

**T.C.
ERCIYES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ VE EKONOMİK BÜYÜME:
TEORİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI**

**Tezi Hazırlayan
Cüneyt DUMRUL**

**Tezi Yöneten
Prof. Dr. Ekrem ERDEM**

**İktisat Anabilim Dalı
İktisat Politikası Bilim Dalı
Doktora Tezi**

**Mart 2010
KAYSERİ**

**T.C.
ERCIYES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ VE EKONOMİK BÜYÜME:
TEORİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI**

**Tezi Hazırlayan
Cüneyt DUMRUL**

**Tezi Yöneten
Prof. Dr. Ekrem ERDEM**

**İktisat Anabilim Dalı
İktisat Politikası Bilim Dalı
Doktora Tezi**

**Bu çalışma (No: SBD-07-212) Erciyes Üniversitesi Araştırma Projeleri Birimi
tarafından desteklenmiştir.**

**Mart 2010
KAYSERİ**

Prof. Dr. Ekrem Erdem danışmanlığında Cüneyt Dumrul tarafından hazırlanan “**Finansal Sistemin Gelişimi ve Ekonomik Büyüme: Teori ve Türkiye Uygulaması**” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalında **Doktora** tezi olarak kabul edilmiştir.

04 / 03 / 2010

JÜRİ:

Danışman : Prof. Dr. Ekrem ERDEM

Üye : Prof. Dr. M. Ali BİLGİNOĞLU

Üye : Prof. Dr. Hayriye ATİK

Üye : Prof. Dr. Yunus DURSUN

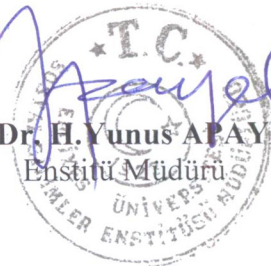
Üye : Doç. Dr. Muhittin KAPLAN

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun 02.04.2010 tarih ve 07 sayılı kararı ile onaylanmıştır.

02 / 04 / 2010

Prof. Dr. H. Yunus APAYDIN
Enstitü Müdürü



ÖNSÖZ

Türk ekonomisi özellikle 1980 sonrasında finans sisteminden kaynaklanan krizler ile büyüme ve refah artışı konusunda önemli sıkıntılar yaşamıştır. Bu tezde Türk finans sistemindeki gelişmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ele alınmaya; her iki olgu arasındaki ilişkiler ortaya konulmaya ve politika önerileri geliştirilmeye çalışılmıştır.

Bu tezin hazırlanması sürecinde bilimsel katkılarından dolayı tez savunmasında yer alan tüm jüri üyelerine ve danışmanım Prof. Dr. Ekrem Erdem'e; hayatın zor anlarında hep yanımda bulduğum Aslıhan Çelenk'e, Ergün Küçük'e M. Fatih İlgün'e, Uğur Dünder'a ve Ertuğrul Yıldırım'a teşekkürü bir borç bilirim...

Bu çalışmayı doktora eğitimimin hemen başında, istemeden çok büyük bir yalnızlık ve acı bırakarak ebediyete göçen babama; onun yokluğunu hafifleten ve hep yanımda hissettiğim insanlara, özellikle de güzel anneme, eşim Yasemin'e ve onun güzel anne ve babasına ithaf ediyorum.

Sizler olmasaydınız, ben bu önsözü yazamazdım...

Cüneyt Dumrul

Kayseri- Mart 2010

FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ VE EKONOMİK BÜYÜME: TEORİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

ÖZET

1980’li yılların başından itibaren birçok gelişmekte olan ülke finansal sistemlerinde finansal gelişme ve finansal serbestleşme politikalarını uygulamıştır. Bu politikalarla ekonomik büyümenin artırılması hedeflenmiştir. Teorik ve uygulamalı literatürde de ekonomik büyüme ile finansal gelişme ve finansal serbestleşme arasındaki ilişkiler oldukça geniş bir şekilde ele alınmaktadır. Bu tezde de Türk ekonomisi için ekonomik büyümede finans sisteminin rolü uygulamalı olarak araştırılması amaçlanmaktadır. Bu amacı gerçekleştirmek için finansal sistem tezde finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki uygulamalı ve teorik literatür ele alınacaktır. Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde ekonomik büyümeye ve finansal sisteme ilişkin kavramsal çerçeve ele alınacaktır. İkinci bölümde ise, Keynesyen ve Klasik teorilerdeki ve büyüme modellerindeki finans büyüme ilişkileri incelenecektir. Üçüncü bölümde McKinnon-Shaw ve yeni yapısalci yaklaşımlarla ilgili akademik literatür irdelenmiştir. Bu bölümde belirtilen yaklaşımlardan hareketle oluşan arz itişli ve talep çekişli hipotezler de ele alınmıştır. Dördüncü bölümde ise, 1923 ve 2008 yılları için Türk finans sistemindeki ve ekonomik büyümedeki gelişmeler ortaya konulmuştur. Beşinci bölümde de 1970 ve 2005 yılları için Türk ekonomisindeki finansal gelişme ile finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri vektör oto-regresyon, eş-bütünleşme ve vektör hata düzeltme analizleri ile araştırılmıştır. Uygulamalı literatürde finansal serbestleşmeye ve finansal gelişmeye ilişkin farklı birçok ölçüt kullanılmaktadır. Ekonometrik açıdan bu durum farklı değişkenlere göre farklı sonuçların ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bu sorunu gidermek için temel bileşenler analizi ile finansal serbestleşmeye ve finansal gelişmeye ilişkin bileşenler elde edilmiştir. Bu yönüyle de tezin gelişen literatüre finansal gelişmenin ve finansal serbestleşmenin ölçümü konusunda katkı sağlanması amaçlanmıştır. Söz konusu ölçütlerin elde edilmesinden sonra, bu ölçütlere vektör oto-regresyon, eş-bütünleşme ve vektör hata düzeltme metotları ile Granger nedensellik testleri uygulanmıştır. Bu tezin bulguları ekonomik büyüme ile finansal sistemin gelişmesinin ve finansal serbestleşmenin pozitif yönde ve güçlü bir şekilde ilişki olduğu yönündeki McKinnon-Shaw yaklaşımını desteklemektedir. Bu tezin uygulamasından yola çıkılarak ortaya çıkacak temel politik

III

sonuç, finansal sistemin gelişmesinin ve finansal serbestleşmenin desteklenmesi halinde Türk ekonomisinde büyümenin de hızlanacağıdır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Finansal Serbestleşme, Ekonomik Büyüme, Türk Ekonomisi, Türk Finans Sistemi.

DEVELOPMENT OF FINANCIAL SYSTEM AND ECONOMIC GROWTH: THEORY AND THE CASE OF TURKEY

ABSTRACT

Since the beginning of the 1980s, many developing countries have moved towards financial development and liberalization policies of their financial system and real economic activities. These policies aimed at increasing economic growth, namely the developing country. The relationships between financial development, financial liberalization and economic growth has been comprehensively evaluated in the theoretical and empirical literature. This thesis aims to investigate empirically the role of financial system in economic growth for Turkish economy. For this purpose, this thesis reviews the theoretical and empirical literature on links between financial system and economic growth. The study is consisted of five chapters. The first chapter examines conceptual framework for financial system and economic growth. The second chapter examines the theoretical framework of finance-growth relationship in Keynesian, classical theories and growth models. The third chapter investigates the academic literature relating the McKinnon-Shaw, new-structuralist approaches. This chapter reviews also supply-leading and demand-following hypotheses. The fourth chapter traces the developments in Turkish financial sector and economic growth between 1923 and 2008. Fifth chapter examines the causal relationship between financial development, financial liberalization and economic growth in Turkey during the period 1970–2005 within co-integration, vector error-correction and vector autoregressive framework. Many different measures of financial development and financial liberalization are employed in the empirical literature. In terms of econometric results, these measures are in conflict with each other. To resolve this problem, principle components analysis is used to obtain the financial development and financial liberalization components. This thesis is therefore a contribution to current literature on measuring financial development and financial liberalization. Then, Granger causality tests were applied to these components using the vector autoregression, co-integration and vector error-correction methodology. The findings of this thesis supports the McKinnon-Shaw approach that financial development, financial liberalization and real

economic growth are strongly and positively linked. The main policy implication that follows from this thesis is that governments in Turkey can help accelerate economic growth by encouraging financial system development and financial liberalization measures.

Keywords: Financial Development, Financial Liberalization, Economic Growth, Turkish Economy, Turkish Financial System

TABLOLAR LİSTESİ

TABLONUN NUMARASI	TABLONUN AÇIKLAMASI	SAYFA
Tablo 1.1:	Uluslararası Uygulamalı Literatürde Kullanılan Finansal Gelişmeye İlişkin Ölçütler	20
Tablo 4.1:	Türk Ekonomisinde Dönemsel Ortalama Büyüme Oranları ve Dönemsel Gelişmeler.....	165
Tablo 4.2:	Türk Ekonomisinde Büyümeye İlişkin Temel Eğilimler (1970-2005)	171
Tablo 4.3:	Türk Ekonomisinde Finansal Gelişmelere İlişkin Temel Eğilimler (1970-2005).....	187
Tablo 5.1:	Finansal Gelişme, Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisine Dair Seçilmiş Uluslararası Uygulamalı Çalışmalar ve Bunların Çözümlemesi.....	197
Tablo 5.2:	Finansal Gelişme, Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkileri Araştıran Uluslararası Uygulamalı Literatürde Kullanılan Yöntemler.....	203
Tablo 5.3:	Türk Ekonomisi İçin Finansal Gelişme, Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisini Ele Alan Uygulamalı Çalışmalar ve Bunların Analizi.....	207
Tablo 5.4:	Türk Ekonomisinde Ekonomik Büyümeye İlişkin Değişkenler, Bu Değişkenlerin Açıklaması ve E-Views Kayıt Kodları (1970-2005, Yıllık Veriler).....	244
Tablo 5.5:	Türk Ekonomisinde Finans Sistemine İlişkin Değişkenler İlişkin Değişkenler, Bu Değişkenlerin Açıklaması ve E-Views Kayıt Kodları (1970-2005, Yıllık Veriler).....	245
Tablo 5.6:	Türk Ekonomisinde Finans Sistemine ve Ekonomik Büyümeye İlişkin Değişkenler, Bu Değişkenlerin Açıklaması ve SPSS Kayıt Kodları (1986:1-2006:2, Üç Aylık Veriler).....	246
Tablo 5.7:	Üç Aylık Verilere İlişkin Temel Bileşenler Analizi İstatistiki Test Sonuçları	248
Tablo 5.8:	Üç Aylık Verilere İlişkin Temel Bileşenler Analizinin Test Sonuçları.....	249
Tablo 5.9:	Ekonomik Büyümeye İlişkin Değişkenlerin GDF ve P-P Test Sonuçları (1970-2005).....	251
Tablo 5.10:	Finansal Gelişmelere İlişkin Değişkenlerin GDF ve P-P Test Sonuçları (1970-2005).....	253
Tablo 5.11:	Üç Aylık Verilere İlişkin Temel Bileşenlerin Birim Kök Test Sonuçları.....	255

GRAFİKLER VE ŞEKİLLER LİSTESİ

GRAFİK VEYA ŞEKİLİN NUMARASI	GRAFİK VEYA ŞEKİLİN AÇIKLAMASI	SAYFA
Şekil 1.1:	İktisadî Serbestleştirmenin Aşamaları.....	32
Grafik 3.1:	M-S Yaklaşımında Faiz Tavanlarının Uygulanması Durumunda Tasarruf ve Yatırım	96
Grafik 3.2:	McKinnon'a Göre İçsel finansman ile Yapılan Yatırımlar ve Para Tutmanın Reel Getirisi Arasındaki İlişkiler.....	105
Grafik 3.3:	McKinnon'a Göre İçsel ve Dışsal Finansman ile Yapılan Yatırımlar ve Para Tutmanın Reel Getirisi Arasındaki İlişkiler.....	106
Grafik 3.4:	McKinnon'a Göre Veri Bir Gelir Seviyesinde Parasal Hizmetlerin Optimum Getirisi	107
Grafik 3.5:	İki Varlığın Olduğu Taylor Modelinde Kısa Dönem Denge	142
Şekil 5.1:	Finans Sistemi ile Ekonomik Büyüme İlişkilere Yönelik Uluslararası Uygulamalı Çalışmalarda Ele Alınan Mekanizmalar.....	195
Şekil 5.2:	$\{LKBGSMHSDOL, M2MG, TMGSYIHC\}$ Modeline İlişkin VHDM'ye Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları	259
Şekil 5.3:	$\{LISSSY, M2MG, TMGSYIHC\}$ Modeline İlişkin VHDM'ye Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları ...	261
Şekil 5.4:	$\{LTSSY, M2MG, TMGSYIHC\}$ Modeline İlişkin VHDM'ye Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları...	262
Şekil 5.5:	$\{\Delta BUY_SA, \Delta BANGEL_SA, \Delta FINSER_SA, \Delta HISSEGELE_SA\}$ Modeline İlişkin VAR Sistemine Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları.....	265
Şekil 5.6:	$\{BUY_SA, BANGEL_SA, FINSER_SA\}$ Modeline İlişkin VHDM'ye Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları.....	267

KISALTMALAR LİSTESİ

KISALTMA	KISALTMANIN AÇIKLAMASI
AIC	Akaike Bilgi Kriteri
AIC	Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion)
D-F	Dickey-Fuller
DW	Durbin-Watson
EKK	En Küçük Kareler
FPE	Son Tahmin Hatası (Final Prediction Error)
GDF	Geliştirilmiş Dickey-Fuller
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
GSMH	Gayrisafi Milli Hâsıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
GÜ	Gelişmiş Ülke
HDM	Hata Düzeltme Modeli
HQ	Hannan-Quinn Kriteri (Hannan-Quinn Criterion)
İBM	İçsel Büyüme Modelleri
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin
KPSS	Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin
LB	Ljung-Box
LR	Logaritmik Olasılık Oranı (Loglikelihood Ratio)
M-S	McKinnon-Shaw
SC	Schwartz Bilgi Kriteri
SC	Schwartz Kriteri (Schwartz Criterion)
TBA	Temel Bileşenler Analizi
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
VHDM	Vektör Hata Düzeltme Modeli
TCMB-EVDS	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası-Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
IMF-IFS	International Monetary Fund-International Financial Statistics

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	I
ÖZET	II
ABSTRACT.....	IV
TABLolar LİSTESİ.....	VI
GRAFİKLER VE ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	VIII
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM: FİNANS SİSTEMİNE, FİNANSAL GELİŞMELERE VE EKONOMİK BÜYÜMEYE İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE.....	7
I.1. FİNANS SİSTEMİNE VE FİNANSAL GELİŞMELERE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR.....	8
I.1.1. Finans Sisteminin Tanımı, Yapısı, Temel Özellikleri ve İşlevleri	8
I.1.1.1 Finans Sisteminin Tanımı ve Yapısı.....	8
I.1.1.2. Finans Sisteminin Temel Özellikleri	9
I.1.1.3. Finans Sisteminin Temel İşlevleri	11
I.1.2. Finansal Gelişme	13
I.1.2.1. Finansal Gelişmenin Tanımı ve Önemi	14
I.1.2.2. Finansal Gelişmenin Aşamaları ve Göstergeleri	15
I.1.2.3. Finansal Gelişmenin Ölçülmesi.....	18
I.1.3. Finansal Baskı.....	23
I.1.3.1. Finansal Baskının Tanımı.....	23
I.1.3.2. Finansal Baskı Politikalarının Uygulanma Gerekçeleri	24
I.1.3.3. Finansal Baskı Politikalarının Uygulanma Yöntemleri.....	26
I.1.4. Finansal Serbestleşme.....	27
I.1.4.1. Finansal Serbestleşmenin Tanımı	28
I.1.4.2. Finansal Serbestleşmenin Ön Şartları ve Aşamaları.....	30
I.1.4.3. Finansal Serbestleşmenin Ölçülmesi	34
I.2. EKONOMİK BÜYÜMENİN KAYNAKLARI.....	39
I.2.1. Ekonomik Büyümenin Arz ve Talep Yönlü Kaynakları	39
I.2.2. Ekonomik Büyümeyi Etkileyen Diğer Faktörler.....	42
I.3. BÖLÜMÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ.....	43

İKİNCİ BÖLÜM: TEMEL İKTİSAT OKULLARINA VE BÜYÜME MODELLERİNE GÖRE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	45
II.1. GELENEKSEL KEYNESYEN TEORİDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	46
II.2. NEO-KLASİK TEORİDE VE SOLOW BÜYÜME MODELİNDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	52
II.2.1. Neo-Klasik Teorinin Temel Argümanları Çerçevesinde Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme İlişkisi	52
II.2.2. Solow (Neo-Klasik) Büyüme Modelinde Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme İlişkisi	56
II.2.2.1. Solow Büyüme Modelinin Temel Unsurları ve Sonuçları	56
II.2.2.2. Solow Büyüme Modelinin Finans Sistemi Açısından Genişletilmesi ..	61
II.2.2.3. Solow Büyüme Modelinde Yakınsama ve Finans Sisteminin Yakınsama Açısından Önemi	64
II.3. İÇSEL BÜYÜME MODELLERİNDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	67
II.3.1. İçsel Büyüme Modellerinin Temel Unsurları ve Sonuçları	67
II.3.2. İçsel Büyüme Modellerinde Finans Sistemi İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkilere Dair Literatür ve Hipotezler	68
II.4. ÇAĞDAŞ KEYNESYEN TEORİLERDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	74
II.4.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerin Genel Özellikleri.....	74
II.4.2. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler.....	76
II.4.2.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarının Özellikleri ve Bu Piyasaların Ekonomik Büyümeye Etkisi	76
II.4.2.1.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarındaki Asimetrik Bilginin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri	78
II.4.2.1.1.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarındaki Ahlâkî Tehlike Sorunu ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri	79
II.4.2.1.1.2. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarındaki Ters Seçim Sorunu ve Bu sorunun Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri.....	80

II.4.2.2. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler.....	82
II.5. BÖLÜMÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ	85
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNDE YOĞUNLAŞAN YAKLAŞIMLAR.....	87
III.1. GURLEY-SHAW YAKLAŞIMDA FİNANS SİSTEMİ VE EKONOMİK BÜYÜME	88
III.2. MCKINNON-SHAW YAKLAŞIMINDA FİNANS SİSTEMİ VE EKONOMİK BÜYÜME	91
III.2.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımının Finansal Baskı Politikalarına Yönelik Eleştirileri.....	92
III.2.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımının Finans-Büyüme İlişkisine Dair Hipotezleri.....	100
III.2.2.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımına İlişkin Ana Literatürde Finans-Büyüme İlişkisi.....	100
III.2.2.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Teorik Literatürde Finans- Büyüme İlişkisi	113
III.2.2.2.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Finansal Serbestleşme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi	113
III.2.2.2.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi	121
III.2.2.2.2.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Genel Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi.....	121
III.2.2.2.2.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Hisse senetleri Piyasasındaki Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi.....	125
III.2.2.2.2.3. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Bankacılık Sistemindeki Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi	128
III.3. YENİ YAPISALCI YAKLAŞIMDA FİNANSAL GELİŞMELER VE EKONOMİK BÜYÜME.....	131
III.3.1. Yeni Yapısalcı Yaklaşımın McKinnon-Shaw Yaklaşımına Yönelik Eleştirileri.....	132
III.3.2. Yeni Yapısalcı Yaklaşımın Unsurları ve Modelleri.....	136

III.3.3. Yeni Yapısalcı Yaklaşımında Finansal Sistemi ile Ekonomik Büyüme Arasında Kurulan İlişkiler.....	143
III.3.3.1. Yeni Yapısalcı Yaklaşımında Finansal Serbestleşme, Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi.....	143
III.3.3.2. Yeni Yapısalcı Yaklaşımında Finansal Küreselleşme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler.....	148
III.3.3.3. Yeni Yapısalcı Yaklaşımında Finansal Baskı ve Ekonomik Büyüme İlişkisi.....	152
III.4. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ NEDENSELLİĞİN YÖNÜ HAKKINDAKİ YAKLAŞIMLAR	154
III.4.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisinde Arz Yönlü Görüş ve Buna İlişkin Literatür	155
III.4.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisinde Talep Yönlü Görüş.....	158
III.4.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisinde “Kalkınma Safhası” Hipotezi.....	159
III.5. BÖLÜMÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ	162
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: TÜRK EKONOMİSİNDE FİNANS SİSTEMİNİN VE EKONOMİK BÜYÜMENİN GELİŞİMİ.....	164
IV.1. TÜRK EKONOMİSİNDE BÜYÜMENİN GELİŞİMİ.....	164
IV.1.1. 1923–1947 Yılları Arasında Büyümenin Gelişimi	166
IV.1.2. 1947–1980 Yılları Arasında Büyümenin Gelişimi	167
IV.1.3. 1980’li Yıllardan Sonra Büyümenin Gelişimi	169
IV.2. TÜRK EKONOMİSİNDE FİNANS SİSTEMİNE UYGULANAN POLİTİKALAR VE FİNANS PİYASALARININ GELİŞİMİ.....	173
IV.2.1. 1980’li Yıllara Kadar Türk Finans Sisteminde Uygulanan Politikalar ve Finans Piyasalarının Gelişimi	173
IV.2.2. 1980’li Yıllardan Sonra Türk Finans Sisteminde Uygulanan Politikalar ve Finans Piyasalarının Gelişimi	176
IV.2.2.1. 1980’li Yıllardan Sonra Türk Finans Sisteminde Uygulanan Politikalar	176
IV.2.2.2. 1980’li Yıllardan Sonra Türk Finans Sisteminin Gelişimi	180
IV.3. BÖLÜMÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ	190

BEŞİNCİ BÖLÜM: FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLERE YÖNELİK UYGULAMALI LİTERATÜR VE TÜRK EKONOMİSİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA.....	192
V.1. FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE DAİR ULUSLARARASI UYGULAMALI LİTERATÜR VE BUNLARIN ANALİZİ.....	194
V.1.1. Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme İlişkisine Dair Uygulamalı Literatürde Ele Alınan Mekanizmalar	194
V.1.2. Finans Sistemi ile Ekonomik Büyüme İlişkisine Dair Seçilmiş Uluslararası Çalışmaların Nitelikleri ve Sonuçları.....	196
V.1.3. Finansal Gelişmeler ve Ekonomik Büyüme İlişkisine Dair Uluslararası Uygulamalı Literatürde Kullanılan Yöntemler	202
V.2. FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLERE DAİR TÜRK EKONOMİSİ İLE İLGİLİ UYGULAMALI LİTERATÜR VE BUNUN ANALİZİ	205
V.3. EKONOMETRİK METODOLOJİ: TEORİK AÇIKLAMALAR VE UYGULAMA AŞAMALARI.....	218
V.3.1. Temel Bileşenler Analizi	218
V.3.2. Durağanlık Analizleri.....	222
V.3.2.1. Geliştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	223
V.3.2.2. Phillips-Perron (P-P) Durağanlık Testi	225
V.3.3. Vektör Oto-Regresyon (VAR) Modelleri: Genel Açıklamalar ve Uygulama Aşamaları	226
V.3.4. Eş-bütünleşme Analizleri.....	229
V.3.4.1. Johansen Eş-bütünleşme Analizleri İle İlgili Temel Açıklamalar	232
V.3.4.2. Johansen Eş-bütünleşme Analizlerinin Uygulama Aşamaları	234
V.3.5. Vektör Hata Düzeltme Modeli (VHDM).....	237
V.4. FİNANS SİSTEMİ VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER: TÜRK EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA	242
V.4.1. Verilerin Kaynakları, Zaman Aralıkları ve Bunların Açıklaması.....	242
V.4.2. Verilerin İstatistikî Dönüşümleri	247
V.4.3. Verilerin Durağanlık Özellikleri	250
V.4.4. Uygulama Sonuçları.....	255

V.4.4.1. Uygulamada Kullanılan Modeller ve Analiz Aşamaları.....	255
V.4.4.2. Yıllık Frekanstaki Verilere İlişkin Modellerin Analiz Sonuçları.....	258
V.4.4.3. Üç Aylık Frekanstaki Verilere İlişkin Modellerin Analiz Sonuçları ..	263
V.4.5. Bulgular ve Yorumlar	267
SONUÇ.....	274
KAYNAKÇA	282
EKLER.....	316

GİRİŞ

Birbirleri ile bağlantıları ve etkileşimleri son yıllarda oldukça artan reel sektör ve finans sistemi arasındaki ilişkilerin yönü ve derecesi, 19. yüzyıldan beri iktisat literatüründe teorik ve uygulamalı birçok çalışmada ele alınmış ve alınmaktadır. Teorik ve uygulamalı literatürde, reel sektördeki herhangi olumlu veya olumsuz bir gelişmenin, doğrudan finans kesimini etkileyebileceği veya tam tersinin geçerli olabileceği önemli argümanlarla desteklenerek gösterilmektedir.

Büyüme literatüründe de, büyümenin kaynakları hakkında birçok teori mevcuttur. Söz konusu literatürde reel sektör büyümesinin genel ekonomik büyümenin de itici gücü olduğu iddia edilmekte; oluşturulan teoriler çoğu zaman büyümenin kaynaklarından büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi ile ele alınmakta; bazı teorilerde de ekonomik büyümeden, büyümenin kaynağı olduğu iddia edilen faktörlere doğru bir nedensellik ortaya konulmaktadır. Literatürde, reel sektörü, dolayısıyla genel ekonomik büyümeyi etkileyen ve bir büyüme kaynağı olarak ele alınan finans sistemindeki gelişmelere ilişkin birçok hipotez ve teori ileri sürülmüştür. Belirtilen teorilerde nedensellik ilişkisinin niteliği ve yönü büyümeden finansal gelişmelere ve/veya finans sisteminden büyümeye doğru, pozitif veya negatif yönlü olmaktadır. Başka bir deyişle, finans-büyüme ilişkisinin genel niteliği teorik ve uygulamalı literatürde son derece muğlaktır. Söz konusu teori ve hipotezlerin belirtilen niteliği, kalkınmışlık seviyesi, zaman, kurumsal yapı, politik uygulamalar gibi birçok faktörün etkisi altında, finans sistemi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin niteliğini ve yönünü de tartışmalı kılmaktadır. Nitekim, bazı iktisatçılar reel sektördeki gelişmelerin finans sistemindeki gelişmelere neden olduğunu ileri sürerken; bazıları da, bunun tam tersi bir mekanizmanın varlığını iddia etmektedirler. Ancak, her iki görüşü de büyük ölçüde yansıtacak şekilde, etkileşimin karşılıklı olduğunu ileri süren iktisatçılar/çalışmalar da mevcuttur. Aynı

tartışma farklı nitelikteki finansal gelişmelerin ekonomik büyümeyi olumlu veya olumsuz etkilemesi konusunda da söz konusudur.

İktisat literatüründe finansal sistemi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin birçok çalışmada ele alınması, özellikle 1970’li yıllardan sonra ülkelerin iktisat politikalarındaki serbestleşme yönündeki köklü değişmelerle birlikte hız kazanmıştır. Nitekim, uluslararası iktisadî sistem 1970’li yıllardaki petrol krizleri ve GOÜ’lerin dış borç krizlerinin ardından, serbestleşme yönünde yapısal değişime uğramıştır. 1980’li yıllardan sonra ise, GOÜ’lerde hem finans sistemine hem de reel sektöre dair serbestleşme yönündeki politikaların sonuçları, olumlu ve olumsuz birçok açıdan ortaya çıkmaya başlamıştır. Türk ekonomisinde de 1970’li yılların ortalarından başlayan ve 1980’li yılların başında yoğunluk kazanan reel kesime ve finans sistemine yönelik serbestleşme politikalarının olumlu ve olumsuz sonuçları, özellikle 1990’lı yıllarda daha net bir şekilde ortaya çıkmıştır. Türk ekonomisi için 1990’lı yıllar, bir yandan küresel iktisadî sisteme daha yoğun bir uyum ile katılım gösterme çabası ve aynı zamanda kriz süreci olarak belleklerde kalacaktır.

Yukarıda söylenenler ışığında bu tezin temel amacı, finans sistemi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin Türk ekonomisi için ortaya konmasıdır. Bu amacın gerçekleştirilmesi için finans piyasalarındaki gelişmeler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkilere dair uygulamalı ve teorik literatür incelenecek ve Türk ekonomisi üzerine bir uygulama yapılacaktır. Böylece, yapılan uygulama ile Türk ekonomisi için finans sistemi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler incelenecek; bu ilişkilerin niteliği ve yönü ekonometrik yöntemler kullanılarak belirlenecektir. Ayrıca, tezin amacını gerçekleştirmek için Türk finans sisteminin tarihsel açıdan gelişimini ve bu gelişim dâhilinde uygulanan politikalar incelenecek, belirtilen gelişmelerin ekonomik performansa etkisi ortaya konulacaktır.

