Munich, Germany: Munich University Library. http://mpira.ub.uni-muenchen.de/17692/1/MPRA_paper_17692.pdf

Eberhardt, M., & Teal, F. (2010). *Productivity analysis in global manufacturing production* (Economics Series Working Paper No. 515). University of Oxford, Department of Economics.

Edge, R. M., & Liang, J. N. (2019). *New financial stability governance structures and central banks* (Finance and Economics Discussion Series 2019-019). Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2019.019>.

Edizdoğan, N. & Çetinkaya, Ö. (2012). *Kamu bütçesi* (3. baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Edizdoğan, N., Çetinkaya, Ö., & Gümüş, E. (2011). *Kamu maliyesi* (2. baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Egeli, H., & Özen, A. (2017). *Bütçe politikası*. İzmir: Kitapana Basım Yayım Dağıtım.

Égert, B. (2012). *Public debt, economic growth and nonlinear effects: Myth or reality?* (OECD Economic Department Working Paper No. 993). OECD Publishing. [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=EC/O/WKP\(2012\)70&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=EC/O/WKP(2012)70&docLanguage=En)

Elmendorf, D. W., & Mankiw, N. G. (1999). Government debt. *Handbook of Macroeconomics, I*, 1615-1669. [https://doi.org/10.1016/S1574-0048\(99\)10038-7](https://doi.org/10.1016/S1574-0048(99)10038-7)

Emirmahmutoğlu, F., & Köse, N. (2011). Testing for Granger causality in heterogeneous mixed panels. *Economic Modelling*, 28, 870-876. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2010.10.018>

Emran, M. S., & Farazi, S. (2008). *Government borrowing and private credit: Evidence from developing countries* (World Bank Working Papers). Washington, DC: The World Bank

- Emran, M. S., & Farazi, S. (2009). *Lazy banks? Government borrowing and private credit in developing countries* (IIEP Working Paper No. 2009-9). Washington, DC: Institute for International Economic Policy. https://www2.gwu.edu/~iiep/assets/docs/papers/Emran_IIEPWP2009-9.pdf
- Enders, W., & Lee, B. S. (1990). Current account and budget deficits: Twins or distant cousins? *Review of Economics and Statistics*, 72(3), 373-381. <https://doi.org/10.2307/2109344>
- Engen, E. M., & Hubbard, R. G. (2004). Federal government debt and interest rates. *NBER Macroeconomics Annual*, 19, 83-138. <https://doi.org/10.1086/ma.19.3585331>
- Erol, A. (1992). *Ekonomik etkileri açısından Türkiye’de devlet borçları (1981-1990)*. Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı Yayın No:1992/324, Ankara.
- Essien, S. N., Agboegbulem, N., Mba, M. K., & Onumonu, O. G. (2016). An empirical analysis of the macroeconomic impact of public debt in Nigeria. *CBN Journal of Applied Statistics*, 7(1), 125-145.
- Evans, P. (1987). Do budget deficits raise nominal interest rates?: Evidence from six countries. *Journal of Monetary Economics*, 20(2), 281-300. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(87\)90017-1](https://doi.org/10.1016/0304-3932(87)90017-1)
- Fabozzi, F. J. (2008). Overview of financial instruments and financial markets. In F.J. Fabozzi (Ed.), *Handbook of finance* (Volume 1) (pp. 3-8). Hoboken: John Wiley & Sons Inc. <https://doi.org/10.1002/9780470404324.hof001005>
- Fabozzi, F. J., & Jones, F. J. (2014). *Foundations of financial markets and institutions* (fourth edition). Edinburgh Gate, Harlow, United Kingdom: Pearson Education Limited.
- Feldstein, M. (1992). *The budget and trade deficits aren’t really twins* (NBER Working Paper No. 3966). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w3966>

- Fernández Martin, A., & Tamayo, C. E. (2015). *From institutions to financial development and growth: What are the links?* (IDB Working Paper No.565). Inter-American Development Bank.
- Fischer, S., Sahay, R., & Vegh, C. A. (2002). Modern hyper- and high inflations. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 837-880. <https://doi.org/10.1257/jel.40.3.837>
- Frankel, J. (2003). *National institutions and the role of the IMF* (Harvard University Faculty Research Working Papers Series, No. RWP03-10). Cambridge, MA: Harvard University John F. Kennedy School of Government. <https://doi.org/10.2139/ssrn.392401>
- Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. (2009). Ownership: Evolution and regulation. *Journal of Financial Studies*, 22, 4009–4022. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn108>
- Friedman, M. (1968). *Dollars and deficits: Inflation, monetary policy and the balance of payments*. New Jersey: Prentice Hall.
- Fujii, E. (2019). What does trade openness measure? *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 81(4), 868-888. <https://doi.org/10.1111/obes.12275>
- Gali, J. (2008). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the New Keynesian framework*. New Jersey: Princeton University Press.
- Gamber, E., & Seliski, J. (2019). *The effect of government debt on interest rates* (Congressional Budget Office Working Paper No. 55018). Washington, DC: Congressional Budget Office.
- Ganda, F. (2019). The environmental impacts of financial development in OECD countries: A panel GMM approach. *Environmental Science and Pollution Research*, 26(7), 6758-6772. <https://doi.org/10.1007/s11356-019-04143-z>
- García, E. D. T. (2012). Financial globalization and financial development in transition countries. *Economía: Teoría y Práctica*, (36), 155-178.

- Gatti, D., Rault, C., & Vaubourg, A. G. (2009). *Unemployment and finance: How do financial and labour market factors interact?* (CESifo Working Paper No. 2901). Munich, Germany.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1536452
- Gazdar, K., & Cherif, M. (2014). The quality of institutions and financial development in mena countries: An empirical investigation. *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 4 (4-1), 65-80.
<https://doi.org/10.22495/rgecv4i4c1art1>
- Gebrehiwot, A., Esfahani, N., & Sayin, M. (2016). The relationship between FDI and financial sector development: The case of sub-Saharan African region. *International Journal of Regional Development* 3, 64–80.
- Girma, S., & Shortland, A. (2008). The political economy of financial development. *Oxford Economic Papers*, 60(4), 567-596.
<https://doi.org/10.1093/oep/gpm040>
- Githaiga, P. N., & Kabiru, C. G. (2014). Remittances as a determinant of financial sector development. *Journal of Business Economics and Finance*, 3(4), 398-424.
- Giuliano, P., & Ruiz-Arranz, M. (2009). Remittances, financial development, and growth. *Journal of Development Economics*, 90, 144–152.
<https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.10.005>
- Gnangnon, S. K. (2019). *Financial development and tax revenue in developing countries: Investigating the international trade and economic growth channels*. Kiel, Hamburg: ZBW – Leibniz Information Centre for Economics.
<https://www.econstor.eu/handle/10419/206628>
- Gobbi, G., & Zizza, R. (2007). *Does the shadow economy hold back financial deepening? Evidence from the Italian credit market* (CEP Discussion Paper No. 789). London: Centre for Economic Performance.

- Gogas, P., Plakandaras, V., & Papadimitriou, T. (2014). Public debt and private consumption in OECD countries. *The Journal of Economic Asymmetries*, 11, 1-7. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2014.03.001>
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Goldstein, M., & Xie, D. (2009). *The impact of the financial crisis on emerging Asia* (Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 09-11). Washington, DC: Peterson Institute for International Economics. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1499875>
- Gómez-Puig, M., & Sosvilla-Rivero, S. (2015). *On the bi-directional causal relationship between public debt and economic growth in EMU countries* (University of Barcelona Research Institute of Applied Economics Working Paper No. 15-06). The Spanish Association of International Economics and Finance (AEEFI). <https://ideas.repec.org/p/aece/wpaper/1506.html>
- Gómez-Puig, M., & Sosvilla-Rivero, S. (2017). *Public debt and economic growth: Further evidence for the Euro area* (Research Institute of Applied Economics Working Paper No. 2017/15). Research Institute of Applied Economics. http://www.ub.edu/irea/working_papers/2017/201715.pdf
- Gray, S., & Blejer, M. (2006). The gulf cooperation council region: Financial market development, competitiveness, and economic growth. *IMF*, 1(4), 41–51.
- Greene, J. E. (2012). *Public finance: An international perspective*. Hackensack, NJ: World Scientific Publishing Company Co. Pte. Ltd.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy*, 98(5, Part 1), 1076-1107. <https://doi.org/10.1086/261720>
- Greenwood, J., & Smith, B. D. (1997). Financial markets in development, and the development of financial markets. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(1), 145-181. [https://doi.org/10.1016/0165-1889\(95\)00928-0](https://doi.org/10.1016/0165-1889(95)00928-0)

- Greiner, A. (2011). Economic growth, public debt and welfare: Comparing three budgetary rules. *German Economic Review*, 12, 205-222. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0475.2010.00516.x>
- Grier, K., & Ye, H. (2009). Twin sons of different mothers: The long and the short of the deficits debate. *Economic Inquiry*, 47(4), 625-638. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2008.00162.x>
- Gros, D., & Alcidi, C. (2010). The impact of the financial crisis on the real economy. *Intereconomics*, 45(1), 4-20. <http://dx.doi.org/10.1007/s10272-010-0320-0>
- Grosfeld, I. (1994). *Comparing financial systems, problems of information and control in economies in transition* (CASE Network Studies and Analyses No. 26). Warsaw, Poland: Center for Social and Economic Research. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1478494>
- Gruber, J. (2013). *Public finance and public policy* (4th edition). New York, NY: Worth Publisher.
- Gupta, K. L. (1984). *Finance and economic growth in developing countries*. London: Croom Helm.
- Gupta, S., Pattillo, C.A., & Wagh, S. (2009). Effect of remittances on poverty and financial development in Sub-Saharan Africa. *World Development*, 37(1), 104–115. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2008.05.007>
- Gurkov, I. (2015). Transition economy. In C.L. Cooper, M. Vodosek, D.N. Hartog, & J.M. McNett (Eds.). *Wiley encyclopedia of management* (pp. 1-3). Hoboken, NJ, USA: John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781118785317.weom060204>
- Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1967). Financial structure and economic development. *Economic Development and Cultural Change*, 15(3), 257-268. <https://doi.org/10.1086/450226>

- Hacker, R. S., & Hatemi-J, A. (2006) Testing for causality between integrated variables using asymptotic and bootstrap distributions: Theory and application. *Applied Economics*, 38(13), 1489-1500. <https://doi.org/10.1080/00036840500405763>
- Hakro, A.N. (2009). Twin deficits causality link-evidence from Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 24, 54-70.
- Handoyo, R. D., Erlando, A., & Astutik, N. T. (2020). Analysis of twin deficits hypothesis in Indonesia and its impact on financial crisis. *Heliyon*, 6(1), e03248. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e03248>
- Hanh, P. T. H. (2010). *Financial development, financial openness and trade openness: New evidence* (FIW working paper No. 60). Vienna: FIW-Research Centre International Economics
- Hartmann, P., Heider, F., Papaioannou, E., & Duca, M. L. (2007). *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe* (ECB Occasional Paper Series No. 72). European Central Bank.
- Hassan, M. K., Sanchez, B., & Yu, J. (2011). Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 51(1), 88-104. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2010.09.001>
- Hatemi-J, A. (2008). Tests for cointegration with two unknown regime shifts with an application to financial market integration. *Empirical Economics*, 35(3), 497-505. <https://doi.org/10.1007/s00181-007-0175-9>
- Hauner, D. (2009). Public debt and financial development. *Journal of Development Economics*, 88 (1), 171-183. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.02.004>
- Henri, N., Luc, N. N., & Larissa, N. (2019). The long-run and short-run effects of foreign direct investment on financial development in African countries. *African Development Review*, 31(2), 216-229. <https://doi.org/10.1111/1467-8268.12379>

- Herekman, A. (1988). *Kamu maliyesi (devlet faaliyetleri ve finansman teknikleri) cilt I* (Tıpkı 2. bası). Ankara: Sevinç Matbaası.
- Herndon, T., Ash, M., & Pollin, R. (2014). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38, 257-279. <https://doi.org/10.1093/cje/bet075>
- Hillman, A. L. (2009). *Public finance and public policy: Responsibilities and limitations of government* (2nd edition). New York: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511813788>
- Holtfrerich, C. L. (2013). *Government debt in economic thought of the long 19th century* (School of Business & Economics Discussion Paper No. 2013/4). Berlin, Germany: Freie Universität.
- Honohan, P. (2004). Financial development, growth and poverty: How close are the links? In C. A. E. Goodhart (Ed.), *Financial development and economic growth* (pp. 1-37). London: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/9780230374270_1
- Horioka, C. Y., & Terada-Hagiwara, A. (2012). The determinants and long-term projections of saving rates in developing Asia. *Japan and the World Economy*, 24(2), 128-137. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2012.01.006>
- Houthakker, H. S., & Williamson, P. J. (1996). *The economics of financial markets*. New York: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/019504407X.001.0001>
- Howells, P. G., & Bain, K. (2008). *The economics of money, banking and finance* (fourth edition). Harlow, England: Pearson Education Limited.
- Hsu, P. H., Tian, X., & Xu, Y. (2014). Financial development and innovation: Cross-country evidence. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 116–135. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.12.002>
- Huang, Y. (2010). *Determinants of financial development*. Hampshire: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.26530/OAPEN_392749