Belirtilenlere ilave olarak, tezde konu ile ilgili ulusal ve uluslararası uygulamalı literatürün taranarak çeşitli ölçütler dâhilinde analiz edilmesi ve yorumlanması da amaçlanmaktadır. İlgili çalışmaların analizi, uygulama dönemi, kullanılan değişkenler ve yöntem, ele alınan ülkeler ve değişkenler ile elde edilen sonuçlar açısından yapılacaktır. Böylece hem ulusal ve uluslararası düzeyde finans sistemi ile ekonomik

büyüme arasındaki ilişkilerin niteliği ve yönü ortaya konulacak hem de çalışmanın uygulaması için bir altyapı oluşturulacaktır.

Tezin temel amacına ulaşmak için çalışma beş temel bölüm üzerine kurulmuştur. İlk bölümde finans sistemi ile ekonomik büyüme hakkındaki kavramsal çerçevenin ortaya konulması amaçlanmaktadır. Kavramsal bölüm çalışmanın diğer bölümleri için önem arz etmektedir. Nitekim, literatür taraması esnasında birçok çalışmada temel finansal gelişmelerin niteliği ve ölçümü konusunda bir fikir birliği oluşmadığı görülmüştür. Birinci bölümde söz konusu kavramlarının kapsamlı bir şekilde ele alınması hedeflenmektedir. Kavramsal çerçeve oluşturulurken literatürde yer alan tanımlamaların sentez edilmesine ve gerekli yerlerde tanımlamalara katkıda bulunmaya özen gösterilmiş ve böylece bölümün eklektik bir yapı göstermemesine çalışılmıştır. Sonuç olarak, bölümde de yer yer görüleceği üzere finans sistemine ilişkin kavramlar ve bunların ölçümü tartışmalı ve geniş boyutludur.

Çalışmanın ikinci bölümünde iktisat okullarının (geleneksel Keynesyen, neo-klasik ve çağdaş Keynesyen teorilerin) finans-büyüme ilişkisine dair hipotezleri ve ileri sürdükleri mekanizmalar ele alınacaktır. Üçüncü bölümde ise, finans-büyüme ilişkisi üzerinde yoğunlaşan yaklaşımlar irdelenecektir. Esasen, ikinci ve üçüncü bölüm birbiri ile oldukça bağlantılıdır. Nitekim, finans-büyüme ilişkisinde yer alan ve birbirine tezat sonuçları bulunan McKinnon-Shaw ve yeni yapısalcı yaklaşımların kökleri ikinci bölümde ele alınan iktisat okullarında bulunmakta; belirtilen yaklaşımların politika önerileri, ilgili okulların politika önerileri ile büyük ölçüde örtüşmektedir. Tezin dördüncü bölümünde ise, Türk ekonomisinde büyümeye ve finansal sistemine ilişkin genel bir değerlendirme ve analiz yapılmıştır. Bu bölümde her ne kadar Cumhuriyet'in kuruluşundan itibaren büyüme dinamikleri ve finans sisteminin özellikleri ele alınsa da, esas olarak 1970 ve özellikle de 1980 sonrası gelişmelere daha çok yer verilmiştir.

Çalışmanın teorik ve uygulama kısımlarında belli sınırlamalar yapılmıştır. Tezin teorik bölümlerinde özellikle 19. yüzyıl ve öncesindeki iktisat okullarının finans-büyüme hakkındaki görüşlerine fazlaca yer verilmemiştir. Böyle bir kısıtlamanın nedeni, modern anlamda finans sisteminin özellikle 1950'li yıllardan sonra etkinlik kazanmasıdır. Ayrıca, finans-büyüme ilişkisinde hipotezleri bulunabilecek Keynesyen ve neo-klasik

okullar dışındaki iktisat okulları (örneğin Avusturya okulu gibi ekoller) ele alınmamıştır. Zira, ilgili okulların finans-büyüme ilişkisine dair görüşleri başlı başına ayrı bir çalışmanın konusu olabilir. Ayrıca, finans sistemi ile ekonomik büyüme ilişkisi araştırılırken finans sistemindeki gelişme ile finansal serbestleşmenin etkileri göz önünde tutulmuştur.

Çalışmanın uygulama kısmında da bazı sınırlamalar yapılmıştır. Uygulama kısmında sadece Türk ekonomisi zaman serisi analizleri ile incelenecektir. Nitekim, literatürde çok ülkeli analizlerin panel veri yaklaşımı ile değerlendirildiği çok sayıda çalışma mevcut olmasına karşın, ilgili yöntem birçok açıdan eleştirilmektedir. Bu nedenle tek ülke ele alınarak zaman seri analizleri uygulanacaktır. Uygulamada konulan başka bir kısıtlama da veri aralığına ilişkindir. Analize tâbi tutulan veriler yıllık frekansta 1970–2005 yıllarını kapsarken; üç aylık frekansta 1986–2006 yıllarını kapsayan zaman serileridir. Veri aralığının ve bağlı olarak gözlem düzeyinin bir ölçüde kısıtlı kalması dışsal faktörlerden kaynaklanmaktadır. Nitekim, Türk ekonomisine ilişkin büyüme göstergeleri yıllık bazda kolay bir şekilde elde edilebilirken 1980 öncesinde 3 aylık bazda elde edilememektedir. Ayrıca, finansal gelişmelere ilişkin yıllık frekansta veriler de 1970 yılından önce mevcut değildir.

Yukarıda belirtilen amaçlar çerçevesinde tezin üç temel hipotezi (veya sorunsalı) bulunmaktadır. Bunlardan birincisi “1980 sonrası bankacılık sisteminin gelişmesi ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir”; ikincisi, “1980 sonrası hisse senetleri piyasasının gelişmesi ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir”; üçüncüsü de, “1980 sonrası uygulanan finansal serbestleşmeye yönelik politikalar Türk ekonomisinde büyüme açısından olumsuz bir etkendir” şeklinde kurulmuştur. Bu hipotezlerin test edilmesi için çalışmanın beşinci bölümünde ulusal ve uluslararası uygulamalı çalışmalar analiz edilmiş ve Türk ekonomisi üzerine bir uygulama yapılmıştır. Bölümde vektör oto-regresyon modellerinden; eş-bütünleşme analizlerinden, bu analize bağlı olarak vektör hata düzeltme modellerinden ve Granger nedensellik testlerinden yararlanılmıştır. Belirtilen analizlerin tercih edilme nedeni, bu yöntemlerin literatürde muğlâk olan nedensellik ilişkilerinin ortaya çıkarmada kullanılabilmesi ve uygulamalı literatürde de sıklıkla tercih edilmesidir. Nitekim, birçok

uygulamalı çalışmada olduğu gibi farklı modellere ve değişkenlere göre konuyla ilgili farklı görüşleri doğrulayan sonuçlara ulaşılmaktadır.

Bu tezdeki çalışma konusunun önemi son 30–40 yıllık dönemde dünya ve Türk ekonomisindeki gelişmelerin genel içeriği ile kaynaklanmaktadır. Son yıllarda dünya ekonomisindeki gelişmeler, ülkelerin finans sistemlerinde de önemli yapısal değişikliklere yol açmıştır. Belirtilen yapısal değişikliklerin, ülkelerin refah düzeyine nasıl bir etkide bulunduğu doğrudan ölçümü, ilgili ülkelerin büyüme seviyesi ile ilişkilendirilerek araştırılmaktadır. Böylece arzu edilen büyüme oranlarına ulaşmada, finans piyasalarında gerçekleştirilmesi gereken reformların ve/veya düzenlemelerin niteliği ve boyutu da ortaya çıkarılmaktadır. Ayrıca, son dönemde yaşanan küresel kriz de ülkelerin finans sistemlerine yönelik politika uygulamalarının sorgulanmasına yol açmış ve konunun önemini daha da artırmıştır.

Bu çalışmanın önemi ise, konu ile ilgili uygulamalı literatürdeki sonuçların çelişkili olmasından kaynaklanmaktadır. İlgili bölümlerden görüleceği üzere finans sisteminin özelliklerini ortaya koyabilecek değişkenler uygulamalı çalışmalarda birbirinden çok farklıdır. Bu çalışmada literatürde kullanılan değişkenler dikkate alınarak ve temel bileşenler analizi ile ekonomik büyümeyi ve finans sistemindeki gelişme ile serbestleşmeyi temsil edebilecek bir veri seti hesaplanacak ve ekonometrik uygulama bu veri seti üzerinden uygulanacaktır. Böylece, ekonomik büyüme ile finans sistemi arasında nedensel bir ilişkinin varlığının veya yokluğunun tespiti; böyle bir ilişkinin varlığı durumunda bunun yönünün ve mekanizmalarının belirlenmesi hem Türk ekonomisi hem de teorik literatür açısından bir katkı sağlayacaktır. Çalışma, belirtilen bağlamda, Türk ekonomisindeki büyüme oranlarının arzu edilen düzeyde olması için Türk finans piyasalarında yapılması ve/veya yapılmaması gerekenleri ortaya çıkarmayı amaçlaması açısından da önem arz etmektedir.

Çalışmanın birçok kısmında belli bir konuya veya ifadeye birden çok atıf bulunmaktadır. Böylesi bir durumun nedeni, ilgili literatürün oldukça geniş olması ve birbirlerine yoğun bir şekilde zincirleme atıfta bulunmalarıdır. Belirtilen tarzda yapılan atıflar, birbirleri ile büyük ölçüde bağlantılıdır. Başka bir deyişle, atıfta bulunulan çalışmalar çoğu kez birbirlerine de atıfta bulunmuştur. Ancak, her durumda ilgili

alışmalar zincirleme bir şekilde elde edilmeye çalışılmış ve atıflar tarih sıralamasına göre verilmiştir. Çalışmada elde edilmeyen ve değerdendirilmeyen hiçbir kaynağı atıfta bulunulmamasına hassasiyetle dikkat edilse de kısmen dolaylı atıflar da yapılmıştır. Belirtilen durumun nedeni kaynakların elde edilemeyecek kadar eski tarihli olması ve/veya birçok veri tabanında mevcut olmamasıdır. Bu nedenlerle dolaylı atıflar verilmesi gereken durumlarda ilgili bilginin birkaç çalışma ile doğrulanmasına dikkat edilmiştir.

İlgili literatürün 200 yıla yakın bir geçmişinin olması; finansal gelişmelerle ilgili birçok tanımın mevcudiyeti ve bunların tanımı ile ölçümü konusunda tam bir fikir birliğinin bulunmaması; neredeyse tüm iktisat ekollerinin konu ile ilgili farklı mekanizmalara ve farklı sonuçlara sahip hipotezlerinin bulunması; bu ekollerin büyüme modellerinde finans sisteminin rolüne kısmen de olsa yer verilmesi; finans-büyüme ilişkisine dair gerek ulusal gerekse uluslararası uygulamalı çalışmaların oldukça fazla olması gibi nedenlerle konunun geniş bir perspektifte ele alınması gerekmiştir. Bu nedenle tezin kavramsal, teorik ve uygulama ile ilgili kısımları belli ölçüde hacim kazanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM:

FİNANS SİSTEMİNE, FİNANSAL GELİŞMELERE VE EKONOMİK BÜYÜMEYE İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE

Çalışmanın bu ilk bölümünde finans sistemine ve ekonomik büyümeyle ilişkin temel kavramlar ortaya konulacaktır. Böylece, tezin birçok yerinde yer alacak kavramlar netleştirilecektir. Finans sistemine ilişkin temel kavramların yanı sıra finans-büyüme literatüründe sıklıkla ele alınan finansal gelişme, finansal serbestleşme ve finansal baskı gibi kavramlara da değinilecektir. Teorik çerçevenin netleştirilmesi için, ilgili tanımlar birçok kaynaktan sentez edilmiş ve mümkün olduğunca geniş boyutta ele alınmıştır. Ele alınan kavramlara ilişkin tanımlamalara yeri geldikçe özgün katkılar yapılmaya çalışılmıştır. Belirtilen çaba ile bölümün eklektik bir yapı göstermemesi amaçlanmaktadır.

Bu bölümün özellikle ikinci ve üçüncü bölüm ile önemli bağlantıları söz konusudur. Nitekim, finansal gelişmelere ve ekonomik büyümeyle ilişkin temel politikaların nasıl, hangi amaçla uygulandığı ve bunların sonuçları bu bölümde genel olarak ele alınırken; ikinci ve üçüncü bölümde ise, hem temel iktisat okullarının görüşleri hem de finans-büyüme ilişkisine yönelik yaklaşımlar daha ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır.

I.1. FİNANS SİSTEMİNE VE FİNANSAL GELİŞMELERE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

Bir ekonominin makro ekonomik yapısı, finans sektörü, reel sektör, kamu sektörü ve dış sektör olmak üzere dört bileşen üzerinden değerlendirilebilir. Bu alt kısımda belirtilen alt yapılardan finans sistemine ilişkin temel gelişmelerin ve kavramların ele alınması amaçlanmaktadır. Belirtilen amaçla ilk olarak finans sistemi tanımlanacak, sistemin yapısı, temel özellikleri ve işlevleri ele alınacak; daha sonra da, finansal gelişmelere ilişkin kavramlar açıklanacaktır.

I.1.1. Finans Sisteminin Tanımı, Yapısı, Temel Özellikleri ve İşlevleri

Finans-büyüme ilişkisinin değerlendirilebilmesi için finans sistemine ilişkin bazı kavramların ortaya konması gerekmektedir. Aşağıdaki alt kısımlarda finans sisteminin tanımı, yapısı, özellikleri ve işlevleri ele alınarak tezin ilerleyen bölümleri için bir altyapı oluşturulacaktır.

I.1.1.1 Finans Sisteminin Tanımı ve Yapısı

Tanım olarak finans sistemi, fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirerek, bunlar arasındaki transfer işlemlerini mümkün kılan; bu suretle, malların ve hizmetlerin mübadelesini kolaylaştıran piyasalardır. Daha geniş bir tanımla, finans sistemi fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki fon akımını belli araçlarla hukukî ve idarî kurallar çerçevesinde yönlendiren piyasalardır. Finans sisteminde, iktisadî birimlere risk, likidite ve vade konularında kolaylıklar sağlayan işlem hizmetleri olarak bir ara malı üretilmektedir. Belirtilen hizmetin sunulması, tasarrufların en verimli alanlara yönelerek getirilerin daha fazla olmasını sağlayan bir mekanizma ile iktisadî etkinliğin artmasına yol açmaktadır. Aynı zamanda, finans sisteminde ekonominin gelecekteki durumu fiyatlanmakta; başka bir deyişle, beklentilerin yönü finans sistemi aracılığı ile görülebilmektedir (King; Plosser 1982, 8–9; Aksoy 1998, 1; Akçoraoğlu 2000, 5; Mishkin 2004, 169; Erdem 2008, 49; Kahyaoğlu 2008, 28). Başka bir deyişle, ekonominin genel seyri öncelikle finans sisteminde görülebilir.

Finans sisteminin yapısı ise, literatürde sıkça kullanılan ayrıma göre finansal araçlar, finansal araçlar ve finans piyasaları olmak üzere üç bileşenden oluşmaktadır. Belirtilen üç bileşen finans sisteminin temel yapısını oluşturmakta ve sistem bu üç bileşen üzerinden gelişmektedir. Bunlardan finans piyasaları, borç-hisse senedi piyasaları, para-sermaye piyasaları, birincil-ikincil piyasalar, nakit-türev piyasalar şeklinde ayrıma tâbi tutulabilir. Finansal araçlar ise, para ve sermaye piyasası araçları olarak sınıflandırılmaktadır (Mishkin 2004, 25–28; Erdem 2008, 54–55; 65).

Finansal araçlar ise, para yaratan, para yaratmayan ve sermaye piyasasına hizmet veren finansal kurumlar olmak üzere üçlü bir yapı ayrımına tâbi tutulabilir. Finans-büyüme literatüründe üzerinde en çok durulan finansal yapı ayrımı, banka temelli ve piyasa temelli sistemlerdir. Başka bir deyişle, finans sistemi finans kurumlarının sistem içindeki rolüne göre iki açıdan değerlendirilebilir (Onur 2005, 132). Piyasa temelli finans sistemi ağırlıklı olarak hisse senetleri piyasasından oluşmaktadır ve doğrudan finansman faaliyetleri büyük ölçüde bu piyasada söz konusudur. Banka temelli piyasa ise, genel olarak dolaylı finansmana aracılık etmektedir (Gökten 2008, 125).

Finansal araçların yapısına ilişkin finans-büyüme literatüründe önemle üzerinde durulan başka bir ayrım ise, organize (örgütlenmiş) ve organize olmayan (örgütlenmemiş) araçlardır. Organize olmayan finansal araçlar fon arz edenler ile fon talep edenlerin faiz oranlarına herhangi bir kısıtlamanın getirilmediği ve/veya getirilemediği; yani, kamu kesiminin kontrolü dışında kalan ve iktisadî birimlerin serbestçe işlem yapabildiği, resmî olmayan; hatta, çoğunlukla yasal olmayan kredi piyasalarıdır. Bunların en tipik örneği tefecilerdir. Organize finansal araçlar ise, çoğunlukla bankalardan oluşan, kurumsal yapıya sahip, kamunun düzenlemelerine ve denetimine tâbi olan araçlardır (Shaw 1973, 135–136; Aksoy 1998, 11; Emek 2000, 67; Kar 2001a, 91)

1.1.1.2. Finans Sisteminin Temel Özellikleri

Bir ekonomide finans sistemi, her ne kadar reel sektör ile yakın ilişkili olsa da; yapı, işleyiş ve uygulanan kamu politikaları açısından farklılıklar göstermektedir. Nitekim,

finans piyasaları reel piyasalara göre daha az rekabetçi ve serbest olma özelliğine sahiptir (Emek 2000, 68). Belirtilen özelliğin temel nedeni, politika yapıcılarının finans sisteminde oligopolistik (hatta tekelci) yapıyı ekonomik istikrar adına daha uygun görebilmesi ve bu nedenle sistemde faaliyet göstermenin kamu sınırlamasına tâbi olması ile açıklanabilir.

Yukarıda belirtildiği üzere, finans sistemi, kamu tarafından uygulanan sektörel politikalara ve düzenlemelere daha fazla tâbi olabileceği gibi, kurumsal yapısını belirtilen politika ve düzenlemelere göre uygulamak zorunda olan bir özelliğe de sahiptir. Nitekim, finans sistemi ekonomideki diğer sektörlerle göre daha fazla risk taşımakta; piyasa başarısızlıklarına, koordinasyon hatalarına ve suiistimale daha meyilli olmaktadır. Belirtilen tüm nedenlerden ötürü, finans sisteminde iyi veya kötü çoklu dengelere görülebilir ve diğer sektörlerle göre, daha fazla düzenleme ve denetlemeye tâbi tutulabilir. Ayrıca, finans sistemi diğer sektörlerle göre daha canlı ve etkili; ancak, kriz yaşaması daha muhtemel ve daha kırılgan bir sektördür (Emek 2000, 77; Singh 2002, 8; Delice; Doğan; Uzun 2004, 106–107; 127).

Finans sisteminin başka bir özelliği de, son yıllarda artan bilgi ve iletişim teknolojilerinden reel sektöre göre daha fazla yararlanmasıdır. Bilgi ve iletişim teknolojilerinde artan yenilikler ve bunların kullanımı, finans sisteminde de risk almaya, risk ölçmeye ve riski kontrol etmeye yönelik yeni ve karmaşık araçların geliştirilmesine neden olmuştur. Nitekim, bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmeler bilginin hacmini ve yayılma hızını büyük ölçüde artırmış ve finans sisteminin yapısı ile finansal araçların kalitesi belirtilen gelişmeden olumlu yönde etkilenmiştir (Levine 1997, 721; Emek 2000, 77; Delice; Doğan; Uzun 2004, 107; 113–114). Artan bilgi hacminin ve bilginin yayılma hızının, asimetrik bilgiden kaynaklanan piyasa başarısızlıklarını gidererek finans piyasalarını rekabetçi dengeye yaklaştırması beklenebilir. Ancak, yukarıda belirtilen olumlu gelişmenin aksine bilgi hacminin ve yayılma hızının artması, aynı zamanda “bilgi kirliliği”ne de neden olabilmektedir. Böylesi bir durum asimetrik bilgi yoğunluğunun aynı düzeyde kalmasına ve hatta artmasına yol açabilmektedir. Belirtilen “bilgi kirliliği”nden finans sistemi, reel sektöre göre daha fazla muzdarip olabilmektedir.

Sonuç olarak, finans sistemi gerek yapısı, gerek işleyişi, gerekse de gelişimi bakımından ekonominin reel sektörüne göre farklılık arz edebilmekte ve bu nedenle uygulanacak kamu politikaları da diğer sektörlerle göre değişik özelliklere sahip olabilmektedir. Uygulanacak kamu politikalarının niteliği konusunda önemli tartışmalar olması, konu ile ilgili literatürün başka bir özelliğidir.

1.1.1.3. Finans Sisteminin Temel İşlevleri

Finans piyasaları, piyasaların genel işlevleri dâhilinde ve “etkin piyasa teorisi”¹ çerçevesinde, dolaylı finansman faaliyetlerini gerçekleştirme; dolaylı finansman faaliyetini gerçekleştirmek için bilgiyi sağlama-işleme-yayma ve bu konuda dışsallıklar oluşturma; ölçek ekonomileri yoluyla riskleri dağıtma (paylaştırma) ve azaltma; ticaret mekanizmasına yol açma; finansal anlaşmaların ifasını sağlama ve böylece mal/hizmet mübadelesini kolaylaştırma; sermaye tahsisini ve denetimini sağlama ve bu surette yatırım kararlarını yönlendirme gibi temel işlevleri yerine getirmekte ve bu yönde bir ara malı üretmektedir². Başka bir deyişle, finans sistemi tasarrufların birikimini, bunların yatırım alanlarına tahsisini ve hareketliliğini, tahsis edilen alanların (kaynakları kullananların) izlenmesini sağlamakta ve böylece riskleri iktisadî birimler arasında paylaştırarak risk düzeyini asgarî düzeye indirmektedir (Stiglitz 1998a, 1). Belirtilenler arasında finans sisteminin temel işlevinin, belirsizliklerin egemen olduğu piyasalarda, riskleri azaltarak, finansal fonları üretken yatırım imkânlarına sahip firma veya bireylere aktarmak olduğu söylenebilir (Bulutay 2004, 64; Kahyaoğlu 2008, 26).

Finans sistemi girişimciler için risk paylaşımını ve ticaretini de olanaklı kılar. Nitekim, finans sistemi girişimcilere iki tip riskten korunmaları için yardımcı olmaktadır. Bunlar, likidite riski ve yatırım riskidir. Likidite riski, varlıkların mübadele aracına dönüştürülmesine bağlı olarak ortaya çıkan belirsizliklerden kaynaklanır. Belirsizliğin sonucu ise, yatırımcıların uzun vadeli borçlanmayı; tasarruf sahiplerinin ise, kısa vadeli

¹ Etkin piyasa teorisi, rasyonel beklentiler teorisinin finans piyasalarındaki uygulamasıdır. Teoriye göre, mevcut tüm bilgilerin kullanılması halinde finans piyasalarındaki cari fiyatlar ve gerçekleşen getiriler, varlıkların optimal beklenen getirisine eşit olmaktadır (Mishkin 2004, 151).

² Finans sisteminin belirtilen genel işlevleri ile ilgili daha detaylı bilgi için bakınız: Gurley; Shaw 1955, 519; Patrick 1966, 182–183; Stiglitz 1985, 133; Fry 1997, 759; Levine 1997, 691; Davidson 2002, 181–182; Asomoah 2003, 18–22; Eschenbach 2004, 2; Mishkin 2004, 25; Bailey 2005, 34; Kahyaoğlu 2008, 26.

ödünç vermeyi tercih etmeleridir. Bu durumda ortaya çıkan sorun ise, vade uyumlaştırmasıdır ve finans sistemi vade uyumlaştırmasını etkin bir şekilde uygulamaya muktedirdir. Yatırım riski ise, finansal araçların yetersizliğinin olası yatırım kayıplarına yol açması ile ortaya çıkabilir. Finans sistemi, bu noktada, çeşitli araçlarla fon arz edenlerin kısa dönemde likiditelerini korurken; fon talep edenlerin de, uzun vadede yatırımlarına ilişkin risklerini azaltabilir. Belirtilen işlevlerin yerine getirilmesi ise, kaynak tahsisinin optimum seviyeye ulaşmasını sağlar³. Böylece, finans piyasaları yüksek verimli teknolojilerle yapılan yatırımların getiri riskinin azaltılmasına ve finansal araçların likiditesinin ve uzmanlaşma vasıtasıyla likidite yönetimindeki etkinliğin artırılmasına yol açarak ekonomiye önemli bir katkı sağlayabilmektedir (Stiglitz 1998a, 1; Onur 2005, 133; 136; Erdem 2008, 51–54).

Finans sisteminin önemli bir işlevi de, sermayenin ortalama verimlilik artışında etken olmasıdır. Finans sisteminin sermayenin ortalama verimliliğini artırması, iki kanal vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki, yatırım seçenekleri hakkındaki bilginin toplanması, işlenmesi ve değerlendirilmesi suretiyle gerçekleşmektedir. Böylece, finans sistemi teknolojik sürecin ilerlemesine ve girişimciliğin gelişmesine vesile olur. İkincisi ise, finans sisteminin riski dağıtması ile ilgilidir. Riski dağıtan bir finans sistemi, aynı zamanda girişimcileri daha riskli; ancak, daha verimli teknolojilere yatırım yapmalarında teşvik edici bir unsurdur. Finans sisteminin bilgiyi elde etmesine, işlemesine ve değerlendirmesine ilişkin belirtilen tüm avantajları, finansal ve fiziksel varlıkların getirilerinin birbirine eşitlenmesine, verimlilik artışına ve dolayısıyla ekonomik büyümeye olumlu etkide bulunmaktadır (McKinnon 1973, 9; Akçoraoğlu 2000, 4; King; Levine 1993a, 719–720; Singh 1997, 774).

Bu temel işlevlerin yanı sıra, finans sistemi bilgi ve işlem maliyetlerini düşürerek, ekonomideki fon hacminin daha da artmasına yol açabilir. Nitekim, küçük tasarruf sahipleri işlem maliyetlerinin düşük olması nedeniyle, tasarruflarını gömüleme yerine finans sistemine yönlendirmeyi tercih edebilirler. Sistemde artan fon hacmi ile büyük çaplı yatırımların finansmanı da kolaylaşmaktadır. Diğer yandan, finans sisteminin bilgilenme avantajları sistemin kaynak tahsisindeki etkinliğinin ve uzmanlığının yüksek

³ Finans sisteminin belirtilen işlevleri hakkında daha detaylı bilgi için bakınız: Patrick 1966, 182; Levine 1997, 691; Akçoraoğlu 2000, 5; Emek 2000, 77; Bulutay 2004, 65; Delice; Doğan; Uzun 2004, 107; Eschenbach 2004, 2.

derecede olmasını sağlar. Böylece, fon kaynakları daha etkin alanlara tahsis edilebilir. Gelişmiş bir finans sistemi fon talep edenlerin yalnızca yatırım öncesi koşullarını değil, aynı zamanda yatırım sonrasındaki bilgilerini de elde etmeye çalışır. Böylelikle dolaylı yoldan ekonomide bir firma denetimi sağlanır. Başka bir deyişle, finans sistemi verilen fonların kullanım etkinliğini izleyerek, ilgili birimlere gerekli bilgileri sağlar. Bu suretle ekonomide firma denetimi ve yönetimi daha iyi bir düzeyde gerçekleştirilir (Levine 1997, 691; Emek 2000, 68; Eschenbach 2004, 2).

Özetle, finans sisteminin belirtilen işlevleri ve faydaları, sermaye birikimini olumlu etkiler, kaynak tahsisinin marjinal verimlilikleri yüksek olan sektörlerle doğru ve en uygun şekilde gerçekleşmesini sağlar ve teknolojik yeniliği teşvik ederek ve/veya yeniliklerden elde edilecek avantajların artmasına vesile olur. Sonuçta, sermaye birikiminin artması vasıtasıyla ekonominin kalkınmasına ve büyümesine önemli bir katkı sağlanır (Levine 1997, 691; Kar 2001a, 81; Eschenbach 2004, 2; Akçoraoğlu 2000, 4; Erim; Türk 2005, 23).

Literatürde finans sisteminin bu temel işlevleri yerine getirememesi halinde, ekonominin etkin bir şekilde işleyemeyeceği ve ekonomik büyümenin güçleşeceği iddia edilmektedir (Mishkin 1999, 3). Finans piyasalarının belirtilen işlevlerini tam olarak yerine getirebilmesi için, daha sonraki bölümlerde açıklanacak olan finansal gelişme, derinleşme, serbestleşme ve düzenleme ve/veya deregülasyon politikalarının ülke şartlarına uygun bir şekilde uygulanması önemlidir.

I.1.2. Finansal Gelişme

1980'li yıllardan sonra GÜ'lerde ve GOÜ'lerde finans piyasalarının gelişmesi için serbestleşme içerikli politikalar uygulamışlardır. Tüm dünya genelinde finansal gelişmeye yönelik çabalar, söz konusu kavrama ilişkin bilimsel çalışmaları da artırmıştır. Bu çalışmanın konusu itibari ile finansal gelişme kavramının ayrıntılı bir şekilde ele alınması gerekmektedir. Bu kısımda öncelikle finansal gelişme tanımlanacak, daha sonra finansal gelişmenin boyut ve aşamalarından bahsedilecektir. Ayrıca çalışmanın uygulamasına yardımcı olması amacıyla finansal gelişmenin uygulamalı literatürde nasıl ölçüldüğü de ele alınacaktır.

I.1.2.1. Finansal Gelişmenin Tanımı ve Önemi

Finansal gelişme bir ekonomide finansal araçların niteliğinin iyileşerek ve niceliğinin artarak, bu araçların yatırım ve tüketim faaliyetlerinde geniş bir kullanım alanı bulması olarak tanımlanabilir. Finansal gelişme, finansal yenilikler ile piyasa yapı ve kurumlarındaki genişlemeyi ve derinleşmeyi kapsadığı gibi, aynı zamanda finans sisteminin fon birikimini daha etkin yatırım alanlarına tahsis edecek kurumlara sahip olmasını ve bu kurumların sayısının artmasını içermektedir (Günel 2001, 47; Kar; Taş 2004, 170; Mishkin 2007, 262).

Literatürde finansal gelişme ile genel anlamda özdeş tutulan bir kavram da finansal derinleşmedir. Ancak, finansal derinleşme finansal gelişmenin unsurlarından biridir. Nitekim, finansal derinleşme özel anlamda finansal hizmetlerin ekonominin geneline sağlanması iken; finansal gelişme finans sisteminin yapısının değişmesi ve hacminin artması anlamına gelmektedir. Finansal derinleşmenin finans sistemindeki fon birikiminin reel sektöre hızlı ve yaygın bir şekilde aktarımı, işlem maliyetlerinin azaltılması, fon akışının sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilmesi gibi boyutları söz konusudur. Finansal derinleşmenin ölçümünde en çok para arzının (özellikle de M2 ve M2Y para arzı toplamalarının) GSYİH'ye ve GSMH'ye oranı, finans sistemindeki fonların reel sektöre aktarılma oranı, finansal varlık stokunun GSMH'ye oranı gibi kıstaslar kullanılmaktadır. Başka bir deyişle, finansal derinleşme ekonominin parasallaşması ile özdeş tutulmaktadır (Öçal; Çolak 1999, 272; Seyidoğlu 1999, 185; Ang; McKibbin 2005, 11; Kiyotaki; Moore 2005, 701; Erdem 2008, 22; Gökten vd. 2008, 125; <http://en.wikipedia.org>).

Finans sisteminin gelişmesi daha sonraki bölümlerde (özellikle de McKinnon-Shaw yaklaşımında) açıklanacağı üzere 1980'li yıllardan sonra ekonomi politikasının temel amaçlarından biri haline gelmiştir. Finansal gelişmeye bu denli önem verilmesinin temel sebepleri ise, aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Finansal gelişmenin ekonomideki kaynakların ticarete doğru transferini kolaylaştırması,
- Finansal gelişmenin makro ekonomik istikrarın teminine yardımcı olması,

- Finansal gelişmenin ekonomik büyümede istikrarı sağlayan ve büyüme hızını artıran kaynak dağılımındaki etkinliğin tesisinde yararlı olması,
- Finansal gelişmenin finans piyasalarındaki faiz oranlarının ekonomik büyümeye destek olacak şekilde ve istikrarlı bir biçimde gerçekleşmesini sağlamasıdır (Onur 2005, 131).

Yukarıda belirtilenler büyük ölçüde finansal gelişmeden beklenenleri de ortaya koymaktadır. Finansal gelişmeden nihaî olarak beklenen şey ise, finans sisteminin işlevlerinin sorunsuz bir şekilde gerçekleşmesine uygun bir ortamın sağlanması ve ekonomideki fon akımının yüksek hacimde ve etkin bir şekilde gerçekleştirilmesidir.

I.1.2.2. Finansal Gelişmenin Aşamaları ve Göstergeleri

Finansal gelişmenin sağlanması bir yandan ekonominin kalkınmasına bağlı bir olgu iken, diğer yandan bazı politikaların da etkisi altındadır. Ayrıca, finansal gelişme diğer sektörleri etkilediği gibi, diğer sektörlerin de finansal gelişmeye katkısı bulunabilmektedir. Nitekim, finansal gelişmenin ilk aşamalarında tüm ekonominin parasallaşması tüm piyasaların gelişmesine yardımcı olur. Daha sonraki aşamada artan finansal faaliyetler, tasarrufları ve dolayısıyla yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi de hızlandırır. Bu aşamada hacim etkisi ortaya çıkar. Sonraki aşamada finansal gelişme ile birlikte kaynakların tahsisindeki iyileşme vasıtasıyla tahsis etkisi ortaya çıkmaktadır. Belirtilen aşamalar zamanla ve sırasıyla ortaya çıkabileceği gibi, birlikte de oluşabilir (Graff; Karmann 2006, 131).

Literatürde finansal gelişmenin aşamalarını ele alan çalışmalardan **Demirgüç-Kunt; Levine (1996)** ve **Levine (1997)**'ye göre, iktisadî kalkınmaya paralel olarak finansal araçların önemi artmaktadır. Nitekim, iktisadî gelişme arttıkça finansal araçların toplam varlık ve yükümlülüklerinin GSYİH içerisindeki payı da artar. Ayrıca, finansal gelişmenin ilerleyen aşamalarında bankalar kredi tahsisi konusunda merkez bankasının aleyhine gelişir; bankacılık dışı finans kesimi (sigorta şirketleri, yatırım bankaları, finansman şirketleri, özel emeklilik fonları gibi araçlar) tüm finans sisteminde ağırlığını

artırır. Finans kesimi içerisinde özellikle hisse senetleri piyasası büyür⁴, daha likit⁵ hale gelir ve hisse senetlerinin fiyatları daha fazla değişkenlik gösterir (Demirgüç-Kunt; Levine 1996, 225; Levine 1997, 717).

Akhtar (1983)'e göre, GÜ'lerde finansal gelişme, finans piyasalarında aşağıda sıralanan değişimlere yol açmıştır:

- **Banka ve Diğer Finans Kuruluşlarının Faiz Oranlarına Duyarlı ve Değişen Faiz Oranlı Fonları ve Finansal Araçları Daha Çok Kullanması:** Böylesi bir durumun temel sebebi, faiz oranlarının belirlenmesi konusunda politik olarak getirilen serbestidir⁶. Böylece zaman içerisinde piyasa şartlarına göre değişme olanağı kazanan cazip finansal araçlar risk ve belirsizliklerin yol açacağı fon daralmasını engelleyecek ve böylece ekonomideki kullanılabilir fon hacmi artacaktır.
- **Değişken Faiz Oranlı Borçlanmanın ve Ödünç Varmenin Artması; Borçlanma Vadelerinin Kısılması:** Finans sisteminin gelişmesi ile birlikte, finansal araçlar fon arzını ve fon talebini daha cazip hale getirmek için esnek finansal araçlar (finansal sözleşmelerde, faiz oranlarının iktisadî koşullara göre değişebileceğini belirten finansal araçlar) sunma ve bu yönde sözleşmeler yapma yoluna gitmektedirler. Böyle bir strateji esasında finansal serbestleşmenin finansal araçlara sözleşme yapma olanaklarını artırması ile ve mudilerin enflasyon oranındaki belirsizliklerin doğurduğu risklere karşı korunma talepleri ile ilgilidir.
- **Perakendeci Bankacılık Faaliyetlerinde Önemli Değişiklikler Gerçekleşmesi:** Finansal gelişme ile birlikte perakendeci bankacılık hizmetlerinde önemli yenilikler söz konusu olur. Ayrıca, perakende bankacılık faaliyetlerinde daha fazla kişiye hitap edecek birçok hizmet verilir.
- **Finans Piyasalarının Büyümesi ve Pazarlanabilir (Yeni) Finansal Araçların Ortaya Çıkması:** Finans piyasalarının gelişmesi ve derinleşmesi ile birlikte birçok finansal araç ortaya çıkar ve birçok finansal aracın da ikincil piyasası

⁴ Belirtilen büyüme ölçütlerinden biri, piyasa kapitalleşmesinin GSYİH'ye oranıdır.

⁵ Belirtilen likidite ölçütlerinden biri piyasada yapılan alım satımın GSYİH'ye oranıdır.

⁶ Belirtilen özelliklere sahip finansal araçların talep edilmesi ile birlikte, ekonomide para tutma ihtiyacı azalır. Böylesi bir gelişme ile esasında para politikasının etkinliği de azalabilir.

oluşur⁷. Finansal araçlar, finansal aracılar tarafından özellikle likidite gücü, risk dağıtımı ve vade uygunluğu açılarından geliştirilir. Böylece, finans piyasaları kendilerinden beklenen işlevleri daha iyi yerine getirebilir.

- **Finansal Hizmetlerin Kaynaklarındaki (Arzındaki) Yapısal Değişme:** Finansal gelişme ile birlikte bankacılık dışı finans kesimi, finans sisteminde önemli bir rol oynamaya başlamaktadır. Belirtilen gelişmenin, yine finans sistemi üzerinde uygulanan baskı politikalarının gevşetilmesi ve kaldırılması ile etkili olabileceği iddia edilmektedir (Akhtar 1983, 6–27; Günal 2001, 47–48).

Yukarıda belirtilenlere ilave olarak ışığında finansal gelişmede model olarak gösterilebilecek ABD’de 1900’lü yıllardan itibaren finans sistemi birçok göstergesi ile önemli bir değişme kaydetmiştir. Bu ülkede dolaylı borçlanmaya ve ulusal finansal varlıklara ilişkin göstergeler, 19. yüzyılın ilk yarısında önemli bir artış gösterirken; içsel finansmana ve doğrudan borçlanmaya ilişkin oranlar ise, sürekli azalma eğiliminde olmuştur. Diğer taraftan, bankaların finans piyasalarındaki önemini gösteren oranlar aşağı yukarı sabit oranlarda seyrederken; bankacılık dışı finans kesiminin finans piyasalarındaki hacmini gösteren oranlar keskin bir şekilde düşmüştür. Bankacılık sistemi içerisinde de ticarî bankalar genel finansal gelişmeye eşlik etmekle beraber, belirtilen gelişmeyi geriden takip etmişlerdir ABD’de finans piyasaları belirtilen yönleri ile Akhtar (1983)’de iddia edilenin tersine bir gelişme göstermiştir (Gurley; Shaw 1955, 522–523).

Sonuç olarak, finansal gelişme ile birlikte bankacılık sektörünün ve bankacılık dışı finans sisteminin ekonomik faaliyette önemi artmakta ve bu durum da reel sektörün geleneksel yapıdan modern yapıya geçişinde etken olabilmektedir. Belirtilen gelişmeler yaşandığında, ekonomi modern yapının sağladığı dinamizmden daha fazla yararlanabilmekte ve ekonomik büyüme de hızlanmaktadır.

⁷ Nitekim yeni veya eski finansal araçların niteliksel ve niceliksel olarak artması ilgili araçların ikincil piyasalarının da genişlemesi ile yakından ilişkilidir (Akhtar 1983, 17–18).

I.1.2.3. Finansal Gelişmenin Ölçülmesi

Finansal gelişme, birçok niteliksel unsuru taşıdığından doğrudan ölçülmesi zor olan makro ekonomik değişkenlerden biridir. Tablo 1.1’de uygulamalı çalışmalarda yer alan finansal gelişme ölçütleri sunulmaktadır. Tablodan görüleceği üzere, uygulamalı literatürde finansal gelişmenin ölçülmesine dair birçok değişken kullanılmaktadır. Finansal gelişmenin ölçülmesinde birçok değişkenin kullanılması, ölçüm hakkında bir fikir birliğinin olmadığını göstermektedir. Bu nedenle, bazı çalışmalarda finansal gelişmeyi temsil edeceği düşünülen nitel ve nicel değişkenler belli ağırlıklar ile endekslenmekte ve böylece finansal gelişme ölçülmektedir⁸.

Tablo 1.1’de para arzı tanımlarının finansal gelişme ile ilgili uygulamalı literatürde sıkça kullanıldığı görülmektedir. Bu durumun nedeni, ekonominin parasallaşmasının (yani, finansal derinleşmenin) finansal gelişme ile bağlantılı olduğu varsayımdır. Ancak, para arzına ilişkin değişkenler emisyon hacminin ve enflasyonun yüksek olduğu GOÜ’ler için finansal gelişmeyi değerlendirmede sağlıklı sonuçlar vermeyebilir.

Tablo 1.1.’de uygulamalı literatürde finansal gelişmenin finans sisteminin yapısı göz önünde tutularak ele alındığı da görülmektedir. Daha önce de bahsedildiği üzere, finans sistemi banka temelli ve piyasa temelli bir yapı arz etmektedir. Tablodaki değişkenlerin bir kısmı bankacılık kesimindeki gelişmeyi değerlendirirken; bir kısmı da, hisse senetleri piyasası ve bankacılık dışı finans araçları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ayrıca, tablodan tüm finans sisteminin gelişimini temsil edebilecek değişkenlerin de uygulamalı literatürde kullanıldığı görülmektedir. Literatürde finans sistemine ilişkin bu kurumlardaki gelişmelerin ekonomik büyüme üzerinde farklı sonuçları olabileceği iddia edilmektedir. Örneğin, **Bolbol; Fatheldin; Omran (2005)**’de Mısır ekonomisi için piyasa tabanlı finansal gelişmenin toplam faktör verimliliğini pozitif; banka temelli finansal gelişmenin negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır (Bolbol; Fatheldin; Omran 2005, 171). **Tadesse (2002)**’de piyasa temelli gelişmenin finans sisteminin genel olarak gelişmiş olduğu ülkelerde; banka temelli gelişmenin finans sisteminin gelişmediği ülkelerde ekonomik büyümeyi daha olumlu etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır (Tadesse

⁸ Belirtilen endeksler için bakınız: Fritz (1984); King; Levine (1993b); Allen; Ndikumuna (1998); Levine; Zervos (1998a); Creane vd. (2007); World Economic Forum (2008).

2002, 450). **Levine (2002)**'de ise, ele alınan GÜ'ler ve GOÜ'ler için finans sistemindeki genel gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği; ancak, piyasa veya banka temelli bir finans sisteminin ekonomik büyüme hızında bir farklılık yaratmadığı bulgusuna ulaşılmıştır (Levine 2002, 423–424). **Chakraborty; Ray (2006)**'da da Levine (2002)'ye benzer şekilde banka temelli veya piyasa temelli sistemlerin ekonomik büyüme performansını etkilemede birbirlerine göre üstünlüklerinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Chakraborty; Ray 2006, 348). Belirtilen çalışmaların farklı sonuçları, söz konusu finansal yapıların ülkelere göre ekonomik büyüme üzerinde farklı sonuçlar yaratacağını göstermektedir.

Tablo 1.1'de parasal değişkenler dışında finansal gelişmeyi değerlendirmede yoğun olarak kullanılan değişken özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payıdır. Belirtilen değişken özel sektör yatırımları üzerindeki etkilerini göstermesi açısından finansal gelişmenin boyutunu parasal göstergelere göre daha iyi temsil edebilir. Belirtilen yönüyle ilgili değişken parasal göstergelere göre bir avantaj sağlayabilir. Bu değişkenin önemli bir avantajı da kamu sektörüne yönelik kredilerin analiz dışında bırakılması ve bu nedenle özel sektöre fonların yönlendirilmesinde finansal aracılardan rolünü göstermesidir. Ayrıca, belirtilen göstergenin bankacılık sisteminin aracılık faaliyetlerindeki gelişmesini de iyi bir şekilde ölçtüğü iddia edilmektedir (De Gregorio 1998, 8; 18).

Tablo 1.1'de sunulan değişkenlerden reel faiz oranlarının finansal gelişmenin bir göstergesi olarak sıklıkla kullanılmasına rağmen finansal gelişmeyi temsil etmesi literatürde tartışmalıdır. Örneğin, Asomoah (2003)'de faiz oranlarının finans sisteminin performansını göstermede yetersiz olduğu bulgusuna ulaşılmıştır (Asomoah 2003, iii). Böylesi bir tartışmanın nedeni, reel faiz oranları ile diğer makro iktisadî değişkenler arasındaki ilişkilerin uygulamalı çalışmalarda çok farklı nitelikler göstermesidir (Erim; Türk 2005, 33).

Tablo 1.1: Uluslararası Uygulamalı Literatürde Kullanılan Finansal Gelişmeye İlişkin Ölçütler

Finansal Gelişme Ölçütü	İlgili Ölçütün Kullanıldığı Uygulamalı Çalışmalar
Banka likit rezervlerinin banka varlıklarına oranı	Mehrez; Kaufmann (1999); Atindehou; Gueyie; Amenounve (2005)
Banka likit yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı	Huang (2005)
Banka mevduat yükümlülüklerinin GSMH'ye oranı	Kar (2001b); Güryay; Şafaklı; Tüzel (2007)
Banka mevduat yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı	Demetriades; Hussein (1996); Demetriades; Luintel (1996)
Bankacılık kesiminin toplam varlıklarının GSYİH'ye oranı	Levine (2002)
Bankacılık sistemindeki mevduatların özel sektöre verilen kredilere oranı	Beck; Levine; Loayza (2000); Ito (2006)
Brüt yurt içi tasarrufların geniş tanımlı para arzına olan oranındaki değişme	Gelb (1989)
Finansal araçların toplam değeri/GSYİH	Goldsmith (1969)
Finans sisteminde istihdam edilen işgücünün toplam işgücü içerisindeki payı	Graff; Karmann (2006)
Finans sisteminin GSYİH içerisinde payı	Graff; Karmann (2006)
Finans sisteminin toplam varlıklarının GSYİH'ye oranı	Ghani (1992)
Geniş tabanlı para arzının gelire oranı	Arestis; Demetriades (1997), Gelb (1989), Wood (1993); Murinde; Eng (1994); Kar (2001b)
Likit yükümlülüklerin GSYİH içindeki payı	King; Levine (1993a); Odedokun (1996); Ram (1999); Deidda; Fattou (2002); Apergis; Filippidis; Economidou (2007); Klein; Olivei (2008)
M1	Gupta (1984); Al-Awad; Harb (2005)
M1/GSMH	Jung (1986)
M2	Gupta (1984); Xu (2000); Onur (2005)
M2/brüt uluslararası rezervler	Mehrez; Kaufmann (1999)
M2/GSMH	Jung (1986); Wood (1993); Erim; Türk (2005); Mangır (2006)
M2/GSYİH	Sims (1972); McKinnon (1973); King; Levine (1993a); Cole; Scot; Wellons (1995); Ahmed; Ansari (1998); Agung; Ford (1998); Calderon; Liu (2003); Graff; Karmann (2006); Liu; Hsu (2006); Abu-Bader; Abu-Qarn (2008); Agu; Chukwu (2008)
M2Y/GSYİH	Agu; Chukwu (2008)

Tablo 1.1'in Devamı (I)

Finansal Gelişme Ölçütü	İlgili Ölçütün Kullanıldığı Uygulamalı Çalışmalar
M3/GSYİH	Sims (1972); McKinnon (1991); King; Levine (1993a); Cole; Scot; Wellons (1995); Allen; Ndikumana (1998); Ang; McKibbin (2005); Odhiambo (2009)
Hisse senetleri piyasasında işlem gören firma sayısı	Liu; Hsu (2006); Allen; Ndikumana (1998)
Hisse senetleri piyasası ticaret hacmi	Atje; Jovanovic (1993); Levine (2002)
Mevduat bankalarının özel sektöre verdiği kredilerin gelire oranı	Agung; Ford (1998); Levine (2002)
Mevduat bankalarının toplam mevduat yükümlülükleri/GSYİH (birinci gecikme)	Luintel; Khan (1999); Christopoulos; Tsionas (2004)
Mevduat bankalarının yurt içi varlıkları ile merkez bankası ve mevduat bankalarının yurt içi varlıklarının toplamı	King; Levine (1993a)
Özel girişimcilere verilen kredilerin, merkezi ve yerel kamu kurumlarına verilen kredilerle özel girişimcilere verilen kredilerin toplamına oranı	King; Levine (1993b)
Özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payı	Ghani (1992); Atje; Jovanovic (1993); King; Levine (1993a); De Gregorio; Guidotti (1995); Demetriades; Hussein (1996); De Gregorio (1998); Mehrez; Kaufmann (1999); Kularatne (2001); Calderon; Liu (2003); Ghirmay (2004); Ang; McKibbin (2005); Huang (2005); Liu; Hsu (2006); Abu-Bader; Abu-Qarn (2008); Agu; Chukwu (2008); Klein; Olivei (2008)
Özel sektöre verilen kredilerin hacmi	Aslan; Küçükaksoy (2006); Bolbol; Fatheldin; Orman (2005); Acharya; Amanulla; Joy (2009)
Özel sektöre verilen yurt içi kredilerin toplam yurt içi kredilere oranı	King; Levine (1993a); Agung; Ford (1998)
Özel sektöre verilen yurt içi kredilerin toplam yurt içi kredilere oranı (bankalara verilen krediler hariç)	Akçoraoğlu (2000)
Para benzerlerinin GSYİH'ye oranı	Ahmed; Ansari (1998);
Reel faiz oranları	Luintel; Khan (1999); Christopoulos; Tsionas (2004); Bolbol; Fatheldin; Orman (2005); Liang; Teng (2006); Yang; Yi (2008)
Reel kredilerin iki yıl öncesine göre büyüme hızı	Mehrez; Kaufmann (1999)

Tablo 1.1'in Devamı (II)

Finansal Gelişme Ölçütü	İlgili Ölçütün Kullanıldığı Uygulamalı Çalışmalar
Sermayeleşme oranı	Allen; Ndikumana (1998); Levine (2002); Bolbol; Fatheldin; Orman (2005); Hondroyiannis; Lolos; Papapetrou (2005); Huang (2005); Liu; Hsu (2006); Van Nieuwerburgh; Buelens; Cuyvers (2006); Enisan; Olufisaya (2009);
Ticarî bankaların yurt içi varlıklarının diğer bankaların ve merkez bankasının varlıklarına oranı	Bolbol; Fatheldin; Orman (2005); Ang; McKibbin (2005); Huang (2005); Liu; Hsu (2006)
Ticarî bankaların mevduat hacmi	Van Nieuwerburgh; Buelens; Cuyvers (2006); Gupta (1986)
Tasarruf hacmi	Hao (2006); Gupta (1986)
Toplam finansal araçların değeri/GSMH	Akçoraoğlu (2000)
Toplam krediler	Levine (1997); Hondroyiannis; Lolos; Papapetrou (2005); Shan; Jianhong (2006)
Toplam özel krediler	Gupta (1984)
Toplam yurt içi krediler	Gupta (1984); Levine (1997); World Bank (1998)
Toplam krediler/mevduat	Hao (2006)
Toplam mevduatlar	Xu (2000)
Yurt içi banka kredilerinin nominal GSYİH'ye oranı	Arestis; Demetriades; Luintel (2001); Apergis; Filippidis; Economidou (2007)
Yurt içi krediler/GSMH	Goldsmith (1969)
Yurt içi krediler/GSYİH	Ahmed; Ansari (1998); Atindehou; Gueyie; Amenounve (2005); Habibullah; Eng (2006); Güryay; Şafaklı; Tüzel (2007)
Yurt içi yatırımlar/GSYİH	Güryay; Şafaklı; Tüzel (2007)

Sonuç olarak, uygulamalı literatürde finansal gelişmeye ilişkin birçok değişkenin kullanılması, nedensellik ilişkilerinin doğru bir şekilde tespit edilememesine yol açabilir. Böylesi bir sorunu gidermek için, ileri istatistiksel tekniklerle finansal gelişmeye ilişkin indeksler son dönem dönem uygulamalı literatürde kullanılmaya başlanmıştır. Belirtilen tekniklerden özellikle temel bileşenler analizi finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri değerlendirirken kullanılan bir indekseme yöntemi olup **Ang; McKibbin (2005), Huang (2005), Kar; Peker; Kaplan (2008), Yücel (2009)** gibi çalışmalarda uygulanmıştır.

I.1.3. Finansal Baskı

Finansal baskı, Büyük Buhran'dan 1970'li yılların ortalarına kadar ardından Keynes'in müdahaleci devlet görüşü çerçevesinde hem GOÜ'lerde hem de GÜ'lerde yaygın bir şekilde uygulanmıştır. Her ne kadar 1980'lerden sonra finansal baskı uygulamalarına son verildiği düşünülse de zaman zaman oluşan istikrarsızlıklar söz konusu politikaların farklı boyutlarda tekrar gündeme gelmesine ve hatta uygulanmasına sebep olmaktadır. Bu bölümde finansal baskı politikalarının uygulama yöntemleri ve sonuçları ele alınacaktır. Finansal baskının kavramsal ve politik düzeyde ele alınmasının nedeni, finansal serbestleşmeye ve gelişmeye ilişkin literatürdeki telkinlerin finansal baskı politikalarına yönelik eleştiriler çerçevesinde yapılmasıdır.

I.1.3.1. Finansal Baskının Tanımı

Finansal baskı genel anlamda kanun, düzenleme ve kısıtlamalar vasıtasıyla finans sistemine yönelik her türlü piyasa dışı müdahale anlamına gelmektedir. Olumsuz bakış açısından, yapılan müdahalelerle finans sistemi gerçek potansiyelinin altında bir çıktı (finansal hizmet) üretebilmektedir. Finansal baskı, belirtilen bakış açısından genel anlamda, döviz kurları ve faiz oranları gibi finansal fiyatların piyasadaki oluşum mekanizmasını sekteye uğratabilecek, finans sisteminin gelişmesini engelleyebilecek her türlü kamu politikası anlamına gelirken; özel anlamda kredi ve mevduat faizleri üzerine konulan tüm kısıtlamaları kapsamaktadır. Yani, belirtilen değişkenlerin ayırım gözetmeksizin piyasa denge seviyesinin altında oluşmasını (özellikle negatif reel faiz oranlarının oluşmasını) sağlayan her türlü kurumsal müdahale ile finans sisteminde yüksek oranlı zorunlu rezerv bulundurulmasına yönelik politikalar, finansal baskı kavramının içerisinde yer almaktadır (McKinnon 1973, 68–69; Shaw 1973, 12; Fry 1980, 317; Fry 1982, 731; Fry 1997, 754–755; Eschenbach 2004, 6; Roubini; Sala-i Martin 1995, 276; Kar 2001a, 82; Kar; Taş 2004, 162).

Finansal baskı, finansal kısıtlama⁹ politikalarının daha sert ve daha ihtiyatsız bir şekilde uygulanması olarak da tanımlanabilir. Ayrıca, finansal baskı kamu kesimi için bir gelir

⁹ Finansal baskı ile benzer başka bir kavram da, finansal kısıtlamadır. Birçok çalışmada finansal baskı ile finansal kısıtlama aynı anlamda kullanılırken, bazı çalışmalarda da farklı bir tanımlama getirilmektedir.

kaynağı olabilir ve vergi oranlarını artırma gücü zayıf olan bir hükümet için ikinci en iyi politikalar arasındadır (Fry 1988, 16; Eschenbach 2004, 6). Sonuç olarak, finansal baskı uygulamaları finans sisteminden kamu kesimine doğru kaynak aktarımını sağlayan her türlü politika uygulaması olarak da tanımlanabilir. Belirtilen açıdan temel amaç, finans kesiminde oluşacak aşırı kârın kamuya mal edilmesidir. Oysa, finansal kısıtlama politikalarındaki temel amaç, finans sistemindeki istikrarsızlıkların ve kriz olasılıklarının önlenmesidir. Bu açıdan her iki kavram birbirlerine yakın uygulamaları içerse de, amaçlarındaki farklılık nedeniyle ayrı kavramlardır.