- Hunt, E. K., & Lautzenheiser, M. (2011). *History of economic thought: A critical perspective*. New York: ME Sharpe.
- Hyman, D. N. (2010). *Public finance: A contemporary application of theory to policy* (10th edition). OH, USA: Cengage Learning.
- Ibrahim, M., & Sare, Y. A. (2018). Determinants of financial development in Africa: How robust is the interactive effect of trade openness and human capital? *Economic Analysis and Policy*, 60, 18-26.
<https://doi.org/10.1016/j.eap.2018.09.002>
- Ihori, T. (2017). *Principles of public finance*. Singapore: Springer Nature Singapore Pte Ltd. <https://doi.org/10.1007/978-981-10-2389-7>
- Ilo, B. M. (2015). Capital market and unemployment in Nigeria. *Acta Universitatis Danubius. Œconomica*, 11(5), 129-140.
- ILO (2010). *Global employment trends*. Geneva: International Labour Organization.
- Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115(1), 53-74.
[https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(03\)00092-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(03)00092-7)
- IMF (2000). *Transition economies: An IMF perspective on progress and prospects*. . Washington, DC: International Monetary Fund. <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/110300.htm> adresinden 10.12.2019 tarihinde alınmıştır.
- IMF (2011). *Public sector debt statistics: Guide for compilers and users*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2014). *Government finance statistics manual 2014 (GFSM 2014)*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2016). *Historical public debt database (HPDD)* [Veri seti]. Erişim adresi: <https://data.imf.org/?sk=806ED027-520D-497F-9052-63EC199F5E63>

- IMF (2020). *Financial development index (FDI) database* [Veri seti]. Erişim adresi: <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>
- Ismihan, M., & Ozkan, F. G., (2012). Public debt and financial development: A theoretical exploration. *Economic Letters*, 115(3), 248-351. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2011.12.040>
- Işık, A. K., Karayılmazlar, E., Organ, İ., & Işık, H. (2005). *Kamu maliyesi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Işık, Ö., & Belke, M. (2017). An empirical analysis of the determinants of net interest margins of Turkish listed banks: Panel data evidence from post-crisis era. *Sosyoekonomi*, 25(34), 227-245. DOI: 10.17233/sosyoekonomi.322057
- Ito, H., & Chinn, M. (2007). *East Asia and global imbalances: saving, investment, and financial development* (NBER Working Paper No. 13364). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w13364>
- İlgün, M. F. (2016). Financial development and domestic public debt in emerging economies: A panel cointegration analysis. *Journal of Applied Economics and Business Research*, 6, 284-296.
- Jácome, L. I., Matamoros-Indorf, M., Sharma, M., & Townsend, S. (2012). *Central bank credit to the government: What can we learn from international practices?* (IMF Working Paper No. 12/16). Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781463931216.001>
- Jalilian, H., & Kirkpatrick, C. (2002). Financial development and poverty reduction in developing countries. *International Journal of Finance & Economics*, 7(2), 97-108. <https://doi.org/10.1002/ijfe.179>
- Janda, K., & Kravtsov, O. (2017). *Time-varying effects of public debt on the financial and banking development in the central and eastern Europe* (MPRA Paper No. 77325). Munich Personal RePEc Archive. Munich, Germany: Munich University Library. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/77325/1/MPRA_paper_77325.pdf

- Jeanneney, S. G., Hua, P., & Liang, Z. (2006). Financial development, economic efficiency, and productivity growth: Evidence from China. *The Developing Economies*, 44(1), 27-52. <https://doi.org/10.1111/j.1746-1049.2006.00002.x>
- Jeanneney, S. G., & Kpodar, K. (2011). Financial development and poverty reduction: Can there be a benefit without a cost? *Journal of Development Studies*, 47(1), 143-163. <https://doi.org/10.1080/00220388.2010.506918>
- Jha, S., Prasad, E., & Terada-Hagiwara, A. (2009). *Saving in Asia: Issues for rebalancing growth* (Asian Development Bank Working Paper Series No. 162). Manila, Philippines: Asian Development Bank. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1611474>
- Johansen, S., & Juselius, K. (1990). Maximum likelihood estimation and inference on cointegration—with applications to the demand for money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), 169-210. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1990.mp52002003.x>
- Johnson, S., McMillan, J., & Woodruff, C. (2002). Courts and relational contracts. *Journal of Law, Economics, and organization*, 18(1), 221-277. <https://doi.org/10.1093/jleo/18.1.221>
- Jong-Il, Y. & Dutt, A. K. (1996). Government debt, income distribution and growth. *Cambridge Journal of Economics*, 20(3), 335-351. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.cje.a013619>
- Jung, W. S. (1986). Financial development and economic growth: International evidence. *Economic Development and Cultural Change*, 34(2), 333-346. <https://doi.org/10.1086/451531>
- Kakhkharov, J. (2014). *The impact of remittances on financial development: The case of transition economies of Central & Eastern Europe and former Soviet Union* (Griffith Business School Discussion Papers-Economics, No. 2014-09). Australia: Griffith University. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2647837>
- Kanberoğlu, Z. (2014). Finansal sektör gelişimi ve işsizlik: Türkiye örneği. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(1), 83-93.