1.1.3.2. Finansal Baskı Politikalarının Uygulanma Gerekçeleri

1930'lu yıllardan sonra finansal baskı politikaları kamu müdahalesi ile kalkınma temelinde uygulanmıştır. Bu politikalarla paranın reel getirisinin düşük tutulması ile iktisadî birimlerin mal piyasalarında daha fazla işlem yapması; başka bir deyişle, ekonomide kaynakların finans sisteminden geçmeden doğrudan reel piyasalarda değerlendirilmesi hedeflenmektedir. Böylesi bir politik uygulama ile finans sistemine Keynesyen bakış açısıyla verimsizlik ve etkinsizlik temelinde bir yorum söz konusu olmaktadır ve böyle bir bakış açısı finans sisteminin ekonomide önem arz etmemesi gerektiği sonucuna ulaştırmaktadır.

Finansal baskı politikalarının belirtilen bakış dışında da uygulama gerekçeleri mevcuttur. Örneğin, finansal baskı politikaları ile faiz oranlarının düşük tutulması hükümetin borç servis yükünü hafifletebilir. Finansal baskı politikaları dâhilinde faiz oranlarına müdahale etmenin başka bir nedeni de piyasa dengelerini bozacak düzeyde aşırı faiz oranlarının ve tefeciliğin önlenmesidir. Bunun yanında, hükümetler tasarrufların optimal tahsisi veya buna paralel olarak yatırımların sosyal açıdan daha iyi

Örneğin Fry (1982) ve Fry (1988)'e göre, finansal kısıtlama hükümetlerin uyguladıkları zaman önemli ölçüde gelir elde edebilecekleri, uygulamadıkları zaman da bu gelirden mahrum kalacakları, finans kuruluşlarını ve finansal araçları teşvik edebilecek finansal politikalar olarak tanımlanmaktadır (Fry 1982, 732; Fry 1988, 14). Başka bir tanımlamaya göre, finansal kısıtlama finans piyasalarında fiyat rekabetine yapılan müdahalelerdir. Böylece, finansal baskı ile finansal kısıtlama arasında bir fark doğmaktadır. Nitekim, finansal baskı devletin finans sistemine bir bütün halinde müdahalesini içermektedir ve kamu için bir gelir kaynağı elde etme amacı da taşımaktadır. Finansal kısıtlamanın amacı ise, devletin kendi için değil, özel sektör için rant yaratmasıdır. Bu sayede, yaratılan rant vasıtasıyla hem sosyal açıdan yararlı yatırımlar finanse edilmiş olacak, hem de finansal araçların aşırı rekabete girmeyerek daha etkin ve güvenli hizmet vermeleri sağlanacaktır. Bu politikalar mevduat faizlerine ve finans sistemindeki rekabete yönelik kısıtlamalarla uygulanmaktadır (Stiglitz 1998a, 9; Emek 2000, 72).

alanlarda yapılması konusunda finans piyasalarından veya bankalardan daha akılcı davranacaklarını düşünebilirler. Ayrıca, bankacılık sistemine yönelik katı kontrol ve düzenleme ile uygulanan finansal baskı politikaları, para otoritesine para arzının kontrolü konusunda daha fazla olanak sağlayabilir. Nitekim, belirtilen politikalar ile vergiden kaçınmanın ve vergi kaçırmanın yüksek seviyede olduğu ülkelerde, senyoraj gelirleri artırılabilir (Roubini; Sala-i Martin 1995, 275–276).

Finansal baskı politikalarının GOÜ’lerde uygulanması bu ülkelerde sermaye faktörünün kıt olmasından dolayı bir gereksinim olabilir. Nitekim, Keynesyen görüşler doğrultusunda, eğer bir ekonomide sermaye kıt ise, faiz oranları piyasada oldukça yüksek olur; bu durumda doğrudan kontroller ile uygulanan finansal baskı politikaları tasarruf/yatırım sürecinin gelişmesinde etkili olabilir. Belirtilen nedenle, GOÜ’lerde faiz oranları sunî olarak düşük tutulabilir; ulusal para yabancı paralar karşısında değerli hale getirilebilir. Bu sayede sermaye teşekkülü daha düşük bir maliyetle gerçekleştirilmeye çalışılabilir (McKinnon 1973, 25; Shaw 1973, 12; 80; Kar 2001a, 82).

GOÜ’lerde finansal baskı politikalarının uygulanmasında bu ülkelerin yapısal özellikleri ile bağlantılı başka bir gerekçe de, finans sisteminde organize olmayan birçok alt piyasanın varlığı ve finans piyasalarının yeterince gelişmemiş olmasıdır. Finans piyasalarının yeterince gelişmediği ve derinleşmediği GOÜ’lerde kamu kesimi gerek doğrudan gerekse de dolaylı olarak finans piyasalarında önemli bir aktör olmak zorunda kalabilir (Mangır 2006, 461).

Finansal baskı politikaları ile finans kuruluşlarının aşırı rekabeti önlenmek istenebilir. Esasında, belirtilen politikanın hem GOÜ’lerde hem de GÜ’lerde her daim uygulanması gerekebilir. Nitekim, daha serbest koşullarda oluşan aşırı rekabet sonucu finans kuruluşları aşırı derecede risk alabilirler. Artan rekabet ve risk ise, bankaların lisans bedelleri düşürebilir ve ekonomiyi derinden etkileyebilecek banka iflâsları söz konusu olabilir (Keeley 1990, 1183; 1185; Emek 2000, 75). Belirtilen durumda zincirleme etkilerle genel bir makro ekonomik istikrarsızlık yaşanabilir.

Yukarıda belirtilen uygulama gerekçelerinde görüldüğü gibi, finansal baskı politikaları finans piyasalarında yaşanması daha muhtemel olan piyasa aksaklıkları nedeniyle de

uygulanabilmektedir. Bunun yanında, finansal baskı politikaları genelde müdahaleci devlet anlayışıyla uygulanmış ve hükümetlerin rant yaratmasına müsait bir ortam yaratabilmiştir. Ancak, finans piyasaları belirli bir gelişme düzeyine ulaşana kadar aynen reel kesime uygulanan koruma ve müdahale politikalarının uygulanması gerekebilir. Ayrıca, finansal baskı politikalarının 1980’li yıllardan itibaren giderek gevşetildiğini düşünmek de yanlış olabilir. Nitekim, her geçen gün ağırlığı artan bir şekilde birçok GOÜ’de ve GÜ’de finans piyasaları üzerinde önemli kısıtlamalar, denetlemeler ve yönlendirmeler söz konusu olmaktadır. Belirtilen uygulamalara gösterilen gerekçelerin birçok durumda haklılık payı söz konusudur. Bu nedenle, her ne kadar serbestleşme yönünde politikalar revaç kazansa da, belirtilen gerekçeler özellikle makro ekonomik istikrar adına göz önünde tutulmalı ve baskı politikaları gerektiğinde siyasi istismara izin verilmeden uygulanmalıdır.

I.1.3.3. Finansal Baskı Politikalarının Uygulanma Yöntemleri

GOÜ’lerde finansal baskı politikaları birçok yöntemle uygulanmıştır ve/veya uygulanmaktadır. Belirtilen yöntemler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Shaw 1973, 4; 12; Fry 1982, 732; Fry 1988, 14; Williamson 1998, 1; Delice; Doğan; Uzun 2004, 112; Eschenbach 2004, 6; Mangır 2006, 461):

- Kredi tayinlaması veya sektörel kredi politikaları (kredi verileceklerin kamu tarafından belirlenmesi),
- Mevduat ve kredi faiz oranlarının hükümet tarafından enflasyon göz önünde tutularak belli bir tavanla sınırlandırılması (başka bir deyişle, finans piyasalarındaki fiyatların politika otoriteleri tarafından belirlenmesi),
- Finans sisteminde ilk defa faaliyet gösterecek finansal araçlara yönelik düzenlemeler ve kısıtlamalar (başka bir deyişle, finans sistemine ilk defa giriş yapacak kuruluşların kamu iznine bağlı olması ve bu girişlerin önemli kısıtlara tâbi tutulması),
- Finans sisteminin kendi iç kurallarına ilişkin hükümet müdahaleleri,
- Finansal aracı kurumların mülkiyetine yönelik kısıtlamalar (veya finans kurumlarının kamu mülkiyetinde olması),
- Finans piyasalarındaki borçlanma koşullarına yönelik müdahaleler,

- Finansal faaliyetler üzerinde coğrafi kısıtlamalar (yani, mevcut finansal araçların yeni şubeler açmalarının belli kısıtlarla sınırlandırılması),
- Finansal araçların belli bir oran veya miktarda kamu borçlanma kâğıdı bulundurma zorunluluğu,
- Paraya ilişkin nominal büyüklüklerin belli bir oranda sabitlenmesi,
- Yurt içinde üretilen birincil (temel) ürünlerin göreceli olarak düşük tutulmasıdır.

Yukarıda sıralanan kısıtlamalar ve sınırlamalar, finansal istikrarın sağlanmasına, finans piyasalarındaki asimetrik bilgiden kaynaklanacak sorunları engellemeye ve kamuya kaynak aktarmaya hizmet edebileceği gibi, kamu başarısızlıkları olarak adlandırılan sorunlara da yol açabilir. Bu noktada esas olan, finansal baskı politikalarının tamamını veya bir kısmını, finans piyasalarında dolayısıyla makro ekonomik istikrar adına uygularken, diğer taraftan da finans piyasalarının gelişmesine engel teşkil etmemesine özen göstermektedir. Nitekim, belli koşul ve zamanlarda daha önce belirtilen amaçlarla finansal baskı politikalarının uygulanması gerekebilir.

I.1.4. Finansal Serbestleşme

1980’li yıllardan sonra GOÜ’lerde finansal serbestleşmeye yönelik politikalar, GÜ’lerin yönlendirdiği uluslararası finans kuruluşları tarafından şiddetle desteklenmiş; hatta, belirli yollarla dikte edilmiştir. Böylesi bir gelişme, neredeyse tüm GOÜ’lerin yoğun ve hızlı bir şekilde finansal serbestleşme yönünde politikalar uygulamalarına neden olmuştur. Aynı zamanda, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmelerle birlikte, GOÜ’lerin gerek yasal düzenlemelerle gerekse de kurumsal yapılanmalarla finansal serbestleşme süreçleri hızlanmıştır.

Finansal serbestleşme politikalarının 1970’li yıllardan itibaren yoğunluk kazanmasının temel sebebi, bu yıllarda ortaya çıkan siyasal ve ekonomik sorunlar ve gelişmelerdir. Belirtilen sorun ve gelişmeler, GOÜ’lerin içinde bulundukları çıkmazları daha da derinleştirmiştir. Sonuçta, GOÜ’ler ekonomilerinin genelinde olduğu gibi finans sistemlerinde de serbestleşme politikaları uygulayarak içinde bulundukları çıkmazdan GÜ’lerin desteğini alarak çıkmayı ümit etmişlerdir. Bu ümidin kuvvetlenmesi için de finansal serbestleşme lehinde akademik çevrelerde nedensellik ilişkileri kurulmuştur.

Finansal serbestleşme süreci, yeni klasik okulun bir uzantısı olan McKinnon-Shaw yaklaşımını esas alan literatürde, finansal gelişmenin en önemli gereklerinden biri olarak görülmektedir. Gerçekten de, daha önce belirtilen finansal gelişmeye ilişkin tanımların ve göstergelerin bir kısmı, büyük ölçüde finansal serbestleşme politikalarının uygulanmasını mantıksal olarak zorunlu kılmaktadır. Böyle bir durumda, finansal serbestleşme kavramının da ayrıntılı bir şekilde ele alınması gerekmektedir. Bu alt kısımda finansal serbestleşme kavramsal olarak irdelenip, unsurlarından, ön şartlarından, uygulanma sürecinden ve ölçülmesinden bahsedilecektir.

I.1.4.1. Finansal Serbestleşmenin Tanımı

Genel olarak ve iktisadî anlamda serbestleşme, ekonomideki yönetsel ve siyasi mekanizmalarla uygulanan devlet kontrollerinin ve müdahalelerinin çeşitli piyasalar üzerinden kısmen veya tamamen kaldırılması ve piyasaların uluslararasılaştırılmasıdır (Kar; Taş 2004, 164; Emsen; Değer; Karaköy 2006, 2). Finansal serbestleşme kavramı da, belirtilen genel serbestleşme kavramından yola çıkılarak açıklanmaktadır. En genel anlamda finansal serbestleşme, finans piyasalarında (özellikle de bankacılık kesiminde) iktisadî birimlerin faaliyetlerini, kurumsal yapıyı ve araçları kontrol etmeye yönelik idarî ve teknik kısıtlamaların ve düzenlemelerin gevşetilmesinde veya tamamen yürürlükten kaldırılmasında uygulanan politika süreci olup; finansal deregülasyonun gerçekleştirilmesini, finansal baskı politikalarının ve çoklu döviz kuru uygulamalarının terk edilmesini, firmaların yurt dışından borçlanmasının ve yurt dışına borç vermesinin mümkün kılınmasını ve piyasa kurallarının finans sisteminde geçerlilik kazanmasını içermektedir (Shaw 1973, 12; Ghosh 2005, 2; Galindo; Micco; Ordonez 2002, 3; Mangır 2006, 460).

Genel tanımdan görüleceği üzere, finansal serbestleşme esasında finansal küreselleşmeye yönelik politikaları da içermektedir. Zira, finansal küreselleşmenin sağlanmasına yönelik politikalar, finansal serbestleşmenin yurt dışı ayağını oluşturmaktadır. Bu noktada ve en genel anlamda finansal küreselleşme, sermaye hareketlerini engelleyen politik kısıtlamaların kaldırılması ile yerli ve yabancı sermayenin aynı koşullarda rekabetini tesis etme sürecidir (Mangır 2006, 462). Başka

bir deyişle, finansal küreselleşme, deregölasyon ve serbestleşme politikaları ile ulusal finans piyasaları arasındaki sınırların kalkması ve sınır ötesi sermaye akımlarının serbestleştirilmesi anlamına gelmekte ve literatürde belirtilen üç küreselleşme dalgasının¹⁰ sonuncu ve en önemli bileşeni olarak görölmektedir (Bakırtaş; Karbuz 2004, 93; Das 2006, 1; Çıtak 2007, 200). Uluslararası finans kuruluşları tarafından desteklenen ve genel itibarla “ölkeler arasında sermaye hareketliliğinin sağlanması” ve “finans kuruluşlarının uluslararasılaşması” şeklinde de tanımlanan finansal küreselleşme ile GÜ’lerde bol olan parasal sermayenin, çok daha fazla getiri imkânı bulunan GOÜ’lerde serbest dolaşım imkânı bulması amaçlanmaktadır (Mishkin 2006, 2; Wagner; Berger 2004, 163–164). Böylelikle sermayenin marjinal getirisinin dünya genelinde eşitlenmesi ve sonuçta küresel düzeyde ekonomik büyümenin artırılması da hedeflenmektedir.

Özel anlamda finansal serbestleşme ise, nominal faiz oranlarının ulusal ve uluslararası düzeyde piyasa güçleri tarafından belirlenmesine yönelik düzenlemeler olarak tanımlanabilir. Başka bir deyişle, finansal serbestleşme piyasa faiz oranlarına tavan getirmek suretiyle uygulanan finansal baskı politikalarının ortadan kaldırılmasıdır (McKinnon 1973, 116; Eser 1996, 23; 32; Kar; Taş 2004, 164; Erim; Türk 2005, 23). Esasen bu tanım literatürde daha fazla benimsenmektedir.

Yukarıda sıralanan tanımlamalardan anlaşılacağı üzere, finansal serbestleşme finans sisteminin yurt içinde kendi işleyişine bırakılması; yurt dışına yönelik işlemlerinin serbestleştirilmesi ve yurt dışı finans sisteminin yurt içinde faaliyet göstermesine izin verilmesi anlamına gelmektedir. En özet deyişle, “bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler” felsefesinin finans sisteminde uygulanması finansal serbestleşmedir.

¹⁰ Literatürde belirtilen üç iktisadî küreselleşme dalgasından ilki, 1870’lerden 1914’e kadar sürmüş ve bu dönemde uluslararası ticarete, yatırımlarda ve insan göçlerinde önemli bir artış gerçekleşmiştir. Dünya savaşları döneminde duraklayan iktisadî küreselleşme, 1950–1980 yılları arasında uluslararası finans kuruluşlarının ihdası ve uluslararası anlaşmaların yaygınlaşması ile GOÜ’leri de kapsayacak bir biçimde hız kazanmıştır. Son küreselleşme dalgası ise, 1980’li yıllardan sonra gerçekleşmiş ve bilgi-işlem teknolojilerindeki hızlı gelişmeler ile birlikte iktisadî küreselleşme adına belki de tarihin en hızlı gelişimini göstermiştir. Belirtilen son küreselleşme dalgasının iktisadî küreselleşmenin en belirgin özelliği ise, finans sermayesindeki dolaşımın GOÜ’lerin çoğunda serbestlik kazanmasıdır (Soubbotina 2004, 83–84).

1.1.4.2. Finansal Serbestleşmenin Ön Şartları ve Aşamaları

Literatürde, 1980’li yıllardan itibaren GOÜ’lerde artan finansal istikrarsızlıklar ve krizler nedeniyle, finansal serbestleşmenin sorunsuz bir şekilde gerçekleştirilmesi için yürürlüğe konulacak stratejilerin sıralamasına dikkat çekilmektedir. Nitekim, finansal serbestleşme ile artan reel faiz oranları finansal istikrarsızlığı tetiklemek suretiyle finans sisteminin işlevlerini yerine getirmesini zorlaştırabilmektedir. Söz konusu sorunların yaşanmaması için literatürde finansal serbestleşme için belirli ön şartların gerçekleştirilmesi gerektiği ileri sürülmektedir. Belirtilen istikrarsızlıkların ortaya çıkması finans sistemi üzerinde zayıf düzenlemenin ve denetlemenin söz konusu olduğu GOÜ’lerde daha olasıdır. İlgili ön şartlar yerine getirildikten sonra finansal serbestleşme politikalarının belirli bir sıralama ile yürütülmesinin daha iyi sonuçlar vereceği de literatürde iddia edilmektedir (Fry 1997, 758–759).

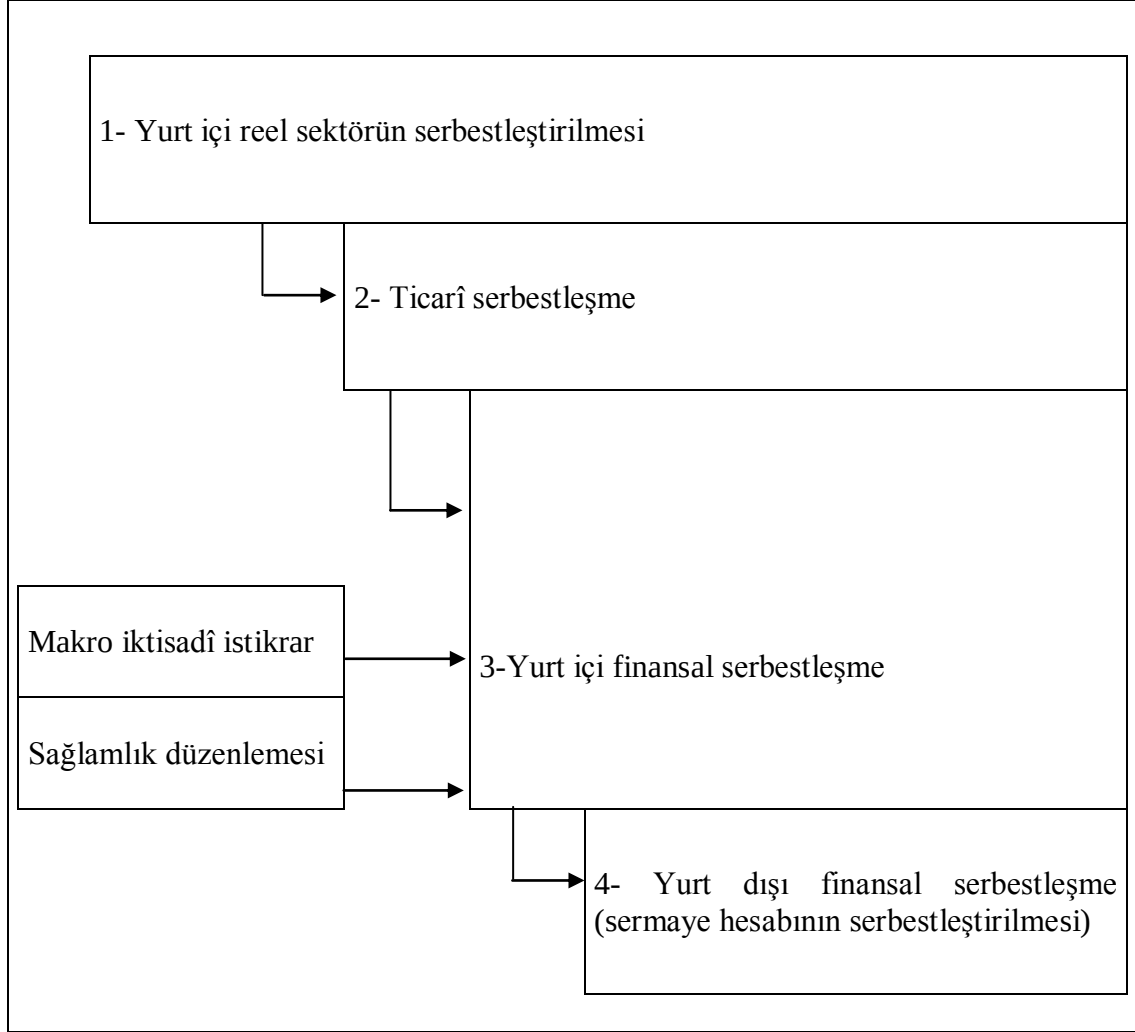
Literatürde, finansal serbestleşmenin uygun ve sorunsuz bir şekilde gerçekleştirilmesi için yurt içi bankacılık sisteminin kâr maksimizasyonu hedefi doğrultusunda rekabetçi koşullarda çalışması; vergi sisteminin zımnî veya açık bir şekilde finansal aracılık faaliyetlerinde ayrımcılığa neden olmaması; makul düzeyde bir fiyat istikrarı; hukukî ve muhasebe koşullarının iyi bir şekilde sağlanması anlamında ticarî bankalara yönelik sağlamlık düzenlemelerinin ve denetlemelerinin yeterli olması, cari işlemler dengesine ilişkin sorunların giderilmesi ve hükümetlerin malî disiplinlerini sağlamaları gibi ön şartlar olduğu ileri sürülmektedir (Haggard; Maxfield 1996, 35; Fry 1997, 759; Stiglitz 2003, 203; Bakırtaş; Karbuz 2004, 104). Finansal serbestleşmenin dışa dönük yönü olan finansal küreselleşmenin ise, ilk ve önemli ön şartı, döviz kurunun serbest/dalgalı rejim ile uygulanması ve ulusal paranın konvertibilitesinin sağlanmasıdır. Finansal küreselleşmenin başka bir unsuru da, yurt içi yerleşiklerin yurt dışından borçlanmasının ve yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasada yatırım yapmasının serbestleştirilmesidir. Bunun mukabilinde, yurt içi yerleşiklerin yurt dışına sermaye transferine ve yurt dışı yerleşiklerin yurt içi finansal varlık edinimlerine de izin verilmesi gerekmektedir. Son olarak, yurt içi yerleşiklerin yurt içinde yabancı varlıklara yatırım yapabilme imkânının sağlanması; yani, yabancı varlıkların (özellikle yabancı paranın) yurt içi piyasalarda işlem görmesine izin verilmesi dışa dönük finansal serbestleşmenin önemli bir diğer unsurudur (Onur 2005, 129; Ghosh 2005, 3; Mangır 2006, 462). Belirtilen uygulamalar

vasıtasıyla, bir yandan yurt içi finans piyasalarının sağlıklı bir şekilde dış rekabete açılması; diğer yandan da, dış fon olanaklarından ülke ekonomisinin daha fazla yararlanması sağlanabilir.

Finansal serbestleşmenin aşamaları ile ilgili literatürün önemli çalışmalarından **McKinnon (1991)**'e göre, sermaye piyasalarının serbestleştirilmesinin başlangıç koşulu veya ilk aşaması fiyat istikrarının ve kamu malî dengesinin piyasa temelli olarak (yani kamunun piyasada varlığının azaltılması şeklinde) tesisidir. İkinci aşamada ise, mudilerin ve borç talep edenlerin piyasada oluşan reel faiz oranlarında işlem yapabilmeleri için yurt içi finans piyasalarındaki düzenlemelerin tesisidir. Zira, finansal baskı politikalarının bankacılık sistemi üzerinde önemli bir külfet oluşturabilecek zorunlu karşılık oranları gibi uygulamaları, geçerli faiz oranlarının piyasa koşullarını yansıtmamasına neden olabilir. Böylesi bir durumda, finansal baskı uygulamalarının gevşetilerek yurt içi finans piyasalarının serbestleştirilmesi sağlanabilir. Belirtilenlerin yanında, Fry (1997)'de telkin edildiği gibi finans sisteminde bir paniğe ve krize yol açabilecek makro ekonomik istikrarsızlıkların giderilmesi de finansal serbestleşme politikalarının ön şartlarındandır. Diğer yandan, uzun bir dönem merkez bankası vasıtasıyla sıkı bir denetim altında tutulan ticarî bankalara yönelik baskı politikalarının gevşetilmesi ve bu bankaların bağımsız hareket etmelerinin sağlanması; ancak, tam finansal serbestleşme öncesinde bir müddet ilgili bankaların izlenmesi de finansal serbestleşmenin başka bir ön koşuludur. Çalışmaya göre, sermaye hesabının serbestleştirilmesi iktisadî serbestleşme politikalarının son aşaması olmalıdır ve ticarî serbestleşme başarıyla gerçekleştirildikten sonra uygulanmalıdır (McKinnon 1991, 4–8).

Yukarıda belirtilen ön şartlar yerine getirildikten sonra finansal serbestleşmenin belli aşamalarla yürütülmesi gerektiği; böylece, oluşacak sorunların asgarî maliyet ile atlatılacağı serbestleşme taraftarlarınca iddia edilmektedir. Örneğin **Wahba; Mohieldin (1998)**'e göre, finansal serbestleşme tüm ekonomideki serbestleşme politikalarının içerisinde yer almakta ve bu politikaların ileri aşamasını teşkil etmektedir. Buna göre iktisadî serbestleşme politikaları sırasıyla, yurt içi reel sektörde, ticarî sektörde, finans sisteminde ve sermaye hesabında gerçekleştirilerek finansal kriz riski düşürülmüş

olacaktır (Wahba; Mohieldin 1998, 1340). Belirtilen serbestleşme politikalarındaki sıralama Şekil 1.1’de daha somut olarak görülebilir.



Şekil 1.1: İktisadî Serbestleşmenin Aşamaları

Kaynak: Wahba; Mohieldin 1998, 1340.

Şekil 1.1’den görüleceği üzere finansal serbestleşmenin ön aşamaları birbirleriyle iç içe geçmiştir. Şekilden esas olarak anlaşılması gerekenler ise, yurt içi reel sektördeki ve ticarî kesimdeki serbestleşmenin makro ekonomik istikrarsızlığa yol açabileceği ve finansal serbestleşme öncesinde makro ekonomik istikrarın sağlanarak finans sistemine yönelik sağlamlık düzenlemelerinin yapılma gereğidir. İktisadî serbestleşmenin finans sektörü ile ilgili en önemli aşaması özellikle bankacılık sektörüne ilişkin sağlamlık

düzenlemesi ve denetlemesidir. Sağlamlık düzenlemesi ve denetlemesi¹¹, finansal istikrara önemli bir tehdit olan bankacılık krizlerini önlemek adına yapılmakta ve ticarî bankaların etkin denetimi ile yasal ve muhasebe standartlarının gerçekleştirilmesini içermektedir.

Finansal serbestleşme, belirtilen ön şartlar gerçekleştirildikten sonra, altı aşamalı fonksiyonel ve kurumsal değişmeye yönelik bir süreçtir. Bu aşamalar aşağıdaki gibi sıralanabilir¹²:

- Kredi kontrollerinin ve tayinlamasının kaldırılması,
- Faiz oranlarının herhangi bir tavan olmaksızın serbest piyasa koşullarına göre belirlenmesi¹³,
- Finans sistemine giriş-çıkışların ve sistemdeki işlemlerin daha serbest ve kolay hale getirilmesi (yani, girişi çıkışlara ilişkin belirtilen konudaki hukukî engellerin azaltılması),
- Bankalara özerklik (serbestlik) kazandırılması; kamu bankalarının özelleştirilmesi (yani, finans sisteminde kamu mülkiyetindeki finansal araçların ortadan kaldırılması), özel bankacılığın geliştirilmesi ve bu amaçla zorunlu mevduat munzam oranlarının düşürülmesi,
- Uluslararası sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi ve bunun için esnek döviz kuru ile konvertibilitateye geçilmesi.

Yukarıda sıralanan aşamalardan görüleceği üzere finansal serbestleşmenin içe ve dışa yönelik olmak üzere iki boyutu söz konusudur. Gerçekten de, 1980’lerde finansal serbestleşme yolunda ülkelerin uyguladığı temel politikalar içe dönük ve dışa dönük olmak üzere iki koldan yürütülmüştür. Genel olarak içe dönük finansal serbestleşmenin, dışa dönük finansal serbestleşmeden önce yapılması gerektiği iddia edilmektedir

¹¹ Sağlamlık denetlemesi aşağıda belirtilen uygulamalarla gerçekleştirilir:

- Bireysel işlemlerin izlenmesi,
- Sermaye yeterlilik şartının denetlenmesi,
- Sisteme girişlerin denetlenmesi,
- Bankacılık işlemlerinin ve risklilik yapılarının denetlenmesi,
- Spekülatif sektörlere verilen kredilerin titiz bir şekilde denetlenmesi (Emek 2000, 80; Hellman; Murdock; Stiglitz 2000, 147–148).

¹² Finansal serbestleşmenin söz konusu aşamaları hakkında daha detaylı bilgi için bakınız: Shaw 1973, 47; Emek 2000, 65; Kar; Taş 2004, 180–181; Ghosh 2005, 2; Onur 2005, 129–130; Kahyaoğlu 2008, 26.

¹³ Hâlen birçok GÜ’de ve GOÜ’de finans piyasalarındaki faiz oranlarına doğrudan bir kamu müdahalesi uygulanmasa da, merkez bankalarının açık piyasa işlemlerinde uyguladıkları iskonto oranları vasıtasıyla piyasa faiz oranına dolaylı bir müdahalesi söz konusu olmaktadır (Ghosh 2005, 2).

(Wahba; Mohieldin 1998, 1339). Nitekim, **Edwards; van Wijnbergen (1986)**'daki analizlere göre, ticarî dışa açıklık konusunda politik yapısal aksaklıklar söz konusu ise, sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile nitelendirilebilecek finansal dışa açılma refah düzeyinde olumsuz sonuçlara yol açabilecektir. Bunun yanında finansal dışa açılmanın hedeflendiği ve ilk olarak ticarî dışa açılmanın gerçekleştirildiği bir ülkede, ticarî dışa açılmanın da anî bir politika değişikliği ile değil aşamalı olarak uygulanmasının daha optimal bir strateji olduğu çalışmada iddia edilmiştir (Edwards; Van Wijnbergen 1986, 147). Benzer şekilde finansal küreselleşmenin de aşamalı olarak yapılması, doğabilecek sorunların önlenmesi adına bir gerek haline gelmiştir.

I.1.4.3. Finansal Serbestleşmenin Ölçülmesi

Finansal serbestleşme kavramı, finansal gelişme kavramında olduğu gibi, niteliksel ve niceliksel birçok değişmeye yol açmaktadır. Bu değişmelerden hangilerinin finansal serbestleşmeyi daha iyi temsil ettiği konusunda, uygulamalı literatürde bir fikir birliği söz konusu değildir. Finansal serbestleşmenin niteliksel boyutları uygulamalı çalışmaların bir kısmında hükümet kararları ve kukla değişkenler aracılığı ile ölçülmektedir. Nitekim, **Abiad; Oomes; Ueda (2008)** ve **Williamson; Mahar (1998)**'de finansal serbestleşme, kredi ve faiz oranlarına ilişkin kontrolleri, piyasaya giriş engelleri, devlet müdahaleleri, finans sektöründeki kamu mülkiyeti, özelleştirme, uluslararası sermaye akımlarına yönelik kısıtlamalar ve finans sektörüne yönelik düzenlemeler ile ölçülmeye çalışılmıştır (Williamson; Mahar 1998, 5–6; Kar; Taş 2004, 182; Abiad; Oomes; Ueda 2008, 6).

Konu ile ilgili uygulamalı literatürde genellikle dışa dönük finansal serbestleşme dikkate alınmakta ve ölçülmeye çalışılmaktadır. Bu çalışmalardan **Demirgüç-Kunt; Levine (1995)**'de dışa dönük finansal serbestleşme, finansal gelişme ile özdeş tutulmuş ve finansal küreselleşmenin varlık fiyatlarını ekonomi için daha etkin düzeylerde oluşturacağı iddia edilerek bir ölçüm geliştirilmiştir. Buna göre bir ölçüt portföyden yola çıkılarak “uluslararası arbitraj fiyatlama modeli” ve “uluslararası varlık fiyatlama modeli” kullanılmıştır. Belirtilen modellerde temel mantık, gelişmiş ve dışa açık finans piyasalarının (özellikle de hisse senetleri piyasasının) finansal serbestleşmeyi temsil etmesidir (Demirgüç-Kunt; Levine 1995, 9–10).

Quinn (1997)'de ise, dışa dönük finansal serbestleşme için ülkelerin OECD veya AB gibi uluslararası kuruluşlar ile anlaşmalar yapıp yapmadıkları bilgisi üzerine bina edilen kalitatif ölçütlerle bir indeks geliştirilmiştir. Belirtilen indeks “Quinn İndeksi” olarak adlandırılmakta ve finansal serbestleşme yönündeki yurt içi ve uluslararası düzenlemeler dikkate alınmaktadır. Bu indekste belli durumlara belli sayılar ve ağırlıklar verilerek dışa dönük finansal serbestleşme ölçülmektedir (Quinn 1997, 531; 535; 541). **Onur (2005)**'de finansal serbestleşmeyi ölçmek için kısa ve uzun vadeli sermaye hareketlerinin toplamı kullanılmıştır. Bu değişkenin reel değerleri ve gecikmeli değerleri GSMH'ye oranlanmış; böylece, finansal serbestleşme ölçülmeye çalışılmıştır (Onur 2005, 144–145). **Aizenman (2004)** ve **Utkulu; Kahyaoğlu (2005)**'de finansal dışa açıklık gayrisafi özel sermaye giriş ve çıkışının (yani ülkeye giren ve çıkan özel finansal akımları) toplam değerinin GSYİH'ye oranlanması ile ölçülmüştür (Aizenman 2004, 65–66; Utkulu; Kahyaoğlu 2005, 2).

Yukarıda belirtilen çalışmalarda finansal küreselleşmenin ölçümü bir nebze sathîdir. Ancak, bazı çalışmalarda finansal küreselleşme daha derinlemesine ölçülmeye çalışılmıştır. Bunlardan **De Gregorio (1998)** ve **Levine; Zervos (1998a)**'da kullanılan finansal serbestleşme göstergeleri aşağıda sıralandığı gibidir:

- **Uluslararası Arbitraj Fiyatlama Modeline Dayalı Gösterge (IAPM¹⁴):** Bu gösterge veri bir zamanda veri herhangi bir varlığın risksiz bir varlığa göre elde edilecek ek getirisinin, ölçüt bir portföyün yine risksiz bir varlığa göre ek getirisine regres edilmesi suretiyle ölçülmektedir. IAPM ölçütündeki temel mantık, uluslararası anlamda bütünleşik bir sermaye piyasasındaki getirilerin dünya ortalamasına yakın ve/veya eşit olmasıdır. Finans piyasalarının mükemmel bir şekilde bütünleşik olduğu durumda, kıstas bir portföyün ek getirisi ile herhangi bir varlığın ek getirisi arasında sabit bir oran oluşacak; böylece, kurulan regresyonda sabit değer söz konusu olmayacaktır (veya sabitin aldığı değer sıfıra eşit olacaktır). Bu kıstasın sayısal değeri ne kadar düşük ise, dünya sermaye piyasaları ile oluşan bütünleşme o denli yüksek seviyededir (Levine; Zervos 1998a, 1171; 1173; De Gregorio 1998, 17).

¹⁴ Bu kısaltmanın açılımı, “Indicator Based on the International Arbitrage Pricing Model” şeklindedir.

- **Uluslararası Sermaye Varlık Fiyatlama Modeline Dayalı Gösterge (ICAPM¹⁵):** Elde edilme mantığı olarak IAPM göstergesine benzeyen bu göstergede, ölçüt portföy için bir ağırlıklandırma söz konusudur. Bu kıstasın da sayısal değeri ne kadar düşük ise, dünya sermaye piyasalarının bütünleşmesi o kadar yüksek seviyededir (Levine; Zervos 1998a, 1171; 1173; De Gregorio 1998, 17).
- **GFR¹⁶:** Bu gösterge brüt sermaye akımlarının GSYİH'ye oranını göstermektedir (De Gregorio 1998, 17). GFR ölçütü, daha önceki iki ölçüte göre daha pratik bir şekilde elde edilme olanağına sahiptir.
- **CLAS:** Bu göstergede temel mantık farklı finansal bütünleşme düzeylerine sahip ülkelerin birbirleri ile karşılaştırılmasıdır (De Gregorio 1998, 18):

Diğer taraftan **Chinn; Ito (2002)**'de geliştirilen indeks finansal serbestleşmenin ölçülmesinde sermaye hesabının açıklığını temel almaktadır. Belirtilen indeks, IMF tarafından sunulan “Döviz Kuru Düzenlemelerine ve Kısıtlamalarına Dair Yıllık Rapor (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions-AREAER)”da sunulan dört kukla değişken üzerine inşa edilmiştir. Belirtilen dört değişken ülkelerin dış hesaplarının doğası ve boyutu hakkında bilgi vermektedir. İlgili değişkenler, çoklu döviz kurunun varlığına ilişkin değişken, (k_1):

(k_2): Cari işlemler hesabı üzerindeki kısıtlamaları gösteren değişken,

(k_3): Sermaye hesabı işlemleri üzerindeki kısıtlamaları gösteren değişken

(k_4): İhracat işlemlerinin gerçekleştirilmesi için gerekli bürokrasiyi gösteren değişken.

(k_3) değişkeninin beş yıllık bir zaman sürecini kapsamaları için aşağıdaki denklem kullanılmıştır

$$SHAREk_{3,t} = \frac{k_{3,t} + k_{3,t-1} + k_{3,t-2} + k_{3,t-3} + k_{3,t-4}}{5}$$

¹⁵ Bu kısaltmanın açılımı, “Indicator Based on the International Capital Asset Pricing Model” şeklindedir.

¹⁶ Bu kısaltmanın açılımı, “gross capital flows ratio” şeklindedir.

Daha sonra sermaye açıklığını ölçmek için $(k_{1,t})$, $(k_{2,t})$, $(SHAREk_{3,t})$ ve $(k_{4,t})$ değişkenlerinin birinci dereceden standartlaştırılmış bileşenleri ile indeks oluşturulmuştur. Elde edilen değişkenin daha yüksek değerler almasının anlamı, ele alınan ülkenin sınır ötesi sermaye akımlarına daha açık olduğudur (Chinn; Ito 2002, 6–9; Ito 2006, 307; 324–325)

Haggard; Maxfield (1996)'da da **Chinn; Ito (2002)**'de olduğu gibi IMF'nin “Döviz Kuru Düzenlemelerine ve Kısıtlamalarına Dair Yıllık Rapor”undan yararlanılarak ülkelerin dışa dönük finansal serbestliği değerlendirilmiştir. İlgili rapordan elde edilen veriler dört açıdan değerlendirilmiştir. Bunlar yurt içi ve yurt dışı ticarî bankaların uluslararası işlemleri, finansal hizmet ödemeleri ve sermayenin anavatana geri dönüşü, portföy yatırımları ile borçlanma ve doğrudan yatırımlardır. İlgili göstergeler için bir kodlama sistemi geliştirilmiş ve kodlama sistemine göre, dışa dönük finansal serbestlik 0 ile 12 arasında değerler almaktadır (Haggard; Maxfield 1996, 43; 63–64). **Miniane (2004)**'de de IMF'nin aynı raporundan yararlanılarak ve sermaye hesabına yönelik kısıtlamalardan yola çıkılarak ayrıştırma metodolojisi çerçevesinde finansal küreselleşmenin derecesi ölçülmüştür. 13 kategoride incelenen değişkenlere kukla değerleri verilmiş ve benzer çalışmalardan farklı olarak sermaye girişlerine ve çıkışlarına yönelik kontroller arasındaki farklar göz önünde tutulmuştur (Miniane 2004, 277). **Johnston; Tamirisa (1998)**'de Quinn indeksindeki alt bileşen temeli üzerine kurulan sermaye kontrollerine ilişkin zaman serileri hesaplanmış; böylece, ülkelerin dışa dönük finansal serbestliği ölçülmüştür. Ölçüm işlemi bir regresyon modeli üzerinden yapılmış ve sermaye kontrollerine ilişkin birçok alt bileşen analize dâhil edilmiştir (Johnston; Tamirisa 1998, 17–18). Benzer şekilde, IMF'nin AREAER yayınından yararlanılarak **Klein; Olivei (2008)**'de kukla değişkenler yardımıyla finansal serbestleşme ölçülmeye çalışılmıştır (Klein; Olivei 2008, 864–865). **Gamra (2009)**'da yurt içi finansal kesimin, hisse senetleri piyasasının ve sermaye hesabının serbestleşmesine ilişkin kukla değişkenler kullanılarak finansal serbestleşme bir bütün olarak tespit edilmeye çalışılmıştır (Gamra 2009, 395).

Yine son dönem literatürde gelişmiş istatistiki yöntemlerle elde edilen indekslerle dışa dönük finansal serbestleşme ölçülmeye çalışılmaktadır. Bunlardan en dikkat çekenini de temel bileşenler analizidir. Örneğin, **Ang (2009)**'da faiz oranlarına ilişkin kontrollerin,

kanuni karşılık oranlarının ve kredi tayinlamasının kukla değişkenler aracılığı ile dâhil edildiği bir indeks temel bileşenler analizi ile elde edilmiştir (Ang 2009, 461-462).

Yukarıda belirtilen çalışmalarda finansal serbestleşme kantitatif ve kalitatif ölütler tek başlarına veya geleneksel indeksleme yöntemleri hesaplanmaya çalışılmaktadır. Konu ile ilgili son dönem literatürde finansal serbestleşme, finansal gelişmenin ölümünde olduğu gibi, ileri istatistik tekniklerle indekslenmekte ve birçok nicel/nitel değişkeni kapsayacak şekilde ölülmektedir.

1.2. EKONOMİK BÜYÜMENİN KAYNAKLARI

Finans-büyüme ilişkisi araştırılırken, ekonomik büyümenin kaynakları da ele alınmaktadır. Nitekim, finans sisteminin ekonomik büyüme üzerindeki etki mekanizması büyüme kaynakları üzerinden dolaylı olarak gerçekleşmektedir. Ekonomik büyümenin temel kaynakları esasında ekonomik büyümenin tanımında yer almaktadır. En basit anlamıyla ekonomik büyüme, kişi başına üretimin ya da gelirin kalıcı bir şekilde artmasıdır. Başka bir deyişle, ulusal bir ekonomide mal ve hizmet üretim kapasitesinin (üretim olanakları eğrisinin) ve üretim kapasitesindeki artışa bağlı olarak yaşam standartlarının kalıcı (yani, uzun dönemli) olarak artmasıdır (Lipsey; Courant; Ragan 1999, 721; Parasız 2003, 54; Soubbotina 2004, 8; Pamuk 2007, 12).

Bir ülkenin ekonomik büyümesi, o ülkenin refah düzeyi ile çok yakından ilişkili olduğu gibi, sosyo-ekonomik kalkınmasını da doğrudan etkilemektedir. Nitekim, ekonomik büyüme bireylerin sadece tüketim düzeyi ile ilişkili olan refahlarını ve yaşam kalitelerini artırmakla kalmamakta, toplumdaki zihniyetin de çağdaşlaşmasına katkıda bulunmaktadır. Ekonomik büyümenin önem kazanması, sanayi devrimi ile birlikte gerçekleşmiştir. Zira, sanayi devriminin ardından tüm dünyada gözle görülür bir refah artışı ve ülkelerin çağdaşlaşma yönünde bir atılımı söz konusudur. Sanayi devriminin ortaya çıkardığı başka bir sonuç da, ülkelerin gelişmiş ve geri kalmış şeklinde ikiye ayrılmasıdır. Belirtilen durumun politik sonuçları da, yeni bir dünya düzenine yol açmış ve ulusal anlamda tüm ülkeler sanayileşme yolu ile yeni dünya düzeninden olumlu etkilenmek (en azından olumsuz etkilere maruz kalmamak) için büyümeyi en temel hedeflerden biri haline getirmişlerdir. Söz konusu nedenlerle ekonomik büyüme GOÜ'lerdeki iktisat politikasının temel hedeflerinden belki de en önemlisidir (Snowdon; Vane 2005, 579). Bu bölümde ekonomik büyümenin kaynaklarından bahsedilerek bunların finans sistemi ile olası ilişkileri ele alınacaktır.

1.2.1. Ekonomik Büyümenin Arz ve Talep Yönlü Kaynakları

Ekonomik büyümenin temel kaynaklarının belirlenmesi politika uygulayıcısı açısından önemlidir. Belirtilen kaynakların büyüme üzerindeki etkilerinin ortaya konulması, uygulanacak politikalara da yön vermektedir. Bu bölümde ekonomik büyümenin temel

kaynakları ele alınacak ve finans sisteminin belirtilen büyüme kaynakları ile etkileşimi değerlendirilecektir.

Ekonomik büyüme, üretim ölçeğinin (yani üretim faktörlerinin ve potansiyelinin) artırılması ve/veya daha etkin kullanılması suretiyle gerçekleştirildiğinden, uzun dönemli ve ekonominin daha ziyade arz cephesine ilişkin iktisadî bir sorundur. Ekonomik büyümenin arz yönlü temel iki kaynağı bulunmaktadır. Bunlar, üretim ölçeğini artıracak üretim faktörlerindeki artış¹⁷ ve üretim faktörlerinin etkinliğindeki artıştır¹⁸. Üretim faktörlerinin etkinliğindeki artışa birinci dereceden katkı, fiziksel sermaye yatırımları tarafından sağlanmaktadır. Ancak, son dönem büyüme literatüründe faktör etkinliğindeki artışta beşerî sermaye yatırımlarının ve araştırma-geliştirme faaliyetlerinin de önemli olduğu vurgulanmaktadır¹⁹. Ekonomik büyümenin kaynakları da üretim potansiyelini, ölçeğini ve etkinliğini artırmaya yönelik üretim faaliyetleri ve politikaları olarak düşünülebilir. Bu noktada etkinlik artışının sağlanmasında kamu otoritesinin uyguladığı politikalar da önemlidir. Nitekim, bu çalışmanın konusu itibarıyla finans sistemine yapılacak müdahaleler ve/veya serbestleşme politikaları üretim faktörlerindeki etkinliği artırarak büyümeyi de etkileyebilir. Zaten, bu çalışmanın temel amaçlarından biri de, daha önce açıklandığı üzere, kamunun finans sistemine yönelik politikalarının esasında üretim faktör etkinliğini ne yönde etkilediği üzerinedir.

Finans sisteminin üretim faktörlerinin etkinliğini değiştirmesi, teknolojik ilerlemenin doğası ile ilgilidir. Zira, son dönem büyüme literatüründe üzerinde en çok durulan büyüme kaynağı, teknolojik yeniliklerdir. Teknolojik yenilikler, beşerî veya fiziksel sermayenin etkinliği üzerinde etkisini göstermekte ve üretilen şeyin doğası ile üretim tekniğinde sürekli ve olumlu bir gelişime yol açmaktadır. Bu noktada önemli olan husus, teknolojik yeniliklerin finansmanı ile ilgilidir. Nitekim, teknolojik ilerlemeye yapılan yatırımların getirisi uzun vadede elde edilmekte, büyük çapta finansman

¹⁷ Üretim faktörlerindeki artışın anlamı, fizikî sermayenin artışı; yani, sermaye birikiminin genişlemesi ve nüfus artışına bağlı olan işgücüne katılım oranındaki yükselmedir.

¹⁸ Üretim faktörlerinin etkinliğindeki artış (veya toplam faktör verimliliğindeki artış) eğitim, sağlık gibi beşerî kalkınma politikalarının beşerî sermaye niteliğini artırması; politik istikrar ile doğru iktisat politikalarının belirlilik ortamı yaratması ve teknolojik gelişmenin sermaye birikimini daha verimli bir hale getirmesiyle gerçekleşmektedir.

¹⁹ İktisadi büyümenin talep yönlü kaynakları ile ilgili daha detaylı bilgi için bakınız: De Gregorio 1998, 2-3; Kibritçioğlu 1998, 1; Lipsey, Courant; Ragan 1999, 727; 733; Temple 1999, 137-141; Hatiboğlu 2000, 138; Barro 2001, 2; Snowden; Vane 2005, 596; Pamuk 2007, 13.

gerektirmekte ve bu durumda finans sisteminin devreye girmesi önem arz etmektedir (Bencivenga; Smith; Starr 1996, 242; Lipsey; Courant; Ragan 1999, 733). Büyüme-finans literatüründe de, firmaların yenilik çabalarının dışsal finansmanı için, finans sistemindeki gelişmişliğin etken bir faktör olduğu iddia edilmekte ve finans sistemine yönelik politikalar ile ekonomik büyüme arasındaki dolaylı ilişki belirtilen mekanizmalarla kurulmaktadır.

Ekonomik büyüme tanımları her ne kadar ekonominin arz yönüne ve reel faktörlere dikkat çekilerek yapılsa da, büyümenin talep yönlü kaynakları da mevcuttur. Böylesi bir ayırım iktisat politikası için de önemlidir. Nitekim, ekonomik büyüme için uygulanan iktisat politikalarında arz yönlü kaynaklar hedef alınabileceği gibi talep yönlü kaynaklar da temel alınabilir. Belirtilenler ışığında ekonomik büyümenin talep yönlü kaynaklarının ortaya konulması ve bunların büyümeyi etkileme güçlerinin bilinmesi önemlidir. Ekonomik büyümenin talep yönlü kaynakları aşağıda sıralandığı gibidir:

- **Nihaî Talep:** Yurt içi talep artışları, ekonomik büyüme hızını etkileyen bir faktördür ve genellikle de GOÜ'lerde (özellikle de Türkiye'de) büyüme politikaları, nihaî talep cephesinden uygulanabilmektedir.
- **Yurt Dışı Talep (İhracat):** Yurt dışı sektörlerin oluşturacağı talep, yurt içindeki sektörlerin ve dolayısıyla ekonomik büyümenin kaynaklarından biridir. Nitekim, GOÜ'lerin dışa dönük serbestleşme politikalarından beklentileri, yurt dışı talep artışının ekonomik büyümeyi hızlandırmasıdır.
- **İthal Mallarına Yönelik Yurt içi Talep:** Dışa açık bir ekonomide ithal malların yoğun talebi, bu mallara yönelik yurt içi üretimi de cezbeden bir unsur olabilir. Zira, söz konusu malları yurt içinde üretmek üreticiye önemli kazançlar sağlayabilir. Böylece, üretim düzeyi ve dolayısıyla ekonomik büyüme artabilir.
- **Leontief Teknolojik Değişme:** Buna göre bir ülkede talepten kaynaklanan teknolojik değişme, yurt içi sektörden daha fazla girdi kullanmasını beraberinde getirebilir. Böylesi bir durum, girdi-çıktı analizlerinde görülebilir ve ekonomik büyümeyi hızlandırabilir (Günçavdı; Küçükçiftçi 2006, 199–200).

Ekonomik büyümenin talep yönlü kaynakları ile finans sistemi ve bu sisteme uygulanan politikalar arasında da ilişkiler kurulabilir. Nitekim, çağdaş anlamda bir finans sistemi yukarıda belirtilen talep yönlü faktörleri etkilemeye yönelik birçok araca sahiptir.

Gelişmiş bir finans sistemi nihaî talebi artırabilir; yurt dışı talebi karşılayacak firmaları finanse edebilir ve bunların uluslararası parasal işlemlerini yürütebilir; ithal ikâmesi veya ithalât yapabilecek firmaların gelişmesine katkıda bulunabilir. Böylece, finans sistemi ekonomik büyümeyi dolaylı bir şekilde etkileyebilir.

I.2.2. Ekonomik Büyümeyi Etkileyen Diğer Faktörler

Ekonominin arz ve talep yönlü kaynaklarına ilave olarak ekonomik büyümeyi etkileyen faktörler daha geniş bir çerçevede ele alınabilir. Nitekim, ekonomik büyümeyi doğrudan etkileyen arz ve talep yönlü kaynaklar olabileceği gibi dolaylı olarak etkileyebilecek kaynaklar da söz konusu olabilir. Böylesi bir durumda, düşük doğum oranları, ülkede hukuk üstünlüğünün tesisi, uluslararası ticaretin daha açık bir şekilde yapılması, genel makro ekonomik ortamın istikrarı, düşük enflasyon oranı, daha yüksek yatırım oranları, hükümet harcamalarının düşük seviyede tutulması; belirtilen harcamaların altyapı, sağlık ve eğitim yatırımları üzerinde yoğunlaşması, mülkiyet ve siyasî kurumları da kapsayacak şekilde istikrar ve iyi yönetim, sosyal ve dinî âdetler, finans sisteminin gelişmişliği, gelir adaletinin tesisi ve yoksulluğun giderilmesi gibi faktörler büyüme hızını dolaylı bir şekilde etkileyebilir (Lipsey; Courant; Ragan 1999, 733–735; Temple 1999, 141–148; Barro 2001, 2–3; Snowdon; Vane 2005, 596–597; Pamuk 2007, 15).

Yukarıda belirtilen dolaylı büyüme kaynakları, toplam üretim fonksiyonundaki değişimin ve buna ilişkin üretim olanakları eğrisi üzerinde kaymaların kaynağı olabilmektedir. Başka bir deyişle, belirtilen faktörler ekonomide büyümenin arz ve talep yönlü kaynaklarının daha etkin işlemesine yardımcı olacak sosyo-kültürel ve siyasî etkenlerdir. Ayrıca, dikkat edileceği üzere, belirtilen faktörler kurumsal altyapının iyileştirilmesini de içermektedir. Bu açıdan bakıldığında, bir altyapı unsuru olarak finans sisteminin gelişmesi ekonomik büyümeyi olumlu etkileyebilecek bir faktördür.

1.3. BÖLÜMÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Sanayi devriminden itibaren finans sistemi de bir devrim yaşamış ve gerek işleyiş gerekse hacim açısından ekonomiden belirgin bir önemi olmuştur. Nitekim, finans sistemi birçok özelliği ile reel sektördeki faaliyetleri etkilemektedir. Belirtilen etkileşim, 1970’li yıllardan itibaren uluslararası ödeme sisteminin yapı değiştirmesi ile artmıştır. Sürekli artan etkileşim hem olumlu hem de olumsuz özellikleri ile iktisat biliminin 19. yüzyıldan itibaren inceleme alanına girmiştir. Ancak, son dönemde finans sisteminin ekonomilerdeki rolü daha önceki dönemlere göre gözle görülür bir şekilde ve hızla artmıştır. Finans sisteminin ekonomilerdeki rolünün artmasıyla, hem teorik hem uygulamalı çalışmaların sayısını da benzer bir hızda artırmıştır.

İktisat literatüründe finans sistemi ile ekonominin etkileşimine dair teorik ve uygulamalı çalışmaların bu denli yoğun bir şekilde ve uzun bir süredir incelenmesine karşın finans sistemine ilişkin kavramların net bir şekilde ölçülememesi ve ölçümler konusunda da bir fikir birliğinin olmaması nedensellik ilişkilerinde karmaşaya yol açmaktadır. Öyle ki, literatürde yer alan birçok çalışma aynı yöntemlerle; ancak, farklı değişkenlerle birbirine tezat sonuçlara ulaşabilmektedir. Bu durum uygulamalı analizlerde çok farklı değişkenlerin kullanılması ile somutlaşmaktadır. Bu nedenle, finans-büyüme ilişkisi incelenirken hem finans sistemine hem de ekonomik büyümeye ilişkin kavramların net bir şekilde ortaya koyulması gerekmektedir. Literatürde ekonomik büyümeye ilişkin kavramlar literatürde daha net bir şekilde tanımlanıp ölçülebilenken, aynı durum finans sistemine ilişkin kavramlar için söz konusu değildir. Bu sorunu gidermek için son dönem uygulamalı çalışmalarda finansal gelişmeye ve finansal serbestleşmeye ilişkin indeksler kullanılmaktadır. Ancak, indekslerin güvenilirliği de hâlâ belirsizdir ve üzerinde birleşilen bir indeks henüz geliştirilememiştir. Ancak, son dönem uygulamalı literatürde indeksler istatistiki yöntemlerle geliştirilmeye başlanmıştır.