- Kanca, O. C., & Bayrak, M. (2019). Bütçenin mahiyeti ve 2002 sonrası merkezi yönetim bütçesinin mali disiplin ekseninde incelenmesi. *Balkan Journal of Social Sciences/Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(16), 147-155.
- Kar M., & Pentecost, E.J. (2000). *Financial development and economic growth in Turkey: Further evidence on the causality issue* (Economic Research Paper No. 00/27). Loughborough: Loughborough University, Centre for International, Financial and Economics Research.
- Karakaplan, M. U. (2009). The conditional effects of external debt on inflation. *Journal of Social and Economic Research*, 9(17), 203-217.
- Karikari, N. K., Mensah, S., & Harvey, S. K. (2016). Do remittances promote financial development in Africa? *Springer Plus*, 5(1), 1011. <https://doi.org/10.1186/s40064-016-2658-7>
- Kasa, K. (1994). Finite horizons and the twin deficits. *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, 3, 19-28.
- Kearney, C., & Monadjemi, M. (1990). Fiscal policy and current account performance: International evidence on the twin deficits. *Journal of Macroeconomics*, 12(2), 197-219. [https://doi.org/10.1016/0164-0704\(90\)90029-A](https://doi.org/10.1016/0164-0704(90)90029-A)
- Kettel, B. (2002). *Economics for financial markets*. Woburn, MA: Butterworth-Heinemann.
- Khan, A. (2019). *Fundamentals of public budgeting and finance*. Cham, Switzerland: Springer Nature Switzerland AG. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-19226-6>
- Khan, M. A., Qayyum, A., Sheikh, S. A., & Siddique, O. (2005). Financial development and economic growth: The case of Pakistan [with Comments]. *The Pakistan Development Review*, 44(4), 819-837. <https://doi.org/10.30541/v44i4Ipp.819-837>
- Kim, D. H., Wu, Y. C., & Lin, S. C. (2017). Heterogeneity in the effects of government size and governance on economic growth. *Economic Modelling*, 68, 205–216. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.07.014>

- King, R. G., & Levine, R. (1993a). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737. <https://doi.org/10.2307/2118406>
- King, R. G., & Levine, R. (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513–542. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90028-E](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90028-E)
- Kirmanoglu, H. (2017). *Kamu ekonomisi analizi (6. baskı)*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Koçbulut, Ö., & Barış, S. (2016). Avrupa Birliği ülkelerinde ihracat ve doğrudan yabancı yatırımların kadın istihdamı üzerindeki etkisi: Panel veri analizi. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 1(2), 22-39.
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2010). Financial globalization and economic policies. In D. Rodrik & M. Rosenzweig (Eds.), *Handbook of development economics* (Vol. 5) (pp. 4283-4359). Netherlands, North-Holland: Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-52944-2.00003-3>
- Kouassi, E., Mougoue, M., & Kymn, K. O. (2004). Causality test of the relationship between the twin deficits. *Empirical Economics* 29(3), 503-525. <https://doi.org/10.1007/s00181-003-0181-5>
- Kourtellos, A., Stengos, T., & Tan, C. M. (2013). The effect of public debt on growth in multiple regimes. *Journal of Macroeconomics*, 38, 35-43. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2013.08.023>
- Krugman, P. (1988). Financing vs. forgiving a debt overhang. *Journal of Development Economics*, 29, 253-268. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(88\)90044-2](https://doi.org/10.1016/0304-3878(88)90044-2)
- Kulhánek, L., Polouček, S., & Stavárek, D. (2004). The financial and banking sectors in transition countries. In S. Polouček (Ed.), *Reforming the financial sector in central European countries* (pp. 1-30). London: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/9781403937803_1

- Kumar, R. R. (2013). Remittances and economic growth: A study of Guyana. *Economic Systems*, 37(3), 462-472.
<https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2013.01.001>
- Kumar, S. M., & Woo, J. (2010). *Public debt and growth* (IMF Working Paper No. 10/174). Washington, DC: International Monetary Fund.
<https://doi.org/10.5089/9781455201853.001>
- Kumhof, M., Tanner, E. (2005). *Government debt: A key role in financial intermediation* (IMF Working Paper No. 05/57). Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451860764.001>
- Kurz, H. D. (2016). *Economic thought: A brief history*. Columbia University Press.
<https://doi.org/10.7312/kurz17258>
- Kusairi, S., Maulina, V., & Margaretha, F. (2019). Public debt and private consumption in Asia Pacific countries: Is there evidence for Ricardian equivalence? *Journal of International Studies*, 12(1).
<https://doi.org/10.14254/2071-8330.2019/12-1/3>
- Küçükkalay, A. M. (2015). *İktisadi düşünce tarihi* (4. baskı). İstanbul: Beta Yayınları.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- Laffer, A. B. (2004). The Laffer curve: Past, present, and future. *Backgrounders*, 1765, 1-16.
- Lau, E., & Haw, C.T. (2003). Transmission mechanism of twin deficit hypothesis: Evidence from two neighbouring countries. *INTI Journal*, 1(3), 159-166.
- Lau, E., & Tang, T.C. (2009). Twin deficits in Cambodia: An empirical study. *Economics Bulletin*, 29(4), 2783-2794.
- Law, S. H., & Azman-Saini, W. (2008). *The quality of institutions and financial development* (MRPA Working Paper No. 12107). Munich Personal RePEc Archive. Munich, Germany: Munich University Library.

- Leeper, E. (1991). Equilibria under 'active' and 'passive' monetary policies. *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129–147. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(91\)90007-B](https://doi.org/10.1016/0304-3932(91)90007-B)
- Lerner, A. P. (1943). Functional finance and the federal debt. *Social research*, 10(1), 38-51.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Levine, R. (1999). Law, finance, and economic growth. *Journal of Financial Intermediation*, 8(1-2), 8-35. <https://doi.org/10.1006/jfin.1998.0255>
- Levine, R. (2001). International financial liberalization and economic growth. *Review of International Economics*, 9(4), 688-702. <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00307>
- Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation*, 11, 398-428. <http://dx.doi.org/10.1006/jfin.2002.0341>
- Levine, R. (2004). *Finance and growth: Theory and evidence* (NBER Working Paper No. 10766). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10766>
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), *Handbook of economic growth* (Volume 1A) (pp. 865-934). North-Holland. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 537-558. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-1690>
- Loayza, N., Schmidt-Hebbel, K., & Servén, L. (2000). What drives private saving across the world? *The Review of Economics and Statistics*, 82(2), 165-181. <https://doi.org/10.1162/003465300558678>

- Lucas, R.E. Jr. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22, 3–42. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7)
- Ludvigson, S. (1996). The macroeconomic effects of government debt in a stochastic growth model. *Journal of Monetary Economics*, 38(1), 25–45. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(96\)01271-8](https://doi.org/10.1016/0304-3932(96)01271-8)
- Luintel, K. B., & Khan, M. (1999). A quantitative reassessment of the finance-growth nexus: Evidence from a multivariate VAR. *Journal of Development Economics*, 60(2), 381–405. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(99\)00045-0](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(99)00045-0)
- Luo, Y., Zhang, C., & Zhu, Y. (2016). Openness and financial development in China: The political economy of financial resources distribution. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2115–2127. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1186451>
- Lynch, D. (1996). Measuring financial sector development: A study of selected Asia-Pacific countries. *The Developing Economies*, 34(1), 1–27. <https://doi.org/10.1111/j.1746-1049.1996.tb00727.x>
- Ma, Y., & Lin, X. (2016). Financial development and the effectiveness of monetary policy. *Journal of Banking & Finance*, 68, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.03.002>
- Madura, J. (2015). *Financial markets and institutions* (11th edition). Stamford, CT: Cengage Learning.
- Maki, D. (2012). Tests for cointegration allowing for an unknown number of breaks. *Economic Modelling*, 29(5), 2011–2015. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2012.04.022>
- Malik, A., & Temple, J. R. (2009). The geography of output volatility. *Journal of Development Economics*, 90(2), 163–178. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.10.003>

- Marvasti, B. M., & Razzaghi, S. (2020). Investigating the determinants of financial development in OPEC countries: An application of Bayesian model averaging approach. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10 (1), 342-352. <https://doi.org/10.32479/ijeep.8498>
- Matei, I. (2020). Is financial development good for economic growth? Empirical insights from emerging European countries. *Quantitative Finance and Economics*, 4(4), 653-678. <https://doi.org/10.3934/QFE.2020030>
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and capital in economic development*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Medema, S.G., & Samuels, W.J. (2003). *The history of economic thought: A reader*. NY: Routledge. <https://doi.org/10.4324/9780203380291>
- Meierrieks, D. (2014). Financial development and innovation: Is there evidence of a Schumpeterian finance-innovation nexus? *Annals of Economics and Finance*, 15(2), 343–363.
- Meriç, M. (2013). *Devlet borçları*. Ankara: Şafak Matbaacılık San. Tic. Ltd. Şti.
- Miller, D. P., & Puthenpurackal, J. J. (2005). Security fungibility and the cost of capital: Evidence from global bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 849-872. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002003>
- Minea, A., & Parent, A. (2012). *Is high public debt always harmful to economic growth? Reinhart and Rogoff and some complex nonlinearities* (CERDI Working Paper No. E 2012.18). Clermont-Ferrand: University of Auvergne. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00700471/document>
- Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking, and financial markets*. Harlow, United Kingdom: Pearson Education Limited.
- Mishra, P., & Montiel, P. (2013). How effective is monetary transmission in low-income countries? A survey of the empirical evidence. *Economic Systems*, 37(2), 187-216. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2012.12.001>

- Morgül, O. (2000). Avrupa Birliği'nde sanayi politikası ve kobiler. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(1), 245-256.
- Musgrave, R. A. (1949). Debt management and inflation. *The Review of Economics and Statistics*, 31(1), 25-29. <https://doi.org/10.2307/1927190>
- Musgrave, R. A. (1959). *The theory of public finance*. New York: McGraw-Hill.
- Musgrave, R. A., & Musgrave, P. B. (1989). *Public finance in theory and practice* (5th edition). New York: McGraw Hill.
- Mutluer, M. K., Öner, E., & Kesik, A. (2016). *Teoride ve uygulamada kamu maliyesi* (4. baskı). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myles, G.D. (1995). *Public economics*. New York, NY: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139170949>
- Naceur, S. B., Cherif, M., & Kandil, M. (2014). What drives the development of the MENA financial sector? *Borsa Istanbul Review*, 14(4), 212-223. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2014.09.002>
- Nadaroğlu, H. (1986). *Mahalli idareler*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Nadaroğlu, H. (2000). *Kamu maliyesi teorisi* (11. baskı). İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım AŞ.
- Neave, E. H. (2009). *Modern financial systems: Theory and applications*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. <https://doi.org/10.1002/9781118267714>
- Neusser, K., & Kugler, M. (1998). Manufacturing growth and financial development: Evidence from OECD countries. *Review of Economics and Statistics* 80, 638–646. <https://doi.org/10.1162/003465398557726>
- Newbery, D. M., & Stiglitz, J. E. (1984). Pareto inferior trade. *The Review of Economic Studies*, 51(1), 1-12. <https://doi.org/10.2307/2297701>

- Ngerebo-A, T. A. (2014). Domestic debt burden, debt overhang and inflationary pressure in Nigeria. *Journal of Empirical Economics*, 3(3), 172-183.
- Njangang, H. (2018). *Does financial development reduce the size of the informal economy in Sub-Saharan African countries?* (MRPA Paper No. 89851). Munich Personal RePEc Archive. Munich, Germany: Munich University Library.
- North, D. C. (1989). Institutions and economic growth: An historical introduction. *World development*, 17(9), 1319-1332.
[https://doi.org/10.1016/0305-750X\(89\)90075-2](https://doi.org/10.1016/0305-750X(89)90075-2)
- OECD (2015). *Regulation of insurance company and pension fund investment: OECD report to G20 finance ministers and central bank governors*.
<https://www.oecd.org/g20/summits/antalya/Regulation-of-Insurance-Company-and-Pension-Fund-Investment.pdf>
- OECD (2019), *National accounts of OECD countries, financial balance sheets 2019*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/g2g9fda0-en>.
- Ogbonna, B.C. (2014). Investigating for twin deficits hypothesis in South Africa. *Developing Country Studies*, 4(10), 142-162.
- Olayungbo, D.O., & Quadri, A. (2019). Remittances, financial development and economic growth in sub-Saharan African countries: Evidence from a PMG-ARDL approach. *Financial Innovation*, 5, 1-25.
<https://doi.org/10.1186/s40854-019-0122-8>
- Osikena, J., & Ugur, K. (2016). *Enterprising Africa: What role can financial inclusion play in driving employment-led growth?* London, United Kingdom: The Foreign Policy Centre.
- Outreville, J. F. (1999). *Financial development, human capital and political stability* (UNCTAD Discussion Paper No. 142). Geneva, Switzerland: United Nations Conference on Trade and Development.