Finans-büyüme ilişkisinde son dönemde önem kazanan iki temel kavram finansal gelişme ve finansal serbestleşmedir. Bu iki kavramın son dönemde önem kazanmasının nedeni ise, hem GOÜ’lerde hem de GÜ’lerde 1980’li yıllardan itibaren finans sistemlerinin gelişmesi ve serbestleşmesi yönündeki çabalarıdır. Belirtilen çabanın nedeni ise, 1980’li yıllardan sonra birçok GÜ’deki ve GOÜ’deki finansal serbestleşme

politikalarının finansal gelişmenin sağlanması adına uygulanmasıdır. Finansal serbestleşme politikaları yurt içi ve yurt dışı olmak üzere iki yönde gerçekleştirilmektedir. Esasen, 1980 sonrası birçok GÜ’de ve GOÜ’de uygulanan finansal serbestleşme politikalarının asıl amacı dışa dönük finansal serbestleşmenin; yani, finansal küreselleşmenin ve uluslararası finansal bütünleşmenin gerçekleştirilmesi olmuştur.

Diğer yandan, finans sisteminin ekonomik büyüme içerisindeki öneminin araştırılmasında büyümenin kaynaklarının ortaya konulması da önem arz etmektedir. Nitekim, finans-büyüme mekanizması büyümenin kaynakları itibariyle dolaylı bir özellik arz etmektedir ve üretim fonksiyonlarına da bu durum yansımaktadır. Finans-büyüme ilişkisinin tespit etmeye çalışan uygulamalı literatürde ekonomik büyüme ilişkin değişkenlerde de farklılıklar söz konusudur. Özellikle, GOÜ’lere yönelik çalışmalarda GSMH ve GSYİH gibi büyüme değişkenlerinin kullanılması ortaya çıkacak sonuçlar açısından sıkıntılar oluşturabilir. Nitekim, bu ülkelerde GSMH ve GSYİH’deki yıllar itibariyle değişimler reel büyüme anlamında üretim kapasitesindeki artışları göstermeyebilir. Zaten, uluslararası uygulamalı literatürde bu durum dikkate alınmakta ve finans-büyüme ilişkisinin dolaylı niteliği de göz önünde tutularak büyüme ölçütü olarak üretken kapasite artışı temsil eden değişkenler kullanılmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM:
TEMEL İKTİSAT OKULLARINA VE BÜYÜME MODELLERİNE GÖRE
FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Makro ekonomik politikaların en önemli amaçlarından biri olan ekonomik büyüme, kaynakları ve sonuçları itibariyle iktisat literatüründe en çok yoğunlaşılan konulardan biridir. Ekonomik büyümenin teorik olarak bu denli irdelenmesi, her iktisat okulunun varsayımlarına ve özelliklerine göre, farklı büyüme modellerini ortaya koymalarına yol açmıştır. Ekonomik büyümenin farklı mekanizmalarla açıklanması, uygulanacak iktisat politikası önerilerini de etkilemektedir. Farklı politika önerileri, finans sistemine yönelik hükümet uygulamaları konusunda da farklı bakış açılarını beraberinde getirmektedir.

Bu bölümde Keynesyen, neo-klasik ve çağdaş Keynesyen okulların finans-büyüme ilişkisine dair hipotezleri, teorileri ve ilgili mekanizmalar ortaya konulacaktır. Böylece çalışmanın ilerleyen bölümleri için genelden özele doğru bir geçiş imkânı sağlanacaktır. Bölümün sıralaması, okulların ve büyüme modellerinin kronolojik gelişimi itibariyle düzenlenmiştir. Bu nedenle, bölümde sırasıyla Keynesyen görüş, neo-klasik okul ve Solow büyüme modeli, çağdaş klasik okul ve çağdaş Keynesyen teoriler ele alınacaktır. Dikkat edileceği üzere, ele alınan iktisat ekolleri tüm ekoller göz önüne alındığında sınırlı kalmaktadır. Böylesi bir sınırlamanın nedeni, finans-büyüme ilişkisinde öne çıkan görüşlerin bu iki ekole dayanmasıdır.

II.1. GELENEKSEL KEYNESYEN TEORİDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

II. Dünya Savaşı'ndan sonra Büyük Buhran ile birlikte önem kazanan Keynesyen öneriler, 1970'li yıllara kadar finans sistemi üzerine uygulanan politikalarda da etkili olmuştur. Böylece, Büyük Buhran'dan petrol krizlerine kadar geçen dönemde Keynesyen öneriler çerçevesinde, reel piyasalarda olduğu gibi, finans piyasalarında da kamu müdahalesi yoğunlaşmıştır. Bu alt bölümde, geleneksel Keynesyen görüşün temel argümanları ele alınacak ve bu teorinin finans sistemi ile finans-büyüme ilişkisine bakış açısı ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Keynesyen iktisadın temel önerileri, Büyük Buhran'dan çıkışa yöneliktir ve önemli ölçüde kamu müdahalesine dayalıdır. Zaten, Keynesyen görüş en temel anlamda kapitalizmin olağan krizlerinden en az zararla nasıl çıkılacağına dair başlatılan bir tartışma içeriğine sahiptir. Bu çerçevede Keynes'in vizyonu da ekonominin neo-klasik argümanlar dâhilinde işlemediğini gösterme ve bu durumun nedenlerinin ortaya konulmasıdır. Keynes'in vizyonundan hareketle takipçileri de ekonomide etkin kaynak kullanımının sağlanması, büyüme ve kalkınmanın dengeli ve tam istihdam düzeyinde gerçekleştirilmesi, adil bir gelir ve servet dağılımının temini ve ekonomik istikrarın sağlanması yönünde öneriler geliştirmeye çalışmışlar; finansal istikrarın tesisini ise, bu amaçların gerçekleştirilmesi için bir araç olarak görmüşlerdir (Greenwald; Stiglitz 1987, 6; Akyüz 2008, 3; Orhangazi 2008, 144).

Keynesyen iktisadın temel iddiaları, zımnen piyasanın kendi işleyişinde en uygun çözümleri sunmayacağını imâ etmektedir. Belirtilen imânın nedenleri ise, klasik iktisadın varsayımlarıdır ve bu varsayımlara Keynesyen iktisat karşı çıkmaktadır. Nitekim, geleneksel Keynesyen görüşte ücretlerin ve fiyatların esnek olmadığı; esnek olmayan fiyat ve ücretlerin piyasaların temizlenmesi önünde bir engel olduğu; temizlenmeyen piyasaların da tam istihdam dengesinin sağlanmamasına yol açtığı iddia edilmektedir (Aktan 1994, 59; Ünsal 2000, 206–207). Belirtilen koşullar geleneksel Keynesyen görüşün belki de en önemli argümanları olup, ekonomideki dalgalanmalara ve dengeden sapmalara ilişkin açıklamalarında da çıkış noktasını teşkil etmektedir. Bu nedenle Keynesyen iktisadı, dalgalanmaların önlenmesinde veya etkin dengelere tam

istihdam düzeyinde ulaşılmasında, devletin toplam talep üzerinde yönlendirici kararlar almasını öneren bir düşünce okulu olarak tanımlamak mümkündür.

Diğer yandan, finans piyasalarına Keynesyen bakış açısı daha ziyade verimsizlik ve istikrarsızlık üzerinedir. Nitekim, Keynes'e göre finans piyasasındaki fiyat oluşumları spekülörler tarafından belirlenmektedir ve bu yüzden bir ülkenin sermaye piyasasının gelişmesi, bir kumarhane faaliyetinin gelişmesini andırır²⁰. Zaten, Keynesyenlere göre 1929 Büyük Buhranının en önemli nedenlerinden biri de, denetimsiz ve düzenlemeden yoksun finans piyasalarının aşırı genişlemesidir. Öte taraftan, yine Keynesyenlere göre iktisadî kalkınmayla birlikte reel sektöre ilişkin faaliyetler ise, daha verimsiz hale gelmektedir (Bornemann 1976, 134; Calomiris 1993, 61; Akçoraoğlu 2000, 10; Singh 2002, 8; Orhangazi 2008, 144). Böylesi bir iddia, sermaye piyasalarının (ve finans piyasalarının) spekülasyonlar sonucunda gelirin haksız dağılımına neden olabileceğini göstermektedir. Belirtilen bakış açısı, finans sisteminde reel sektöre göre daha fazla kamu müdahalesi gerektiği sonucuna da ulaştırabilir.

Keynesyen teoride finans sisteminin bariz bir kumarhane sistemine dönüşüp genel refah düzeyinde adaletsizliğe ve ekonomik faaliyette istikrarsızlığa yol açmaması için, finans sistemine yönelik iyi bir izleme ve düzenleme mekanizmasının kurulması tavsiye edilmektedir. Nitekim, GOÜ'lerdeki finans piyasaları genellikle spekülatif özellikler arz eder ve piyasalar içerden ticaret ile manipüle edilmeye son derece müsaittir. Bu ülkelerde finans piyasalarının, spekülatif aşırı fiyat oluşumlarının, piyasalarda varlık fiyatlarında aşırı dalgalanmaların ve küçük tasarruf sahipleri arasında büyük bir itimatsızlık oluşturan piyasa aksamalarının tehdidi altında olduğu ileri sürülmektedir. Belirtilen nedenle, Keynesyen ekolde finans piyasalarının istikrarının GOÜ'lerde daha fazla önceliğe sahip olduğu ve finansal gelişmenin hükümetin inisiyatifi ve yönlendirmesi altında gerçekleşmesi gerektiği de iddia edilmektedir (Akçoraoğlu 2000, 10).

Finans sistemine yönelik kamu müdahalesine ilişkin Keynesyen literatürde ileri sürülen gerekçelerden biri de, fiyat istikrarı ile ilgilidir. Zira, Keynesyen görüşe göre fiyat

²⁰ Kahyaoğlu (2008)'de, Keynes'in bu görüşünü destekler nitelikte, finans sistemindeki son dönem gelişmelerin finansal işlemlerin reel sektörden kopmasına neden olduğu iddia edilmektedir (Kahyaoğlu 2008, 29).

istikrarının sağlanması için faiz oranlarının merkez bankası tarafından tayini gerekebilmektedir. Böylesi bir politikanın uygulanabilmesi için de, finans sisteminin kamu kontrolünde yönlendirilmesi ve faiz oranlarının politika amaçlarına göre bu sisteme empoze edilmesi gerekebilir (Savaş 1999, 751).

Keynesyen teoriye göre, fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra faiz oranlarının düşük tutulma önerisinin başka bir nedeni de, faiz oranlarının tasarruflardan çok yatırımları etkilediği iddiasıdır. Bu yüzden II. Dünya Savaşı'ndan sonra birçok GÜ'de ve GOÜ'de Keynesyen politika önerileri çerçevesinde ve finansal baskı politikaları dâhilinde yatırımların teşviki amacıyla faiz oranları düşük düzeylerde tutulmuştur (Savaş 1999, 749–750; Kar 2001a, 82; Kar; Taş 2004, 161). Başka bir deyişle, düşük faiz oranları vasıtasıyla finans sisteminde istikrarın sağlanması ve yatırımların teşviki amacıyla 1970'li yıllara kadar tüm GÜ'lerde ve GOÜ'lerde finansal baskı politikaları Keynesyen argümanlar çerçevesinde ve yaygın bir şekilde uygulanmıştır.

Yukarıda belirtilenler Keynesyen teorinin finans kesiminin önemini ret ettiği anlamına gelmemektedir. Keynesyen görüşte finans sistemi açısından önem arz eden para, ödemelerin daha sonra yapılmasını sağlayan sözleşmeler ile (yani borçlanma aracılığı ile) artış göstermektedir. Böylesi bir durumda, ekonomide borçlanma ve kredi ilişkileri arttığında para arzı da artar. Keynes, çağdaş kapitalist ekonominin belli rezerv oranlarına göre işleyen gelişmiş bir banka sistemine sahip olduğunu ve para arzının finansman işleminden kaynakladığını düşünür. Başka bir deyişle, kapitalist sistemde bankacılık sistemi ne kadar gelişmişse, piyasaların kendiliğinden para üretme gücü de o denli artar (paranın içsellığı). Bu yönüyle teoride para arzı ile ilgili temel fonksiyonel ilişkiler bankacılık sistemi üzerinden kurulmuştur. Nitekim, Keynes'e göre planlanan yatırımların artması ile yükselen “kısa vadeli” fon talebinin finansmanında bankacılık sistemi önem arz etmektedir. Hatta, ekonomideki atıl kaynakların harekete geçirilmesinde bankacılık sistemi anahtar bir rol oynamaktadır. Başka bir deyişle, Keynes'e göre para yansız değildir. Keynes'in bu görüşlerini 1980'li yıllarda gelişen ve bankacılık sistemine analizlerinde önem veren post-Keynesyenler daha geniş boyutta ele almışlardır (Togay 1998, 135; Paya 1998, 368–370; Snowdon; Vane 2005, 460). Sonuç olarak, Keynes'in görüşleri dâhilinde, kapitalizmin yerleşmesi ve güçlenmesi ile

finans sisteminin (özellikle de bankacılık sisteminin) gelişeceği ve belirtilen gelişmenin da para arzı ve dolayısıyla da fiyat istikrarı üzerinde etkili olacağı iddia edilebilir.

Geleneksel Keynesyen teoride finans piyasalarının temel işlevi ise, varlık sahiplerine ihtiyaç duydukları likiditeyi sağlamaktır. Nitekim, Keynesyen teorinin finans piyasalarına ilişkin çıkarımları likidite tercihi teorisi çerçevesinde oluşturulmuş ve bu teori belirtilen iddia üzerine kurulmuştur. Likidite tercihi modeli yatırımları içeren ve cari harcamaların doğrudan borçlanmaya veya refah artışına yol açmayacağı çok kısa dönemli bir analizdir. Modelde borç verilebilir fonların faiz oranlarını etkilememesi için, borçlanma analiz dışı bırakılmıştır. Analiz sonuçları, finans piyasalarına yönelik müdahale gereğine işaret etmektedir. Nitekim, likidite tercihi teorisinin taraftarları etkin piyasa teorisinin²¹ taraftarlarından farklı olarak, finans sisteminin piyasa katılımcılarını etkileyecek bir şekilde kurumsal ve kurallar bütünüyle kısıtlanması gerektiğini; yani, sisteme yönelik ihtiyarî düzenlemeler gerektiğini iddia etmektedirler. Böylesi düzenlemelerin olmaması halinde finans piyasalarındaki fiyat dengeleri yatırımcıların grup psikolojileri ve spekülörlerin davranışları nedeniyle afakî düzeylerde oluşabilecek; böylece, piyasalarda spekülâtif kazançların artmasıyla gelir dağılımı daha da bozulabilecektir. Tüm bunların yanı sıra, geleneksel Keynesyen görüşe göre dolaylı yabancı sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve finans sisteminin bu politikaya göre düzenlenmesi sakıncalı bir uygulamadır. Zira, dolaylı yabancı sermayeye tanınan böylesi bir serbestlik faiz oranlarında; dolayısıyla da, işsizlik ve büyüme oranlarında aşırı ve istenmeyen dalgalanmalara yol açabilir (Gurley; Shaw 1955, 523; Savaş 1999, 752; Davidson 2002, 181; Singh 2002, 13). Söz konusu dalgalanmaların genel sonucu da, ekonomik büyümenin potansiyel altında gerçekleşmesi, gelir dağılımının bozulması ve refah kayıplarıdır.

Likidite tercihi modelinde kamu müdahalesinin önerilmesinin başka bir nedeni de, faiz oranlarının para piyasasında para arzı ve para talebi tarafından; gelirin ise, tasarruf ve yatırımlar tarafından belirlenmesinden kaynaklanmaktadır. Para otoritesinin para arzını artırması durumunda, iktisadî birimler ellerinde bulunan nakit mevcudu ile birlikte

²¹ Etkin piyasa teorisinin çıkış noktası, rasyonel beklentiler kuramının finans piyasalarına uyarlanmasıdır. Bu teoriye göre, iktisadî birimler mevcut tüm bilgiyi kullanarak finans piyasalarındaki optimal getirileri doğru tahmin edebilmekte ve böylece piyasada oluşan varlık fiyatları aynı zamanda gerekli tüm bilgiyi yansıtabilmektedir (Mishkin 2004, 150–151).

tahvil taleplerini de artıracaklardır. Tahvil talebindeki artış ise, tahvilin fiyatı ile faizi arasındaki ters yönlü ilişki nedeniyle piyasa faiz oranlarını düşürecek ve bu surette firmaların yatırımları artacaktır. Böylece, ekonomik faaliyet çarpan vasıtasıyla teşvik edilecektir. Bu mekanizmada, ekonominin eksik istihdamda olması nedeniyle, fiyatlar genel seviyesinde de bir artış yaşanmadığı varsayılmaktadır (Kar 2001a, 84–85; Kar; Taş 2004, 161). Belirtilen mekanizmada finans sisteminin önemi, finansal araçların para arzına etkileri ile ilgilidir. Nitekim, daha önce de belirtildiği üzere, Keynesyen teoride para arzının oluşumunu etkileyen bir faktör olarak finans sistemi (özellikle de bankacılık sistemi) önemlidir. Bu nedenle, teoriye göre başarılı bir para politikası ve para arzına etkileri açısından finans sisteminin işleyiş düzeni kamu tarafından belirlenmesi gerekmektedir.

Keynesyen görüşün büyüme teorisi ise, Harrod-Domar modeline dayanmakta ve bu modelde ekonominin üretim kapasitesinin artırılmasından ziyade, ekonominin tam istihdam seviyesinde üretim yapması için gerekli tasarruf ve yatırım dengesi sorgulanmaktadır. Başka bir deyişle, modelin temel amacı tam istihdam dengesine ulaşmada gerekli dinamik şartların ortaya konulmasıdır. Nitekim, Harrod modelinin başlangıç versiyonlarında finans sistemi dikkate alınmamaktadır. Modelde, tasarruf oranlarındaki bıçak sırtı dengeyi bozacak artış, işsizliğe ve fazla sermaye birikimine neden olarak ekonominin eksik istihdamda işlemesi hâsıl olur (Williamson 1970, 168; Yülek 1997, 93; 95). Böylesi bir bakış açısından finans sisteminin serbestleştirilmesi ya da küreselleşmesi ve ardından gelen tasarruf artışı, ekonomik büyümeyi olumlu etkilemeyeceği gibi, sekteye de uğratabilir. Söz konusu çıkarımın doğruluğu tartışmalıdır ve Harrod-Domar modeline yönelik başlıca eleştirilerden biridir (Snowdon; Vane 2005, 601). Nitekim, yurt içi tasarrufların yetersiz kaldığı bir durumda yurt dışı kaynaklara başvurulmaması (yani dışa dönük finansal serbestleşmenin uygulanmaması); bunun yerine sadece yurt içi tasarrufları artırmaya yönelik politikaların uygulanması tasarruf paradoksundan kaynaklanan sorunlara yol açabilir.

Büyüme üzerindeki portföy etkileri, dengeli büyümeye ilişkin Harrod-Domar modelinin geliştirilmiş versiyonlarında görülebilir. Esasen, Harrod-Domar modelinde büyümenin finansal esaslarına değinmemekle birlikte tasarrufun kendiliğinden ve belirli bir oranda

yatırımlara kanalize olduğu varsayılmaktadır. Bu nedenle sermaye/hâsıla oranı (σ) sabittir (McKinnon 1973, 125).

Keynesyen teorinin finans piyasaları ile alâkalı bir diğer yaklaşımı da, toplam talebe ilişkin görüşlerinden yola çıkılarak açıklanabilir. Teoriye göre, ekonomideki istikrarsızlıklarda temel iktisadî sorun hâsıla için yeterli talep yaratılması olduğu için, yatırımlardan ziyade tüketici talebini artırıcı kamu müdahaleleri uygulanmalıdır. Zira, tüketici talebinin artması ile faiz oranlarının kamu müdahaleleri ile düşük düzeylerde tutulması arasında bir tutarlılık vardır. Nitekim, faiz oranlarının düşük tutulması tüketici kredilerine uygulanan faiz oranlarını da düşük düzeylerde tutacak; böylece, tüketici talebi artacaktır. Belirtilen durumdan ve yatırımları teşvik edici politikaların ekonomik istikrarı bozacağı varsayımından hareketle, finans sisteminin genel anlamda yatırımları teşvik edici özelliği, ekonomideki istikrarın bozulmasına yol açabilir (Patrick 1966, 183). Zira, konjonktür teorilerinde aşırı yatırımların dengesizliklere yol açabileceğini iddia eden Keynesyen içerikli görüşler, yukarıda belirtilenler ile tutarlılık göstermektedir.

Literatürde geleneksel Keynesyen teorinin büyümenin finans sistemine ilişkin kaynaklarını analiz etmede yeterli olmadığı da iddia edilmektedir. **Gurley; Shaw (1955)**'e göre, böylesi bir durumun iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, Keynesyen teorilerin harcamayı etkileyen finansal faktörleri ve borçlanma ilişkilerini açıklamamasıdır. İkincisi ise, likidite tercihi teorisinin para ve bono olmak üzere sadece iki finansal varlık üzerinde durması; yani, araçları ve aracıları açısından gelişmiş bir finans sistemini göz ardı etmesidir. Belirtilen sebeplerden dolayı, Keynesyen teori finansal aracılığın endüstriyel gelişme üzerindeki etkisini açıklamamakta-ihmal etmektedir (Gurley; Shaw 1955, 524–525).

II.2. NEO-KLASİK TEORİDE VE SOLOW BÜYÜME MODELİNDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Finans-büyüme ilişkisine dair ele alınması gereken ikinci temel iktisat okulu, birçok takipçi ekolü ile birlikte neo-klasik görüştür. Bu bölümde ilk olarak neo-klasik teorinin temel argümanları çerçevesinde finansal gelişmelerin sonuçlarından bahsedilecek; daha sonra, bu okulun finans-büyüme ilişkisine dair belli başlı görüşleri aktarılacaktır. Son olarak, neo-klasik iktisadın temel büyüme teorisi olan Solow modeli ele alınacak ve bu model içerisinde finans sisteminin yeri ortaya konulacaktır.

II.2.1. Neo-Klasik Teorinin Temel Argümanları Çerçevesinde Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Neo-klasik iktisat Keynesyen iktisadın zayıf kaldığı mikro analizlerden yola çıkarak makro analizlere sağlam bir altyapı kazandırmaya çalışmış ve Keynesyen iktisada belirtilen şekilde karşı çıkmıştır. Gerçekten de, Keynesyen iktisadın en fazla maruz kaldığı eleştiri makro teorilerinin mikro temellerinin olmamasıdır. Belirtilen eleştiriye temel alan neo-klasik teori modellemelerinde mikro piyasalardaki işleyişi dikkate alarak piyasaların kendiliğinden dengeye geldiği, Walrasyan genel dengenin ve rasyonel beklentilerin geçerli olduğu, fiyat ve ücretlerin sürekli ve tam esnek olduğu varsayımları ile makro sonuçlara ulaşmışlardır (Snowdon; Vane 2005, 223).

Söz konusu argümanlardan yola çıkılarak neo-klasik teoride piyasaların etkinliği savunulmakta; etkin bir dengenin ise, daha önce bahsedildiği üzere, fayda maksimizasyonu ile rasyonel hareket eden iktisadî birimlerin davranışları çerçevesinde oluşacağı iddia edilmektedir. Teoriye göre, finans piyasaları da dâhil olmak üzere serbest işleyen tüm piyasalarda bilginin toplanması ve dağıtılması konusunda fiyat mekanizması vasıtasıyla tam bir etkinlik söz konusudur. Belirtilen etkinlik, bilginin toplanmasına ve dağıtılmasına ilişkin maliyetlerin olmadığı varsayımı ile ileri sürülmektedir. Bilginin dağıtılması ise, fiyatlar vasıtasıyla gerçekleştirilir. Böylece, hem piyasalarda oluşabilecek dengesizlikler anında giderilebilmekte hem de kaynak tahsisi etkin bir şekilde gerçekleştirilmektedir. Bilginin toplanmasındaki ve dağıtılmasındaki etkinliğin sağlanması ise, iktisadî birimlerin homojen beklentilere sahip olmalarına yol

açmaktadır. Sonuçta, finans piyasalarının belirtilen özellikleri reel ve finansal varlıkların getirilerini birbirine eşitlemekte ve bu surette piyasa etkinliği sağlanmaktadır (McKinnon 1973, 43; Greenwald; Stiglitz 1987, 1; Emek 2000, 68). Bu önermelerden çıkarılacak politik sonuç, piyasaların ekonomik etkinliği kendiliğinden sağlayan mekanizmalar kurabildiği ve söz konusu nedenle tüm piyasaların serbestleştirilmesi ve dışa açılmasıdır.

Belirtilen çerçevede etkin dengelerin finans piyasalarında da oluşması için, bu piyasalarda serbestleşme, küreselleşme ve deregülasyon yönündeki politikalar neo-klasikler ve neo-klasiklerin takipçileri tarafından desteklenmektedir. Teoriye göre, finans piyasalarında etkin bir denge yüksek oranlı bir ekonomik büyümenin de gereğidir ve belirtilen politikalar tıpkı mal piyasalarındaki serbestleşmeye ve küreselleşmeye benzer faydalar sağlar. Ayrıca, teoride finansal serbestleşmenin dışa dönük uygulamaları ile artan fon hacminin ve finansal araç çeşitliliğinin GOÜ'lerdeki finansal derinleşmeyi artıracak ve tasarruf yetersizliğini gidereceği ileri sürülmektedir. Bununla birlikte, belirtilen olumlu etkilerin ortaya çıkması için bazı yapısal koşulların ihdas edilmesi ve bu koşulları sağlayacak politikaların uygulanması gerektiği de telkin edilmektedir (Singh 2002, 8; 69; Onur 2005, 135; Atamtürk 2007, 76–77). Söz konusu yapısal değişimlerin ve politikaların finans sisteminde de dışa açıklığa olanak verecek şekilde uygulanması, neo-klasiklere göre makro ekonomik performansın iyileşmesine yol açacaktır.

Neo-klasik teori GOÜ'lerdeki az gelişmiş finans piyasalarının varlığını, uzun yıllar kamu otoritesi tarafından uygulanan finansal baskı politikaları ile (özellikle faiz oranlarına uygulanan kısıtlamalar ile) açıklamaktadır²². Nitekim, GOÜ'lerde tasarruf sahiplerinin tüketim eğilimleri daha fazla olmakta ve kısıtlı tasarrufları da kısa vadeli finansal varlıklarda ve/veya üretime katkıda bulunmayacak yatırım alanlarında değerlendirilmektedir. Böylesi bir durumun sonucu ise, ekonomik büyümenin arz yönlü kaynaklarının işlememesidir. Ayrıca, teoriye göre hükümetin enflasyonist finansmandan başka bir seçeneği olmadığı durumlarda yüksek enflasyon reel faiz oranlarını

²² Finansal baskı politikalarının finans piyasalarındaki gelişmeyi engellediği yönündeki iddia, ilerleyen bölümlerde ele alınacak McKinnon-Shaw yaklaşımında da savunulmaktadır. Zaten, bu yaklaşım da neo-klasik temellere sahiptir.

düşürmekte; böylece, zaten kısıtlı olan tasarruf düzeyi daha da daralmaktadır (McKinnon 1973, 90; 98–99; Akçoraoğlu 2000, 8).

Neo-klasik teorinin finans sistemi ile ilgili temel görüşlerinin başlangıç noktası para arzının oluşumu ile ilgilidir. Teoriye göre, para arzı ekonomik sistemde dışsal olarak değil içsel olarak belirlenir ve para arzındaki değişiklikler reel ekonomik büyüme hızı üzerinde hiçbir etkiye sahip değildir. Başka bir deyişle, para arzı artışından kaynaklanan (parasal) enflasyon, reel hâsıla büyümesine dışsaldır (paranın yansızlığı); belirtilen nedenle, para arzındaki artış ekonomide belirsizliklerden kaynaklanacak olumsuzlukları önleyecek bir hızda yapılmalıdır. Aksi takdirde, parasal süreç ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilecek bir faktör haline gelmektedir (Fry 1982, 732; Ghosh 2005, 3; Erdem 2005, 203).

Neo-klasik teoriye göre, reel ekonomik büyüme sermaye, emek ve verimliliğin artış hızı gibi “reel” faktörler tarafından belirlenir. Belirtilen nedenlerle GOÜ’lerin büyüme sürecinde en önemli etken, üretken sermayenin ve üretime ilişkin diğer faktörlerin arzında artışın gerçekleşmesidir. Bu noktada finansal araçlar, kalkınma safhasında verimli altyapının ve endüstriyel yatırımların finanse edilmesi için uygun ve iyi işleyen kanallar oluşturma işlevine yükümlüdür (Patrick 1966, 183).