- Owusu-Nantwi, V., & Erickson, C. (2016). Public debt and economic growth in Ghana. *African Development Review*, 28, 116-126. <https://doi.org/10.1111/1467-8268.12174>
- Özbilen, Ş. (2012). *Kamu maliyesi*. Ankara: Gazi Kitabevi Tic. Ltd. Şti.
- Özen, A., & Dikici, U. (2016). Katılımcı bütçeleme ve çeşitli ülke uygulamaları. *International Journal of Applied Economic and Finance Studies*, 1(1), 11-31.
- Öztürk, N. (2006). Ekonomide devletin değişen rolü. *Amme İdaresi Dergisi*, 39(1), 17-38.
- Öztürk, N. (2016). *Kamu ekonomisi* (2. baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Öztürk, N. (2020). *Kamu maliyesi* (5. baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: An overview. *Financial Markets and the Macroeconomy*, 3, 613–622. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(93\)90051-B](https://doi.org/10.1016/0014-2921(93)90051-B)
- Pagano, M., & Volpin, P. (2001). The political economy of finance. *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4), 502-519. <https://doi.org/10.1093/oxrep/17.4.502>
- Panizza, U. (2008). *Domestic and external public debt in developing countries* (UNCTAD Discussion Paper No. 188). Geneva, Switzerland: United Nations Conference on Trade and Development. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1147669>
- Panizza, U., & Presbitero, A.F. (2012). *Public debt and economic growth: Is there a causal effect?* (POLIS Working Paper. No. 198). Institute of Public Policy and Public Choice. https://www.digspes.uniupo.it/sites/default/files/elfinder_library/file/polis/public/RePEc/uca/ucapdv/panizza198.pdf
- Panizza, U., & Presbitero, A. F. (2013). *Public debt and economic growth in advanced economies: A survey* (MoFiR Working Paper No. 78). Ancona, Italy: Money and Finance Research Group, Università Politecnica Della Marche, Department of Economics and Social Sciences. <http://docs.dises.univpm.it/web/quaderni/pdfmofir/Mofir078.pdf>

- Parameswaran, S. (2011). *Fundamentals of financial instruments: An introduction to stocks, bonds, foreign exchange, and derivatives*. Solaris South Tower, Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.
<https://doi.org/10.1002/9781119199625>
- Patrick, H. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2), 74–189.
<https://doi.org/10.1086/450153>
- Pehlivan, O. (2019). *Kamu maliyesi*. Trabzon: Celepler Matbaacılık Yayın ve Dağıtım.
- Perez-Moreno, S. (2011). Financial development and poverty in developing countries: A causal analysis. *Empirical Economics*, 41(1), 57-80.
<https://doi.org/10.1007/s00181-010-0392-5>
- Pesaran, M. H. (2004). *General diagnostic tests for cross section dependence in panels* (CESifo Working Paper No. 1229). Munich, Germany.
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.
<https://doi.org/10.1002/jae.951>
- Pesaran, M. H. (2015). *Time series and panel data econometrics*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press.
<https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198736912.001.0001>
- Pesaran, M.H., Ullah, A., & Yamagata, T. (2008). A bias-adjusted LM test of error cross-section independence. *The Econometrics Journal*, 11(1), 105–127.
<https://doi.org/10.1111/j.1368-423X.2007.00227.x>
- Pesaran, M. H., & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50-93.
<https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2007.05.010>
- Petrescu, I.M. (2013). *Financial sector quality and tax revenue: Panel evidence*. Mimeo, University of Maryland.
- Pigou, A. C. (1928). *A study in public finance*. London: Macmillan.

- Plosser, C. I. (1982). Government financing decisions and asset returns. *Journal of Monetary Economics*, 9(3), 325-352. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(82\)90022-8](https://doi.org/10.1016/0304-3932(82)90022-8)
- Polat, B. (2018). The impact of workers' remittances on financial market development: A case study for developing countries. *Journal of Business Research-Turk*, 10(2), 27-36. <https://doi.org/10.20491/isarder.2018.417>
- Pressman, S. (1997). Consumption, income distribution and taxation: Keynes' fiscal policy. *Journal of Income Distribution*, 7(1), 29-44. [https://doi.org/10.1016/S0926-6437\(97\)80003-0](https://doi.org/10.1016/S0926-6437(97)80003-0)
- Prichard, W., Cobham, A., & Goodall, A. (2014). *The ICTD government revenue dataset* (ICTD Working Paper No. 19). Brighton, UK: International Centre for Tax and Development. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2496442>
- Raddatz, C. (2006). Liquidity needs and vulnerability to financial underdevelopment. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 677-722. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.012>
- Raifu, I. A. (2019) The effect of financial development on unemployment in Nigeria: Do measures of financial development matter? *DBN Journal of Economics & Sustainable Growth*, 2(2), 1–35
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1996). *Financial dependence and growth* (NBER Working Paper No. 5758). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w5758>
- Rajan, R. G., & Zingales. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88(3), 559–586.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003). The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5-50. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00125-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00125-9)

- Ram, R. (1999). Financial development and economic growth: Additional evidence. *The Journal of Development Studies*, 35(4), 164-174. <https://doi.org/10.1080/00220389908422585>
- Rapp, M. S., & Udoieva, I. A. (2018). What matters in the finance-growth nexus of advanced economies? Evidence from OECD countries. *Applied Economics*, 50(6), 676-690. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1337867>
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010a). *Debt and growth revisited* (MPRA Paper No. 24376). Munich Personal RePEc Archive. Munich, Germany: Munich University Library. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/24376/1/MPRA_paper_24376.pdf
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010b). Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2), 573-578. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.573>
- Rioja, F., & Valev, N. (2004). Finance and the sources of growth at various stages of economic development. *Economic Inquiry*, 42(1), 127-140. <https://doi.org/10.1093/ei/cbh049>
- Robinson, J. (1952). *The rate of interest and other essays*. London: Macmillan.
- Roe, M. J., & Siegel, J. I. (2011). Political instability: Effects on financial development, roots in the severity of economic inequality. *Journal of Comparative Economics*, 39(3), 279-309. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2011.02.001>
- Romer, D. (2019). *Advanced macroeconomics* (fifth edition). Dubuque: McGraw-Hill Education.
- Romer, P. M. (1986). Increasing returns and long-run growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002-1037. <https://doi.org/10.1086/261420>
- Roncaglia, A. (2017). *A brief history of economic thought*. Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781316798416>
- Rosen, H. S., & Gayer, T. (2014). *Public finance* (global edition). Berkshire, UK: McGraw-Hill Education.

- Rosensweig, J. A., & Tallman, E. W. (1993). Fiscal policy and trade adjustment: Are the deficits really twins? *Economic Inquiry*, 31(4), 580-594. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.1993.tb00892.x>
- Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1992). Financial repression and economic growth. *Journal of Development Economics*, 39(1), 5-30. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(92\)90055-E](https://doi.org/10.1016/0304-3878(92)90055-E)
- Rousseau, P. L. (1999). Finance, investment, and growth in Meiji-era Japan. *Japan and the World Economy*, 11(2), 185-198. [https://doi.org/10.1016/S0922-1425\(98\)00055-3](https://doi.org/10.1016/S0922-1425(98)00055-3)
- Rusu, V. D., & Toderascu, C. (2016). Improving the competitiveness in CEE countries by sustaining the development of financial market. *Journal of Accounting and Management*, 6(1), 5–14.
- Sachs, J. D. (1989). The debt overhang of developing countries. In G. A. Calvo, R. Findlay, P. Kouri, & J. B. de Macedo (Eds.), *Debt stabilization and development* (pp. 80-102). Oxford, UK: Basil Blackwell.
- Sağbaşı, İ. (2013). *Vergi teorisi*. Ankara: Kalkan Matbaacılık.
- Sahay, R., Čihák, M., N'diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., vd. (2015). *Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets* (IMF Staff Discussion Note No. 15/08). Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781498312615.006>
- Sahin, S., & Ege, I. (2015). Financial development and FDI in Greece and neighboring countries: A panel data analysis. *Procedia Economics and Finance*, 24, 583–88. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00640-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00640-1)
- Sahoo, D., & Das, A. B. (2012). ARDL co-integration approach to external and internal sector equilibrium of India. *Procedia–Social and Behavioral Sciences*, 62, 812-816. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.137>

- Sakarya, Ş., & Sezgin, H. (2015). Sendikasyon kredisi kullanımının bankaların hisse senedi getirilerine etkisi: Olay çalışması yöntemiyle BİST’de bir uygulama. *Bankacılar Dergisi*, 92, 5-24.
- Salti, N. (2015). Income inequality and the composition of public debt. *Journal of Economic Studies*, 42(5), 821-837. <https://doi.org/10.1108/JES-01-2014-0015>
- Sandford, C. T. (1970). Growth and control of government expenditure. In C. T. Sandford & M. S. Bradbury (Eds.), *Economic policy* (pp. 178-197). London: Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1007/978-1-349-15733-4_10
- Sandmo, A. (2011). *Economics evolving: A history of economic thought*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Sargent, T. J. & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1–17. <https://doi.org/10.21034/qv.531>
- Saunders, P. (1986). What can we learn from international comparisons of public sector size and economic performance? *European Sociological Review*, 2(1), 52-60. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.esr.a036405>
- Saungweme, T., & Odhiambo, N. M. (2019). The impact of public debt on economic growth: A review of contemporary literature. *The Review of Black Political Economy*, 45(4), 339-357. <https://doi.org/10.1177/0034644619833655>
- Schclarek, A. (2004). *Debt and economic growth in developing and industrial countries* (Lund University Department of Economics Working Paper No. 34). Lund, Sweden: Lund University. <http://portal.research.lu.se/portal/files/5740791/2061440>
- Schneider, F., & Williams, C. C. (2013). *The shadow economy*. London: The Institute of Economic Affairs.
- Schmidt-Hebbel, K., & Servén, L. (2002). *Financial liberalization, saving, and growth*. A Paper Prepared for Presentation at the Banco de Mexico Conference

on Macroeconomic Stability, Financial Markets and Economic Development, Mexico, November 12-13.

Schumpeter, J.A. (1911). *The theory of economic development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Seater, J. J. (1993). Ricardian equivalence. *Journal of economic literature*, 31(1), 142-190.

Sevim, C. (2016). Uluslararası Para ve Sermaye Piyasaları. *Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 2(2), 191-210.

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası iktisat: Teori, politika ve uygulama* (15. baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.

Shahzad, S. J. H., Rehman, M. U., Abbasi, F., & Zakaria, M. (2014). *Relationship between remittance, export, foreign direct investment and growth: A panel cointegration and causal analysis in South Asia*. (MPRA Paper No. 60290). Munich Personal RePEc Archive. Munich, Germany: Munich University Library. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/60290/1/MPRA_paper_60290.pdf

Shaw, E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press.

Shen, C. H., & Lee, C. C. (2006). Same financial development yet different economic growth: Why? *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(7), 1907-1944. <https://doi.org/10.1353/mcb.2006.0095>

Shin, Y., Yu, B., & Greenwood-Nimmo, M. (2014). Modelling asymmetric cointegration and dynamic multipliers in a nonlinear ARDL framework. In R.C. Sickles & W.C. Horrace (Eds.), *Festschrift in honor of Peter Schmidt econometric methods and applications* (pp. 281–314). New York: Springer. https://doi.org/10.1007/978-1-4899-8008-3_9

Siddik, M.N.A. (2018). Determinants of international competitiveness of smes in a developing economy: Evidence from Bangladesh. *International Journal of*

Business and Management, 13(1), 266-276.
<https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n1p266>

Sims, C. A. (1994). A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. *Economic Theory*, 4(3), 381–399. <https://doi.org/10.1007/BF01215378>

Skare, M., & Porada-Rochoń, M. (2019). Financial and economic development link in transitional economies: a spectral Granger causality analysis 1991–2017. *Oeconomia Copernicana*, 10(1), 7–35. <https://doi.org/10.24136/oc.2019.001>

Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nation* (Sixth printing edition) (1994); E. Cannan, (ed.). New York: Modern Library.

Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94. <https://doi.org/10.2307/1884513>

Stemmer, M. A. (2017). *Revising finance and growth in transition economies - A panel causality approach* (CES Working Paper No. 2017.22). HAL archives-ouvertes.fr, halshs-01524462. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01524462/document>

Stiglitz, J. E. (2000). *Economics of the public sector* (third edition). New York: WW. Norton & Company.

Stoian, A., & Iorgulescu, F. (2016). The study of public debt: which are the distinctions between the emerging and advanced economies in the European Union? *Empirica*, 43(1), 167-196. <https://doi.org/10.1007/s10663-015-9299-x>

Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 313-349. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00173-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00173-9)

Sussman, O. (1993). A theory of financial development. In A. Giovannini (Ed.), *Finance and development: Issues and experience* (pp. 29-64). Cambridge: Cambridge University Press.
<https://doi.org/10.1017/CBO9780511983290.004>