Neo-klasik görüşün finansal gelişmelerle ekonomik büyüme arasında kurduğu ilişkiler para talebi fonksiyonundan yola çıkılarak da gösterilebilir. Neo-klasik iktisadın para talebi fonksiyonu (2.1) numaralı denklemde gösterildiği gibidir (McKinnon 1973, 44):

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = H(Y, r, d - \dot{P}^*) \quad (2.1)$$

(2.1) numaralı denklemde $\left(\frac{M}{P}\right)^D$, reel para talebini; (Y) , reel hâsıla seviyesini; (r) , hem fiziksel sermayenin hem de parasal olmayan finansal varlıkların reel getirisini; (d) , mevduatlara uygulanan nominal faiz oranlarını; $(\dot{P}^*)$, enflasyonun beklenen gelecek değerini; $(d - \dot{P}^*)$ de mevduatların reel getirisini göstermektedir. Bu denklemde

(r) 'nin, $(d - \dot{P}^*)$ 'den daha düşük bir oranda mevduat hesabının fırsat maliyeti olduğu varsayılmaktadır. Yukarıda belirtilen kapalı fonksiyonda yer alan bağımsız değişkenlerin para talebini etkileme yönleri cebirsel olarak (2.2) numaralı denklemde gösterilmiştir;

$$\frac{\partial H}{\partial Y} > 0; \quad \frac{\partial H}{\partial r} < 0; \quad \frac{\partial H}{\partial (d - \dot{P}^*)} > 0 \quad (2.2)$$

(2.2) numaralı denklemde de görüleceği üzere neo-klasik teoride para talebi ile gelir ve mevduatların reel getirisi arasında pozitif; fiziksel sermayenin ve parasal olmayan finansal varlıkların reel getirisi ile negatif ilişki söz konusudur. Başka bir deyişle, neo-klasik teoride, fiziksel sermayenin getirisi arttıkça iktisadî birimler paranın işlem amaçlı kullanım avantajlarından vazgeçip fiziksel sermaye yatırımlarına yöneleceklerdir. Bu durumda para ile reel sermaye arasında bir “ikâme ilişkisi” ortaya çıkmaktadır (McKinnon 1973, 44–45).

Para ile toplam yatırımlar arasındaki ikâme ilişkisi göz önünde tutulduğunda neo-klasik yatırım fonksiyonu (2.3) numaralı denklemdeki gibi yazılabilir;

$$I = \frac{dK}{dt} = sY + (s - 1)(\dot{M} - \dot{P})\frac{M}{P} \quad (2.3)$$

(2.3) numaralı denklemde (I) , fiziksel sermaye yatırımlarındaki toplam yıllık artışı; (K) , fiziksel sermaye stokunu; (t) , zaman indeksini; (s) , marjinal tasarruf eğilimini göstermektedir. Denklemde yer alan $\left[(s - 1)(\dot{M} - \dot{P})\frac{M}{P} \right]$, sıfırdan küçük bir değer aldığı için reel para stokuna ilişkin talepteki bir artış yatırımları da azaltacaktır.

Neo-klasik iktisadın yukarıda belirtilen temel görüşleri, merkez bankalarının bağımsızlığının sağlanma gereğini de ima etmektedir (Ghosh 2005, 3). Böylesi bir iddia, finansal serbestleşme politikalarının merkez bankası bağımsızlığını da içermesi anlamına gelmektedir. Nitekim, merkez bankasının tek politika amacının enflasyonu düşük düzeylerde tutma olarak belirlenmesi (diğer politika amaçlarını hedeflememesi),

temel para otoritesi olarak ekonomiye kısıtlı müdahale anlamına gelir ki, bu da neo-klasik iktisadın (ve takipçilerinin) GOÜ'ler için şiddetle önerdiği finansal serbestleşmenin özüne uygundur²³.

II.2.2. Solow (Neo-Klasik) Büyüme Modelinde Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Neo-klasik teorinin ekonomik büyüme modeli olan Solow modeli, büyümenin kaynakları konusunda önemli bir temele sahiptir ve ardından gelen birçok büyüme modelinde esas alınmış ve Solow modeli finans sistemindeki gelişmeler dâhil olmak üzere birçok açıdan genişletilmiştir. Belirtilenler doğrultusunda bu bölümde Solow büyüme modeli açıklanacak ve modelin finans sistemi açısından nasıl genişletildiği gösterilecektir. Bunların yanı sıra, yakınsama konusu da ele alınacaktır. Bu alt kesimde Solow modelinin temel çıkarımlarından yakınsama konusunun ele alınma nedeni, finansal gelişmelerin kurumsal bir altyapı unsuru olarak GOÜ'lerin GÜ'ler seviyesine ulaşmasında etken olup olmayacağını irdelemektir.

II.2.2.1. Solow Büyüme Modelinin Temel Unsurları ve Sonuçları

Solow büyüme modeli, **Solow (1956)** ve **Swan (1956)**'ya dayanmakta ve “neo-klasik toplam üretim fonksiyonundan” hareketle büyümeyi ve/veya büyümenin kaynaklarını açıklamaktadır. Modelin temel amacı, ülkeler arasındaki kalkınmışlık farkına ilişkin sebeplerin ortaya konulmasıdır. Modelde azalan verimler yasasına ve ölçeğe göre sabit getiriye tâbi üretim fonksiyonu $[GSYIH = f(L, K, H)]$ kullanılmakta ve bu fonksiyonel ilişkiden hareketle büyümenin temel kaynakları da, emek (L), fizikî sermaye (K) ve beşerî sermaye (H) olmaktadır. Belirtilen girdiler arasında doğrusal ve pozitif ikâme olduğu varsayılmaktadır. Denklemden de anlaşılacağı üzere neo-klasik büyüme modelinde teknolojik gelişme, analize dâhil edilmemiştir –ki bu özelliği eleştiri almış ve

²³ Merkez bankalarının temel hedefinin fiyat istikrarı olması, dışa dönük finansal serbestleşmenin başarısını da etkileyen bir faktördür. Zira, uluslararası finansal sermaye akımları reel getirilere göre hareketlilik göstermekte ve fiyat istikrarsızlığı reel getirileri belirsiz hale getirebilmektedir. Söz konusu belirsizlik, finansal serbestleşmeden beklenen faydaların yetersiz kalmasına neden olacağı için özellikle GOÜ'lerde merkez bankasının bağımsızlığı ve fiyat istikrarı son dönemde önemli bir politika amacı olmuştur.

çağdaş büyüme modellerinde belirtilen eksiklik giderilmeye çalışılmıştır (Lipsey; Courant; Ragan 1999, 729–730; Barro; Sala-i Martin 1999, 10; Jones 2001, 18).

Temel Solow modelinin teorik gösterimi için $Y(t) = A(t)F[K(t), L(t)]$ şeklindeki üretim fonksiyonunu ele alabiliriz. Denklemden yer alan (Y) , hâsılayı; (K) , sermayeyi; (L) , emeği ve (A) da bilgi ya da emeğin etkinliğini, ya da toplam faktör verimliliğini göstermektedir. Bu üretim fonksiyonunun iki temel özelliği vardır. Birincisi, zaman üretim fonksiyonunu doğrudan etkileyen bir değişken değildir. Fakat zaman, hâsıla düzeyini (K) , (L) ve (A) vasıtasıyla etkiler. Üretim fonksiyonunun ikinci özelliği ise, (A) ve (L) 'nin birbirleri ile ilişkilendirilebilmesidir. Bu durumda (AL) , etkin emeği gösterir ve teknolojik süreç işgücü yanlı veya Harrod-yansızdır. Teknolojik sürecin işgücü yanlı olması, emeğin marjinal ürününü artıran teknolojik değişimin, diğer üretim faktörlerinin marjinal ürünlerinin artışından daha fazla olması anlamına gelmektedir. İşgücü yanlı teknolojik sürecin geçerli olduğu durumda işgücü stokundaki artış, aynı yönde toplam hâsılayı da artıracaktır. Harrod-yansız teknolojik gelişmenin anlamı ise, yeniliklerin emek veya sermaye tasarrufunu eş-değer etkilemesidir. Başka bir deyişle, teknolojik yenilikler, üretim faktörlerine ilişkin marjinal ürün değerlerinin veri bir sermaye/emek oranında değişmemesine neden oluyorsa, söz konusu teknolojik gelişme Harrod-yansız olarak adlandırılır. Tüm bunların yanında, üretim fonksiyonuna ilişkin temel varsayım iki girdinin (K, L) olduğu durumda, ölçeğe göre sabit getirinin söz konusu olmasıdır. Sabit getiri varsayımı ise, iki varsayımı beraberinde getirir. Birincisi, ekonomi uzmanlaşmanın sağlayacağı kazançları massedebilecek kadar büyüktür. İkincisi, sermaye, emek ve bilgi dışındaki değişkenlerin öneminin olmadığıdır. Başka bir deyişle, model toprak ve doğal kaynaklar gibi faktörleri de analiz dışı bırakmaktadır (Barro; Sala-i Martin 1999, 33; Lipsey; Courant; Ragan 1999, 732; Jones 2001, 33–34; Romer 2006, 9). Son olarak üretim fonksiyonunda Inada koşulları geçerlidir (Yülek 1997, 94). Bu üretim fonksiyonunun her iki tarafının logaritmasını ve zamana göre türevini alır isek, toplam hâsılanın büyüme hızını (2.4) numaralı denklemde gösterildiği gibi faktör büyüme hızlarından hesaplanabilir (Barro; Sala-i Martin 1999, 346):

$$\dot{Y}(t) = \frac{\partial Y(t)}{\partial K(t)} \dot{K}(t) + \frac{\partial Y(t)}{\partial L(t)} \dot{L}(t) + \frac{\partial Y(t)}{\partial A(t)} \dot{A}(t) \quad (2.4)$$

(2.4) numaralı denklemde $\frac{\partial Y}{\partial L} = \left[\frac{\partial Y}{\partial AL} \right] A$ ve $\frac{\partial Y}{\partial A} = \left[\frac{\partial Y}{\partial AL} \right] L$ şeklinde eşitliklerin söz konusu olduğu varsayılmaktadır. Ayrıca, değişkenler üzerindeki nokta işareti ilgili değişkenlerin değişim oranlarının alındığını göstermektedir (Romer 2006, 29). Denklemin her iki tarafı $Y(t)$ 'ye bölünürse, (2.5) numaralı denkleme ulaşılabilir:

$$\begin{aligned} \frac{\dot{Y}(t)}{Y(t)} &= \frac{K(t)}{Y(t)} \frac{\partial Y(t)}{\partial K(t)} \frac{\dot{K}(t)}{K(t)} + \frac{L(t)}{Y(t)} \frac{\partial Y(t)}{\partial L(t)} \frac{\dot{L}(t)}{L(t)} + \frac{A(t)}{Y(t)} \frac{\partial Y(t)}{\partial A(t)} \frac{\dot{A}(t)}{A(t)} \\ &\equiv \alpha_K(t) \frac{\dot{K}(t)}{K(t)} + \alpha_L(t) \frac{\dot{L}(t)}{L(t)} + R(t) \end{aligned} \quad (2.5)$$

(2.5) numaralı denklemde yer alan $[\alpha_L(t)]$, (t) döneminde hâsılanın emeğe göre esnekliğini; $R(t)$ ise, $[A(t)/Y(t)] \left[\partial Y(t) / \partial A(t) \right] \left[\dot{A}(t) / A(t) \right]$ 'yi göstermektedir.

Denklemin her iki tarafından $\left(\dot{L}/L \right)$ ifadesi çıkartılırsa ve $\alpha_L(t) + \alpha_K(t) = 1$ şeklindeki eşitlik göz önünde tutulursa, işçi başına hâsılanın büyüme hızı için (2.6) numaralı denkleme ulaşılır:

$$\frac{\dot{Y}(t)}{Y(t)} = \alpha_K(t) \left[\frac{\dot{K}(t)}{K(t)} - \frac{\dot{L}(t)}{L(t)} \right] + R(t) \quad (2.6)$$

(2.6) numaralı denklemde yer alan $R(t)$ Solow bakiyesidir²⁴ ve Solow büyüme modelinde finans sistemindeki gelişmelerin ekonomik büyümeye etkisi, toplam faktör verimliliğini etkileyen politik ve kurumsal yapı göz önünde tutularak belirtilen bakiye içinde aranmaktadır.

²⁴ Temel Solow modelinde Solow bakiyesi (kalıntısı, artığı), ekonomik büyümeyi sermaye ve emek dışında etkileyen faktördür. Literatürde Solow bakiyesinin teknolojik gelişmeye (veya toplam faktör verimliliğindeki artışa) tekabül ettiği iddia edilmektedir.

Diğer taraftan Solow modeli, ölçeğe göre sabit getiri varsayımı altında, Cobb-Douglas üretim fonksiyonundan $[Y_t = A_t K_t^\alpha (L_t)^{1-\alpha}]$ yola çıkılarak da açıklanabilir. Belirtilen denklemden hareketle, hâsıla büyümesi (g_y) (2.7) numaralı denklemde gösterildiği gibidir (Jones 2001, 20–24; İsmihan; Özcan 2006, 79–80):

$$g_y = \alpha g_k + g_a \quad (2.7)$$

(2.7) numaralı denklemde yer alan g_y , $\left(y = \frac{Y}{L}\right)$ 'deki yani işçi başına hâsıladaki büyüme hızını; g_k , $\left(k = \frac{K}{L}\right)$ 'deki yani, işçi başına sermayedeki büyüme hızını; g_a ise, toplam faktör verimliliğindeki büyümeyi temsil etmektedir. (2.7) numaralı denklemden hareketle Solow bakiyesi aşağıdaki gibi ölçülebilir:

$$g_a = g_y - \alpha g_k \quad (2.8)$$

Solow modelinin beşerî sermayeyi de içerecek şekilde genişletilmesi Cobb-Douglas üretim fonksiyonunun $[Y_t = A_t K_t^\alpha (L_t H_t)^{1-\alpha}]$ şeklinde olmasını sağlar. Bu denklemden hareketle işçi başına hâsıla ve Solow bakiyesi (2.9) numaralı denklemde gösterildiği gibidir (İsmihan; Özcan 2006, 80):

$$g_y = \alpha g_k + (1-\alpha)g_h + g_a \quad (2.9)$$

(2.9) numaralı denklemde (g_h) , $\left(h = \frac{H}{L}\right)$ oranındaki değişmedir. Bu denklemden hareketle (2.10) numaralı denklem elde edilebilir:

$$g_a = g_y - \alpha g_k - (1-\alpha)g_h \quad (2.10)$$

Sonuç olarak, Cobb-Douglas üretim fonksiyonundan hareketle finans sisteminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi toplam faktör verimliliğindeki değişmelerden (g_a) yola çıkılarak tespit edilmektedir.

Solow modelinin finans-büyüme ilişkisi açısından da önemli olabilecek temel çıkarımları ise, aşağıda sıralandığı gibidir:

- Solow modelinde işçi başına reel çıktı, veri zaman periyodu boyunca yaklaşık olarak sabit bir oranda büyür. Reel sermaye stoku da, yaklaşık olarak, işgücünün büyüme oranını aşan sabit bir oranda ve benzer trendde büyür. Belirtilen nedenle, sermayenin kâr oranı yatay bir trende sahiptir. Böylece, sermaye hâsıla oranı sistematik bir trend göstermemektedir (Kydland; Prescott 1990, 1–2; Lipsey; Courant; Ragan 1999, 732). Başka bir deyişle, dışsal faktörler etkili olmadıkça ekonomideki durağan büyüme hızı değişmemektedir.
- Modelde yalnızca teknolojik sürece ilişkin değişimler “büyüme etkisine” sahipken, diğer faktörler “seviye etkisine” sahiptir. Başka bir deyişle, durağan durum dengesinde ekonomik büyümeyi etkileyen faktörler, nüfusun artış hızındaki ve teknolojik ilerlemedeki değişimlerdir. Belirtilen iki değişken ise, modele dışsaldır²⁵ Bu nedenle, dışsal olduğu kabul edilen teknolojik gelişme durduğunda, kişi başına büyüme hızındaki artış da durur (Barro; Sala-i Martin 1999, 10; Jones 2001, 19; Romer 2006, 19).
- Modelde daha fazla tasarruf yapan ülkeler, daha fazla sermaye birikimine sahip olarak daha fazla zenginleşirler. Bu sonucu ile Solow modeli Harrod-Domar modelinin çıkarımları ile önemli bir farklılık göstermektedir (Yülek 1997, 94–95).
- Uzun dönem büyüme oranı üzerinde, paranın (ve para politikasının) herhangi bir rolü yoktur. Paranın büyüme sürecinde bir etkisinin olmaması, paranın yansızlığının geçerli olduğu yönündeki neo-klasik görüş ile de tutarlıdır (Kar; Taş 2004, 172). Esasen, modelde hükümet politikalarının hiçbir surette uzun dönem büyümeyi etkilemediği iddia edilmektedir (Renelt 1991, 3).

²⁵ Özellikle daha iyi sermaye mallarının geliştirilmesi anlamında teknolojik değişme, içerilmiş teknolojik gelişme olarak adlandırılmakta ve Solow modeli içerisinde zımnen yer almaktadır (Lipsey; Courant; Ragan 1999, 732).

- Modelde yenilikler ekonomik büyümeyi olumlu etkileyen bir faktör olsa da, bunların ekonomiye dışsal faktörler tarafından belirlendiği kabul edilmektedir. Başka bir deyişle, yeniliklerin gelişmesindeki iktisadî faktörler Solow modelinde açıklanmamıştır (Lipsey; Courant; Ragan 1999, 736).
- Modelin önemli bir sonucu da, ülkeler arasındaki koşullu yakınsamayı öngörmesidir (Barro; Sala-i Martin 1999, 10). Koşullu yakınsamanın politik anlamı ise, GOÜ'lerin kurumsal altyapılarını GÜ'lerdeki kurumsal altyapılar ile özdeşleştirmeye yönelmeleridir²⁶.

Sonuç olarak, ilerleyen bölümlerde açıklanacak finans-büyüme ilişkilerine dair mekanizmalar Solow modelinin başlangıç versiyonlarında analiz dışı bırakılmıştır. Ancak, zımnen tasarruf oranlarındaki artışın daha fazla sermaye birikimine ve dolayısıyla seviye etkisine yol açarak büyüme üzerinde sürekli olmayan bir etkiye sahip olduğu da yukarıda belirtilenlerden çıkarılabilir.

II.2.2.2. Solow Büyüme Modelinin Finans Sistemi Açısından Genişletilmesi

Solow modelinin dayandığı neo-klasik iktisada göre, finans-büyüme ilişkisi, finansal araçların fonksiyonları itibariyle gerçekleşmektedir. Modelde finans sisteminin fonksiyonlarının sermaye teşekkül oranı ve teknolojik yenilikler için önemli olduğu; ancak, finansal araçların ve piyasaların temel rolünün ekonomik büyüme için gerekli tasarruf oranını etkilemekle sınırlı olduğu iddia edilmektedir. Finans sistemi sermaye teşekkül oranı vasıtasıyla büyümeyi etkilediğinde, reel faiz oranları ekonomik kalkınmada önemli bir rol oynamaktadır. Ancak, belirtilen etki üretim fonksiyonuna ilişkin azalan getiri varsayımı nedeniyle, ekonomik büyüme üzerinde geçici bir etkiye (yani seviye etkisine) yol açmaktadır. Modelde finans sisteminin tasarruf artışı sağlaması vasıtasıyla ekonomik büyüme üzerinde sürekli bir etkiye yol açması, üretim fonksiyonu için en azından sabit getiri varsayımının kullanılması gerektirmektedir (Levine 1997; 720–721; Asomoah 2003, 3–4; Akçoraoğlu 2000, 2).

²⁶ Uluslararası finans kuruluşlarının “yapısal reformlar” adı altında telkin ettiği politikalar da esasen koşullu yakınsamada iddia edilen görüşlerin teorik çerçevesi ile tutarlılık göstermektedir. Nitekim, söz konusu yapısal reformlar GÜ'lerin iktisadî düzeninde yer alan kurumsal yapılar ile GOÜ'lerdeki kurumsal yapıları özdeşleştirme yönündeki politikaları içermektedir.

Solow modelinin varsayımları itibariyle, yatırımlar ekonomide sürekli bir büyüme dinamiği yaratmadığı için önemsizdir. Yatırımlara yönelik bir tasarruf artışı ise, ekonomik büyümeyi kısa bir dönem için hızlandıracaktır. Zira, tasarruf artışının ardından oluşacak yatırım artışı, sermayenin işgücüne olan oranını da artıracak; sermayenin marjinal ürünü azalacak ve dengeli büyüme yolundaki işçi başına hâsılanın büyüme hızı değişmeyecektir. Böylesi bir durumda, daha öncede belirtildiği gibi, tasarruf artışı “seviye etkisine” sahip iken, “büyüme etkisine” sahip değildir. Sonuç olarak, tasarruflardaki bir artıştan sonra durağan durum dengesine tekrar ulaşılabilecek ve yatırım artışının kişi başına büyüme oranına etkisi geçici olacaktır. Bu sebepten ötürü, iyi işleyen bir finans sistemi, denge büyüme haddinin sadece seviyesini etkileyebilecektir. Başka bir deyişle, finans sisteminin gelişmesiyle artabilecek tasarruflar uzun dönem büyümeyi etkilemeyecektir (Renelt 1991, 13–14; Kar; Taş 2004, 172; Romer 2006, 18–19).

Solow büyüme modeli dâhilinde, geliştirilmiş Cobb-Douglas üretim fonksiyonundan yola çıkılarak herhangi bir (i) ülkesine ilişkin (t) döneminde finans sisteminin dâhil edildiği büyüme denkleminin aşamaları (2.11) ve (2.16) numaralı denklemler arasında gösterilmiştir (Graff; Karmann 2006, 137–138):

$$Y_{i,t} = A_{i,t} K_{i,t}^{\alpha} L_{i,t}^{\beta} H_{i,t}^{\gamma} \quad (2.11)$$

(2.11) numaralı denklemin her iki tarafının işgücü miktarına (L) bölünüp logaritması ve türevi alındığında ise, (2.12) numaralı denklem elde edilir.

$$g(Y/L)_{i,t} = g(A)_{i,t} + \alpha g(K/L)_{i,t} + \beta g(H/L)_{i,t} + (\alpha + \beta + \gamma - 1)g(L)_{i,t} \quad (2.12)$$

(2.12) numaralı denklemde yer alan $g(\)$ notasyonları, ilgili değişkenlerin sürekli büyümelerini göstermektedir. (2.11) ve (2.12) numaralı denklemlerin bilgi ile ilişkilendirilmesi, denklemlerin (H) ve (A) değişkenleri için söz konusudur. Teorik modellerde toplam faktör verimliliğindeki büyüme hızı $[g(A)]$, bir takım değişkenlerle

ilişkisi ortaya konularak modele dâhil edilmektedir. Böylesi bir fonksiyonel ilişki (2.13) numaralı denklemdeki gibi gösterilebilir:

$$g(A)_{i,t} = a_0 + a_1 \ln(Y/L)_{i,t-1} + \sum_j a_j X_{j,i,t-1} \quad (2.13)$$

(2.13) numaralı denklemde $(\sum_j X_j)$, toplam faktör verimliliğinde önemli değişmelere yol açabilecek tüm değişkenleri; $\ln(Y/L)_{i,t-1}$ ise, ülkelerin yakalama potansiyellerini göstermektedir. Denklemdeki zımnî varsayım finans sisteminin toplam faktör verimliliğindeki artışı dışsal olarak etkilediğidir. Finans sisteminin tahsis etkisi vasıtasıyla toplam faktör verimliliğini iyileştirdiği varsayımı altında söz konusu değişken içselleştirildiğinde (2.14) numaralı denklem elde edilmektedir:

$$g(A)_{i,t} = a_0 + a_1 \ln(Y/L)_{i,t-1} + a_2 F_{t-1} \quad (2.14)$$

(2.14) numaralı denklemde yer alan (F) , finansal faaliyet düzeyini temsil etmekte ve toplam faktör verimliliğindeki büyüme hızını $[g(A)]$ bir dönem gecikme ile olumlu yönde etkilemektedir. Ancak, belirtilen gecikmenin süresi değişik şartlar altında farklı olabilir. (2.14) numaralı denklem (2.12) numaralı denklem ile birlikte ele alınırsa, (2.15) numaralı denklem elde edilebilir:

$$g(Y/L)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 g(K/L)_{i,t} + \beta_2 g(H/L)_{i,t} + \beta_3 \ln(Y/L)_{i,t-1} + \beta_4 F_{i,t-1} \quad (2.15)$$

(2.15) numaralı denklemde görüleceği üzere, işçi başına hâsıla artış hızını belirleyen temel faktörler işçi başına fiziksel ve beşerî sermayenin artış hızı ile işçi başına hâsılanın ve finansal faaliyetin bir dönem gecikmeli seviyesidir.

Öte yandan geleneksel üretim fonksiyonundan hareketle Solow modelinin finans sistemi açısından genişletilmesi sağlanabilir. Böylesi bir durumda, durağan durum büyüme ile ilgili denklem (2.16) numaralı fonksiyonel gösterimde olduğu gibidir (Kularatne 2001, 5):

$$f(k) = \left(\frac{g_L}{s} \right) k \quad (2.16)$$

(2.16) numaralı denkleme göre sermaye emek oranı $[f(k)]$, emeğin büyüme oranına (g_L) ve tasarruf haddine (s) sabit bir oranda bağlıdır. Solow modeli dâhilinde ve bu denklem itibari ile ekonomideki tüm tasarrufların yatırım alanlarına kanalize olduğu, finans sisteminin tam etkinlik ile işlediği ve paranın yansız olduğu varsayılmaktadır (Kularatne 2001, 5).

II.2.2.3. Solow Büyüme Modelinde Yakınsama ve Finans Sisteminin Yakınsama Açısından Önemi

Solow büyüme modelinin sonuçlarından olan yakınsama kavramı, uzun vadede ekonomik büyümenin dışsal teknolojik ilerlemeye bağlı olduğunu gösteren ve büyük ölçüde politik yorumlara açık bir kavramdır. Yakınsama kavramı ile ülkelerin aynı yapısal parametrelere ve benzer üretim teknolojilerine sahip olması durumunda, daha düşük gelire ve kişi başına sermayeye sahip ülkelerin daha yüksek gelirli ve kişi başına sermayeye sahip ülkelerin seviyesine zamanla ulaşacağı iddia edilmektedir. Nitekim, yakınsama hipotezine göre düşük gelir ve kişi başına sermaye sahibi ülkeler yüksek gelirli ülkelerin seviyesine ulaşana dek daha hızlı büyüme oranlarına sahip olacaktır. Daha hızlı büyüme oranlarının nedeni ise, daha düşük kişi başına sermaye sahibi ülkelerin daha yüksek getiri oranlarına ve daha yüksek faiz oranlarına sahip olmasına bağlı olarak daha fazla sermaye girişine maruz kalması; yüksek sermaye girişinin de daha hızlı büyüme oranlarına yol açmasıdır. Bunların yanında, GOÜ'lerde sermayenin azalan getirisine ilişkin varsayım da belirtilen mekanizmada etkindir (Barro; Sala-i Martin 1999, 10; Barro 2001, 2; Jones 2001, 57; Asomoah 2003, 52–53; Atamtürk 2007, 77). Söz konusu mekanizmanın gerçekleşmesinde finansal serbestleşmenin ve küreselleşmenin sağlanması gerekmektedir. Nitekim, belirtilenler dâhilinde, GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin serbest bir şekilde akışı gerekmektedir. Ancak, belirtilen mekanizmanın gerçekleşmesinde tek başına sermaye hareketlerine serbestlik tanınması da yeterli değildir. Yakınsamanın belirtilen mekanizma dâhilinde gerçekleşmesi için, yurt içi finans piyasalarında da serbestlik söz konusu olmalıdır. Zira, neo-klasik teoriye

göre GÜ'lerden gelen parasal sermayenin yurt içinde etkin bir şekilde değerlendirilmesi, rekabetçi ve piyasa koşulları dâhilinde işleyen bir finans sisteminin varlığını gerektirmektedir.