- Svaleryd, H., & Vlachos, J. (2002). Markets for risk and openness to trade: How are they related? *Journal of International Economics*, 57(2), 369-395.
[https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(01\)00153-2](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(01)00153-2)
- Svirydzhenka, K. (2016). *Introducing a new broad-based index of financial development* (IMF Working Paper No. 16/5). Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781513583709.001>
- Szabó, Z. (2013). The effect of sovereign debt on economic growth and economic development. *Public Finance Quarterly*, 58(3), 251.
- Şener, O. (2010). *Teori ve uygulamada kamu ekonomisi* (tıpkı 11. baskı). İstanbul: Beta Basım A.Ş.
- Tadesse, S. (2005). *Financial development and technology* (William Davidson Institute Working Paper No. 749). Michigan, USA: William Davidson Institute, University of Michigan. <https://doi.org/10.2139/ssrn.681562>
- Taghavi, M. (2000). Debt, growth and inflation in large European economies: A vector auto-regression analysis. *Journal of Evolutionary Economics*, 159–173.
<https://doi.org/10.1007/s001910050010>
- Taha, R., Colombage, S. R., Maslyuk, S., & Nanthakumar, L. (2013). Does financial system activity affect tax revenue in Malaysia? Bounds testing and causality approach. *Journal of Asian Economics*, 24, 147-157.
<https://doi.org/10.1016/j.asieco.2012.11.001>
- Taha, R., Nanthakumar, L., & Colombage, S. R. (2011). The effect of economic growth on taxation revenue: The case of a newly industrialized country. *International Review of Business Research Papers*, 7(1), 319-329.
- Tanzi, V. (1999). Transition and the changing role of government. *Finance & Development*, 36(2), 20-23.
- Tanzi, V., & Schuknecht, L. (2000). *Public spending in the 20th century: A global perspective*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
<https://doi.org/10.1017/CBO9780511625800>

- Tsiang, S. C. (1980). Keynes's "finance" demand for liquidity, Robertson's loanable funds theory, and Friedman's monetarism. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(3), 467-491. <https://doi.org/10.2307/1884580>
- Tüğen, K. (2006). *Devlet bütçesi* (5. baskı). İzmir: Bassaray Matbaası.
- Türk, İ. (2001). *Maliye politikası* (14. bası). Ankara: Turhan Kitabevi Basım Yayın Tic. Ltd. Şti.
- Türkal, H. (2003). İç ve dış borçlanmanın ekonomi üzerindeki etkilerinin karşılaştırılması. B. Çelik & F. Saraçoğlu (Ed.), *Maliye-Seçme yazılar* içinde (ss. 379-414). Ankara: Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesini Geliştirme Derneği İşletmesi.
- Uluatam, Ö. (2014). *Kamu maliyesi* (13. baskı). Ankara: İmaj Yayınevi.
- Ulusoy, A. (2017). *Devlet borçlanması* (10. baskı). Trabzon: Umuttepe Yayınları.
- UN (2015). *Transforming our World: The 2030 agenda for sustainable development*. New York: United Nations. <https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>
- United Nations Statistical Commission (2008). *System of national accounts 2008*. European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, United Nations and World Bank. New York: United Nations. <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/sna2008.pdf>
- Uzun, A., Kabadayi, B., & Emsen, O. S. (2012). The impacts of external debt on economic growth in transition economies. *Chinese Business Review*, 11, 491-499. <https://doi.org/10.17265/1537-1506/2012.05.009>
- Vamvoukas, G. A. (1999). The twin deficits phenomenon: Evidence from Greece. *Applied Economics*, 31(9), 1093-1100. <https://doi.org/10.1080/000368499323571>

- Van Bon, N. (2015). The relationship between public debt and inflation in developing countries: Empirical evidence based on difference panel GMM. *Asian Journal of Empirical Research*, 5(9), 128-142.
- Von Furstenberg, G. M., & Fratianni, M. (1996). Indicators of financial development. *The North American Journal of Economics and Finance*, 7(1), 19-29.
- Wagner, R. E. (2014). James Buchanan's public debt theory: A rational reconstruction. *Constitutional Political Economy*, 25(3), 253-264. <https://doi.org/10.1007/s10602-014-9161-3>
- Wang, P., Wen, Y., & Xu, Z. (2018). Financial development and long-run volatility trends. *Review of Economic Dynamics*, 28, 221–251. <https://doi.org/10.1016/j.red.2017.08.005>
- Wang, P., Xu, L., & Xu, Z. (2011). *Financial development and aggregate saving rates: A hump-shaped relationship*, mimeo. Hong Kong University of Science and Technology, Hong Kong, October. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.721.5161>
- Westerlund, J., & Edgerton, D. L. (2008). A simple test for cointegration in dependent panels with structural breaks. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 70(5), 665-704. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2008.00513.x>
- Wheeler, M. (1999). The macroeconomic impacts of government debt: An empirical analysis of the 1980s and 1990s. *Atlantic Economic Journal*, 27(3), 273-284. <https://doi.org/10.1007/BF02299578>
- Williams, K. (2016). Remittances and financial development: Evidence from Sub-Saharan Africa. *African Development Review*, 28(3), 357-367. <https://doi.org/10.1111/1467-8268.12202>
- Woodford, M. (1994). Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy. *Economic Theory*, 4(3), 345–380. <https://doi.org/10.1007/BF01215377>

- Woodford, M. (1995). Price level determinacy without control of a monetary aggregate. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, 1–46. <https://doi.org/10.3386/w5204>
- Wray, R.L. (2018). *A comparison of the evolution of the positions of Hyman Minsky and Abba Lerner* (Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 900). New York: Levy Economics Institute of Bard College. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3118286>
- Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 187-214. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00070-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00070-2)
- Xu, Z. (2000). Financial development, investment, and economic growth. *Economic Inquiry*, 38(2), 331-344. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2000.tb00021.x>
- Yenipazarlı, A., & Demir, E. (2019). Politik istikrar döneminde dış borçların enflasyon üzerindeki etkisi: Türkiye üzerine ampirik analiz. *EconWorld@Seville IX. International Conference on Economics* (ss. 1-14). Seville.
- Yıldız, F. (2014). Türkiye’de 1990-2012 döneminde kamu borç yönetimi ve kamu borç yapısındaki değişim üzerine bir inceleme. *Sakarya İktisat Dergisi*, 3(4), 67-104.
- Yu, N. (2011). The measurement of financial openness: From the perspective of G20 countries. *2011 International Conference on Economics and Finance Research IPEDR Vol.4*. Singapore: IACSIT Press.
- Zahra, T., Waheed, A., Mahmood, H., & Rafique, M. (2017). Impact of Political Instability on Financial Development of Pakistan. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 6(4), 1-13.
- Zdzienicka, A. (2011). A re-assessment of credit development in European transition economies. *International Economics*, 128, 33-51. [https://doi.org/10.1016/S2110-7017\(13\)60002-5](https://doi.org/10.1016/S2110-7017(13)60002-5)

Zietz, J., & Pemberton, D. K. (1990). The US budget and trade deficits: A simultaneous equation model. *Southern Economic Journal*, 57(1), 23-34.
<https://doi.org/10.2307/1060475>