Yakınsamaya Solow modeli açısından bakıldığında, uzun dönemde fakir ve zengin ülkelerin birbirleri ile aynı kalkınmışlık seviyesine gelmeleri için üç gerekçe ileri sürülebilir. Bunlardan birincisi, modelde her ülkenin zaman içerisinde kendi dengeli büyüme yoluna meyledeceğinin iddia edilmesidir. Başka bir deyişle, modelde her ülkenin kendi dengeli büyüme yoluna göre farklı bir noktada olmasının, işçi başına hâsıla düzeyinde de farklılığa neden olduğu ve bu farklılığın giderilmesi halinde fakir ülkelerin zengin ülkeleri yakalayacağı ileri sürülmektedir. İkinci gerekçe ise, modelde işçi başına sermayenin daha fazla olduğu ülkelerde sermayenin getiri oranının düşük olduğunun iddia edilmesidir. Bu yüzden, arbitraj ilkeleri gereği GÜ'lerden GOÜ'lere doğru bir sermaye akımı oluşacaktır. Belirtilen sermaye akışı ise, GOÜ'lerin üretim düzeyindeki ve dolayısıyla büyümesindeki artış oranını GÜ'lerden yüksek kılacak ve zaman içerisinde yakınlaşma gerçekleşecektir. Son olarak, bazı ülkelerde (özellikle de GOÜ'lerde) henüz mevcut en iyi teknolojinin kullanılmadığı iddiasıdır. Bu ülkelerde zaman içerisinde beşerî sermayenin de gelişmesi ile mevcut teknolojinin daha iyi kullanılması, yakınsamanın gerçekleşmesine vesile olacaktır. Bu mekanizmanın işlemesi, ülkeler arasındaki teknoloji açığının da giderilmesine bağlıdır. Teknoloji açığının giderilmesi ise, neo-klasik teoriye göre, genel serbestleşme politikaları ile kolaylaşmaktadır (Romer 2006, 31–32).

Solow modelindeki yakınsama, koşullu bir nitelikte de ele alınabilir. Nitekim, sermayenin durağan durum seviyesi ve işçi başına hâsıla, tasarruf oranına, nüfus artış hızına ve üretim fonksiyonunun içeriğine bağlıdır. Ayrıca, koşullu yakınsamanın gerçekleşmesi politikaların, kurumların ve beşerî sermayenin başlangıç seviyesinin veri olduğunun kabulünü gerektirir (Barro; Sala-i Martin 1999, 10; Barro 2001, 2). Koşullu yakınsamanın belirtilen özelliğinde, ülkelerin kurumsal ve politik yapılarının veri olduğu varsayılmaktadır. Zira, GÜ'ler güçlü kurumlara ve dirayetli politik uygulamalara sahiptir. Finans piyasaları için belirtilen kurumlar ile politikalar önem arz edebilmekte ve finans-büyüme ilişkisi GOÜ'lere göre farklı nitelik ve nicelik gösterebilmektedir. Başka bir deyişle, finans kurumlarının GÜ'ler ve GOÜ'ler arasındaki kalkınmışlık farkı,

koşullu yakınsama açısından önemlidir. Zira, yakınsamanın gerçekleşmesi için GOÜ'lerde gelişmiş ve iyi organize edilip düzenlenmiş bir finans sistemine de ihtiyaç olabilir.

II.3. İÇSEL BÜYÜME MODELLERİNDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Solow büyüme modelinde yeniliklerin, teknolojinin ve diğer birçok faktörün ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin önemli olduğu kabul edilmekle beraber, bunların iktisadî sistemin işleyişi dışında geliştirildiği (ve/veya geliştiği) ileri sürülmektedir. Bu nedenle Solow modelinde ülkeler arasındaki kalkınma farkı tam olarak açıklanamamaktadır. Nitekim, ülkeler arasında Solow modelinin öngördüğü şekilde yakınsamanın değil ıraksamanın gerçekleşmesi, bu modelin geçerliliğine olan güveni sarsmıştır. Oysa, içsel büyüme modelleri (İBM) olarak adlandırılan ekonomik büyümeye ilişkin son dönem literatürde, yeniliklerin yanı sıra büyümeyi etkileyebilecek birçok faktörün iktisadî sistemin işleyişi dâhilinde açıklanma çabası mevcuttur. Belirtilen çaba ile ülkeler arasındaki kalkınmışlık farklılıkları daha iyi bir şekilde ortaya konulabilmektedir. Bu bölümde İBM'nin temel unsurları ile sonuçlarından bahsedilecek; ardından, söz konusu modeller finans-büyüme ilişkisi çerçevesinde irdelenecektir.

II.3.1. İçsel Büyüme Modellerinin Temel Unsurları ve Sonuçları

İBM'de büyüme teorileri açısından en önemli katkı, bilgi, teknolojik ilerleme, Ar-Ge faaliyetleri, beşerî sermaye, işbölümü ve uzmanlaşma, ölçek ekonomileri, dışsallıklar ve yayılma etkileri, altyapı yatırımları, kamu politikaları gibi değişkenlerin büyüme modellerine dâhil edilmesidir. Böylece, Solow modelindeki azalan getiriler varsayımı giderilerek sabit veya artan getirilerin yol açabileceği dinamikler ortaya konulabilmektedir. Yukarıda sayılanlardan özellikle teknolojik gelişme İBM'de dikkate alınan en önemli değişkendir. Teknolojinin içselleştirilmesi, bilimsel ilerlemeye bağlı teknolojik gelişmenin ve buna bağlı olarak yenilik geliştirmenin kâr güdüsü ile hareket eden firmaların önemli bir stratejisi olduğu düşüncesine dayanmaktadır. Başka bir deyişle, bu modellerin çıkış noktası teknolojik gelişmelerin (ve Solow modelinde dışsal olduğu kabul edilen birçok değişkenin) iktisadî sistemin işleyişi içerisinde ortaya çıkması ve sermaye stokunu artıracak yatırımların Solow modelinin aksine, azalan getirilerden ziyade sabit veya artan getirilere sahip olabilmesidir. Belirtilen açıdan İBM'nin teorik kurguları da ya sermaye dışsallıklarına ya da durağan durum hâsıla

büyümesini sağlama için ölçeğe göre sabit getiriye olanak tanıyarak üretim yapılabilen sermaye mallarına yöneliktir²⁷. Belirtilen değişkenlerin önemli kısmı, finans sisteminin gelişmesi ile ilişkilendirebilir. Nitekim, finans sistemi reel sektörün teknoloji ve yenilik geliştirmesini kolaylaştırabilir. Söz konusu gelişmeler de, çalışmanın birçok kısmında belirtildiği üzere, ekonomik büyümenin hızlanmasında önemli bir etkidir.

İBM’de yakınsama görüşü, birçok değişkenin (özellikle de kurumsal değişkenlerin) içselleştirilmesinin bir sonucu olarak, reddedilmektedir. İBM’nin yakınsamaya ilişkin iddiaları, neo-klasik teoriden belki de en önemli farkıdır ve daha ziyade koşullu yakınsamanın geçerli olduğu gösterilmeye çalışılmaktadır. İBM’ye göre, GOÜ’ler gerekli önlemleri almazlar ise (örneğin finans sistemini geliştirmeye ve serbestleştirmeye yönelik reformları yapmazlar ise), GÜ’ler ile olan kalkınma farkları giderek artacaktır. Belirtilen iddia, politik olarak da önemli bir sonuç doğurmaktadır. Nitekim, söz konusu iddiaya göre eğer kamu otoritesi politika uygulamalarında ve kurumsal düzenlemelerde yetersiz kalır ise, arzu edilen büyüme hızına ulaşmada ve GÜ’ler ile olan kalkınma farkını kapatmada yetersiz kalınabilir (Yülek 1997, 90).

II.3.2. İçsel Büyüme Modellerinde Finans Sistemi İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkilere Dair Literatür ve Hipotezler

İBM’ye ilişkin literatürde finansal araçların risk dağıtımı ve likidite tedariki gibi işlevleri açısından finans sistemindeki gelişmenin, yaparak öğrenme vasıtasıyla gerçekleşen verimlilik ve etkinlik artışına bağlı olarak sermaye tahsisindeki etkinliğe ve dolayısıyla uzun dönem ekonomik büyüme oranına (ya da durağan durum büyüme oranına) olumlu etkilerinin olduğu; finansal araçlara yönelik ayrımcı vergiler vasıtasıyla uygulanan finansal baskının ise, ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilere yol açtığı iddia edilmektedir²⁸. İlgili literatüre göre, finans sistemi toplam yatırım verimliliği üzerinde (ve dolayısıyla ekonomideki genel verimlilik üzerinde)

²⁷ İBM’nin belirtilen temel özellikleri için bakınız: Romer 1986, 1002; Romer 1990, 426–427; Fry 1997, 758; Yülek 1997, 96; Lipsey; Courant; Ragan 1999, 733; 736; Akçoraoğlu 2000, 8; Asomoah 2003, 10; Demir; Üzümcü 2003, 17; 19; Al-Tammam 2005, 11–12.

²⁸ Finans-büyüme ilişkisini irdeleyen ve İBM’nin unsurlarını içeren temel çalışmalar şu şekilde sıralanabilir: Romer (1986), Lucas (1988), Greenwood; Jovanovic (1990), Romer (1990), Bencivenga; Smith (1991), Grossman; Helpman (1991), Levine (1991), Roubini; Sala-i Martin (1992), Saint-Paul (1992), Bencivenga; Smith (1993), Pagano (1993), Berthelemy; Varoudakis (1996), Bencivenga; Smith; Star (1995), Mattesini (1996), Saint-Paul (1996), Graff; Karmann (2003).

dışsal bir katkıda bulunarak ve risk paylaşımını sağlayarak sürdürülebilir büyüme hızının artmasında önemlidir. Başka bir deyişle, söz konusu modellerde finansal aracılığın gelişmesi durağan durum büyüme oranına olumlu etkide bulunduğu; finans sistemine yönelik baskı içerikli müdahalelerin büyüme haddine olumsuz etkide bulunduğu iddia edilmektedir²⁹. Yine de İBM çerçevesinde oluşturulan modellemelerde finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkilere sahip olmadığını iddia eden çalışmalar da mevcuttur. Belirtilen yönleri ile genel olarak İBM'nin finans-büyüme ilişkisinde aşağıdaki bölümlerde açıklanacak McKinnon-Shaw hipotezini destekler nitelikte olduğunu söylemek mümkündür.

Her şeyden önce, İBM literatüründeki finans-büyüme ilişkisine dair çalışmalarda finansal baskı politikaları eleştirilmektedir. Bunlardan **Roubini; Sala-i Martin (1992)**'de sermayenin azalan getirisinin olmadığı AK tipi bir içsel büyüme modeli³⁰ çerçevesinde, finansal baskı politikaları incelenmiştir. Modelde hükümetlerin daha kolay bir şekilde enflasyonist gelir elde etmek için finansal baskı politikalarını tercih ettiği varsayılmaktadır. Nitekim, finansal baskı politikaları enflasyon vergisini artıracak şekilde bireylerin daha fazla nominal para stoku bulundurmalarına yol açabilmektedir. Daha yüksek oranlı bir gelir vergisinin bireylerin vergiden kaçırmasına neden olması veri iken, hükümetler enflasyonu hızlandırıcı ve finans sistemini baskı altına alıcı bir politikayı tercih edebilirler. Sonuç olarak, finansal baskı politikalarının tasarruf hacmini ve dolayısıyla sermayenin verimliliğini düşüreceği; böylece, büyüme hızının azalacağı çalışmanın temel iddiasıdır (Roubini; Sala-i Martin 1992, 5–8; 27–28). Bu çalışmanın belirtilen sonucu da McKinnon-Shaw yaklaşımının finansal baskı konusundaki eleştirileri ile tutarlıdır. **Bencivenga; Smith (1993)**'de de piyasa aksaklıklarına bağlı AK tipi bir içsel büyüme modeli kullanılarak finans-büyüme ilişkisi irdelenmiştir. Belirtilen modele göre, finansal baskı politikaları dâhilinde uygulanan kredi tayinlamasının doğru bir şekilde uygulanmaması halinde ekonomik kalkınma üzerinde olumsuz etkiler oluşturduğu gösterilmiştir (Bencivenga; Smith 1993, 97–99; 120–121).

²⁹ İBM'de finans-büyüme ilişkisine dair belirtilen görüşler için bakınız: Bencivenga; Smith 1991, 196; Bencivenga; Smith; Starr 1995; 242–243; Berthelemy; Varodakis 1996, 300–301; Fry 1997, 758; Ghali 1999, 310; Akçoraoğlu 2000, 2; Eschenbach 2004, 22; Kar; Taş 2004, 174; Ang; McKibbin 2005, 2; Erim; Türk 2005, 40–41; Aslan; Küçükaksoy 2006, 27.

³⁰ İçsel büyüme teorisinde AK tipi ve beşerî sermaye tipi olmak üzere iki tür model kullanılmaktadır. AK tipi bir model, üretim fonksiyonuna dair gösterimle ilgilidir. Nitekim, üretim fonksiyonunun ($Y = AK$) şeklinde kullanıldığı bir büyüme modeli, AK tipi büyüme modeli olarak adlandırılır (Jones 2001, 151; Al-Tammam 2005, 11–12).

Söz konusu literatürün önemli çalışmalarından **Greenwood; Jovanovic (1990)**'da finans piyasalarının durağan durum büyümesine olumlu etkide bulunacağı iddia edilmektedir. Çalışmada, finansal gelişme ile büyüme arasında çift yönlü bir ilişki olduğu varsayılmış; finansal hizmetler ile mevduata olan talep bir arada gösterilmiş ve finans sisteminin etkinliğindeki artışın hâsıla büyümesine yol açacağını göstermek için dinamik bir genel denge modeli kullanılmıştır. Belirtilen model aynı zamanda finansal aracılığı ve içsel büyümenin dinamiklerini de içermektedir. Çalışmada finans kurumlarının yeni finansal araçları sunması vasıtasıyla tasarruf sahiplerinin portföy tercihlerinde bir değişikliğe yol açtıklarında, yeniliklerin daha da fazla ortaya çıkacağı da iddia edilmektedir (Greenwood; Jovanovic 1990, 1076).

Son dönem büyüme literatürüne ilişkin başka bir grup model ise, yeni üretim süreçlerinin ve yeni malların icadı üzerinde durmaktadır. Nitekim, **Romer (1990)**'a göre teknolojik gelişme ekonomik büyümenin itici gücüdür ve teknolojik gelişme sermaye birikimini, dolayısıyla da kişi başına hâsılayı artıran bir unsurdur. Çalışmada teknolojik yenilik oranını değiştirme suretiyle, finans sisteminin durağan durum büyümesini olumlu etkileyebileceği cebirsel temellerle gösterilmiştir. Her ne kadar çalışmada azalan faiz oranlarına fiziksel sermaye yatırımlarını artıran bir faktör olarak bakılsa da, özellikle Ar-Ge sektörünün finansmanında finans sisteminin gelişmesi önemlidir ve bu sektörün finansman olanaklarının artması büyüme üzerinde olumlu etkilere sahiptir (Romer 1990, 71; 92).

Romer'in belirtilen görüşünden yola çıkılarak sermaye birikimindeki artıştan teknolojik gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisi kurularak da (yani belirtilen nedensellik ilişkisi tersine çevrilerek de), finans sistemindeki gelişmenin kişi başına hâsıla artışına yol açabileceği ileri sürülebilir. Zira, gelişmiş bir finans sistemi sermaye teşekkülünü artırma ve sermaye tahsisini iyileştirme vasıtasıyla piyasadaki firmaların teknolojik gelişmeyi artıracak yatırımlara girişmelerine olanak sağlayabilecektir.

Bu iddiayı destekleyen çalışmalardan **Saint-Paul (1992)**'de finans piyasalarının teknoloji seçimi ve işbölümü üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışmanın modelinde yatırımcılar iki tip teknoloji arasından seçim yapmaktadır. Bunlardan birincisi, esnek ve

farklılaştırmaya olanak veren; ancak, düşük verimlilikteki teknolojidir. İkincisi ise, katı, daha uzmanlaşmış teknolojidir. Finans kurumlarının yetersiz gelişme gösterdiği bir durumda, riskten kaçınan yatırımcılar yüksek verimli teknolojiler yerine esnek teknolojileri tercih edecektir. Nitekim, gelişmiş finans piyasaları bireylere negatif talep şoklarından korunmaları için portföy oluşturmalarına olanak sağlar ve bu şekilde riskleri azaltır. Gelişmiş finans piyasalarının varlığında yatırımcılar daha üretken yatırımları tercih edebilirler ve böylesi bir tercih işbölümünün de artmasına olanak sağlar. Çalışmada kullanılan modelde çoklu dengelerin oluşabileceği de gösterilmiştir. Zira, finans piyasalarında ekonomideki ikili yapıya bağlı olarak daha düşük düzeylerde gerçekleşen dengeler az gelişmişliği göstermekte ve bu nedenle insanlar düşük verimliliğe sahip esnek teknolojileri tercih etmektedirler. Bu tip bir teknoloji tercihi, daha düşük bir risk içermekte; ancak, finans piyasalarının gelişmesini de kısıtlamaktadır. Böylece, ekonomi fakirlik tuzağında olduğu gibi fasit bir çıkmaza girmektedir. Diğer bir denge ise, finans piyasalarının yüksek seviyedeki denge durumudur ve bu denge düzeyinde uzmanlaşmış ve göreceli daha riskli teknolojiler kullanılmaktadır. Belirtilen çoklu denge durumları itibari ile çalışmanın modeli farklı özellikte ülkeler için kullanılabilmektedir (Saint-Paul 1992, 763; 765–766; 768; 773–775).

İBM literatürü dâhilinde **Bencivenga; Smith (1991)**'de belirli şartlar altında finansal araçların büyümeyi teşvik edecek sermaye birikimine yönelik tasarruf bileşimini değiştirebildiğini gösteren bir model geliştirilmiştir. Ayrıca, çalışmada finansal araçların kaynak dağılımındaki etkileri vasıtasıyla ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği açıklanmaya çalışılmış ve ekonomik büyümenin hızlandırılmasında etkin bir finans sisteminin nasıl tesis edileceği de ele alınmıştır. Çalışmanın temel hipotezi, gelişmiş finans sisteminin ve finansal araçların yatırım verimliliğini ve finansal varlıkların likiditesini artıracak; ekonomik büyümeyi olumlu etkileyecek yayılmacı dışsallıklar sağlayacak; belirsizlikleri de azaltacak iddiasıdır. Bu hipotez daha sonra açıklanacak McKinnon-Shaw yaklaşımının görüşleri ile büyük ölçüde uyuşmaktadır. Çalışmanın ilgi çekici bir iddiası da, finansal gelişme sonrası toplam tasarrufların düşmesi durumunda bile, finansal gelişmenin yatırımların etkinliği üzerindeki olumlu etkisinin daha baskın gelmesi nedeniyle ekonomik büyümenin hızlanacağı şeklindedir (Bencivenga; Smith 1991, 195–196; 205–208).

Levine (1991)'de ise, hisse senetleri piyasasının fonksiyonlarının, riskleri azaltma suretiyle yatırım yapma yönündeki yatırımcı isteğini artırarak ve böylece durağan durum büyüme oranını değiştirerek ekonomik büyümeyi hızlandıracağı varsayımı ile bir içsel büyüme modeli geliştirilmiştir. Çalışmada hisse senetleri borsasının iki şekilde büyümeyi hızlandığı iddia edilmektedir. Bunlardan birincisi, hisse senetleri piyasasının firmalardaki verimliliği düşürmeden, bunların mülkiyetinin kolayca el değiştirmesine olanak sağlaması; ikincisi ise, iktisadî birimlerin portföy farklılaştırmasını kolaylaştırmasıdır. Çalışmada hükümetlerin vergi politikalarının büyümeyi doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde etkilediği iddia edilmektedir. Doğrudan etki, vergi politikalarının etkilemesiyle ve bunun da büyümeye doğrudan sirayet etmesiyle ortaya çıkmaktadır. Dolaylı etki ise, vergi sisteminin finans sisteminin işlevlerini etkilemesi suretiyle oluşmaktadır (Levine 1991, 1445; 1447; 1458–1459).

Berthelemy; Varoudakis (1996)'da, finans sistemi ile reel sektör arasında çift taraflı pozitif dışsallıkları içeren ve yaparak öğrenmeye dayalı bir içsel büyüme modeli kurulmuştur. Çalışmada ekonomik büyümenin başlangıç aşamalarında reel sektördeki büyümenin, finans sistemindeki oligopolistik yapının rekabetçi yapıya çevrilmesine yardımcı olduğu; bunun da etkinlikte bir artışa yol açtığı iddia edilmektedir. Çalışmada aynı zamanda rekabetin ve artan etkinliğin, reel sektörde pozitif etkilere yol açacak bir şekilde ve tasarruf hacmini artırma suretiyle, ödünç almaya ve ödünç vermeye ilişkin faiz oranlarındaki farkın azalmasına yardımcı olduğu da iddia edilmektedir. Belirtilen mekanizmaların işleyişi ise, şu aşamalardan geçmektedir: ilk olarak finans sistemi yatırım olanakları hakkında bilgi toplama ve analiz etme suretiyle daha verimli alanlara tasarrufları kanalize etmektedir. Daha sonra reel sektörün genişlemesi ve kalkınması ile birlikte tasarruf hacminde bir artış gerçekleşir. Finans piyasalarının artan işlem hacmi, yaparak öğrenme vasıtasıyla, reel sektördeki rekabeti, uzmanlaşmayı ve teknik etkinliği teşvik eder. Sonuçta belirtilen çift yönlü ilişki çoklu dengelere neden olacak şekilde birikimli bir sürecin oluşmasına neden olmaktadır. Yetersiz finansal gelişme ise, belirtilen mekanizmanın tersine işlemesine ve sonuçta bir fakirlik tuzağına düşülmesine neden olacaktır (Berthelemy; Varoudakis 1996, 300–301)

Bencivenga; Smith; Starr (1996), İBM dâhilinde Bencivenga; Smith (1991) ile benzer özelliklere ve önermelere sahip bir çalışmadır. Çalışmada finans kurumlarındaki gelişmenin, likidite riskinin azalmasına, işlem maliyetlerinin düşmesine, finansal varlıkların hisse senedi piyasasındaki ticaretinin kolaylaşmasına ve sonuçta tasarruf hacminin artmasına yol açacağı iddia edilmektedir. Tasarruf hacminin artması ise, sermaye stokuna olumlu bir etkiye bulunarak uzun dönemli yatırımların ve dolayısıyla uzun dönem büyüme hızının da artışına yol açacaktır (Bencivenga; Smith; Starr 1996, 241; 245; 263).

Mattesini (1996)'da, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler konusunda farklı bir bakış açısı sunulmuştur. Çalışmada kredi piyasalarının asimetrik bilgiden kaynaklanan özelliklere sahip olduğu bir model kullanılmış ve finans kurumlarının izleme maliyetlerinin ekonomik büyümenin belirleyici faktörlerinden biri olduğu iddia edilmiştir. Nitekim, izleme maliyetlerinin finansal aracılık sisteminin etkinliğini de gösterdiği ileri sürülmüştür. Söz konusu yüksek izleme maliyetlerinin ekonomik büyüme oranını azalttığı iddia edilmiştir (Eschenbach 2004, 12).

Graff; Karmann (2006)'da finansal gelişme ve beşerî sermayenin çeşitli yollarla ilişkilendirildiği bir model formüle edilmiştir. Çalışmada yüksek derecede yetenekli beşerî sermayenin üretim fonksiyonuna bir girdi olarak alınmasının, bu girdinin finansal faaliyette de temel bir bileşen olmasına yol açacağı iddia edilmiştir. Belirtilen iddiadan hareketle kalifiye olmayan beşerî sermayenin, finans sistemi vasıtasıyla da fakirlik çıkmazına yol açtığı ileri sürülmüştür (Graff; Karmann 2006, 130; 138; 146).

II.4. ÇAĞDAŞ KEYNESYEN TEORİLERDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Çağdaş Keynesyen teori, geleneksel Keynesyen teorinin finans piyasalarına ilişkin temel çıkarımlarına mikro iktisadî temellerde rasyonalite kazandırmayı amaçlamaktadır. Nitekim, daha önce belirtildiği üzere, Keynesyen teoriye yönelik eleştiriler bunların mikro iktisadî temellerden yoksun olduğu üzerine yoğunlaşmaktadır. Bununla birlikte, çağdaş Keynesyen teoride geleneksel Keynesyen teorinin finans piyasalarına bakış açısı büyük ölçüde korunmakta; yani, bu piyasalarda fiyat oluşumlarının etkinsizlik ve verimsizlik temelinde spekülâtif ve grup psikolojisi çerçevesinde gerçekleştiği iddia edilmektedir. Belirtilen bağlamda çağdaş Keynesyen teoriler finans piyasalarındaki iktisadî birimlerin grup davranışlarına; buna bağlı yayılma-bulaşma etkilerine ve diğer rasyonel olmayan durumlara mikro iktisadî temellerde rasyonel açıklamalar sağlamaya çalışmaktadır³¹ (Singh 2002, 13). Bu bölümde, yeni Keynesyen ve post-Keynesyen teorinin finans sistemi ile ekonomik performans arasında kurduğu ilişkiler ele alınacaktır.

II.4.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerin Genel Özellikleri

Çağdaş Keynesyen teorilerin iki alt okulu olan yeni Keynesyen ve post-Keynesyen teori, bir sonraki ana bölümde açıklanacak yeni yapısalcı yaklaşımla benzer esaslara sahiptir. Her iki teori de bünyesinde birbirinden belli ölçülerde farklı birçok görüşü barındırmaktadır. Belirtilen görüşlerin en önemli ortak noktası ise, yeni klasik teorinin temel varsayımlarını eleştirmeleri ve Keynesyen esaslara sahip olmalarıdır. Zaten, bu teoriler Keynes'in görüşlerine yoğun bir şekilde eleştiri getiren yeni klasik teoriye ve bu teori çerçevesinde oluşan McKinnon-Shaw ekolüne karşı geliştirilmiştir.

Çağdaş Keynesyen teori (özellikle de yeni Keynesyen teori) ile yeni klasik teori arasındaki en önemli farklılık fiyat ve ücretlerin intibak hızları ile istihdam seviyesi konusundadır. Ayrıca, çağdaş Keynesyen teorilerde klasik dikotomi görüşü ret edilmekte ve ekonominin Walrasyan olmayan özelliklere sahip olduğu iddia

³¹ Bu konularda ayrıntılı tartışmalar için bakınız: Singh (1999); Singh; Weisse (1999).

edilmektedir. Oysa ki, yeni klasik teoride fiyat ve ücretlerin esnek olduğu varsayılmakta ve bunun sonucunda yine varsayımsal olarak arz-talep dengesinin birbirine anında intibak ettiği “temiz piyasalar” oluşmaktadır. Söz konusu varsayımın geçerli olması ise, finansal krizlerin gelişme mekanizmasının açıklanamamasına neden olmaktadır. Yeni Keynesyen teoride ise, piyasaların sürekli temizlendiği modellerin kısa dönemli iktisadî dalgalanmaları açıklamada yetersiz kaldığı; zaten gerçek hayatta birçok nedenle piyasaların anında ve sürekli temizlenmediğini; bu yüzden yapışkan fiyat ve ücretleri temel alan modellerin kullanılması gerektiği iddia edilmektedir. Bu esaslar doğrultusunda oluşturulan yeni Keynesyen teoriye dayalı modellerde, gayri iradî işsizliğin neden mevcut olduğu ve para politikasının ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde niçin çok güçlü bir etkiye sahip olduğu (yani paranın neden yansız olmadığı) açıklanmaya çalışılmaktadır (Mankiw 2002; Snowdon; Vane 2005, 363–364; Atamtürk 2007, 78; Büyükkakın 2007, 27; 29).

Çağdaş Keynesyen teorileri geleneksel Keynesyen teoriden ayıran temel fark ise, daha önce belirtildiği üzere, makro sorunların mikro temellerinin sorgulanması ve Keynesyen analizlerin arz yönünü güçlendirmeye çalışılmasıdır. Böylece, geleneksel Keynesyen teorinin tutarsızlıklarının ve paradokslarının giderilmesi amaçlanmaktadır. Belirtilen nedenlerle çağdaş Keynesyen teorileri benimseyen iktisatçılar, mikro yaklaşımlardan hareket ederek dengesizlik sonuçları içeren makro modeller geliştiren iktisatçılar olarak da tanımlanabilir (Greenwald; Stiglitz 1987, 19–20; Paya 1998, 355; Eschenbach 2004, 9; Snowdon; Vane 2005, 361; 365; Büyükkakın 2007, 25; 27).

Çağdaş Keynesyen teorileri temel olarak iki alt ekolde incelenebilir. Bunlardan ilki post-Keynesyen teori, diğeri ise, yeni Keynesyen teoridir. Yeni Keynesyen teori rasyonel bekleyişler teorisini benimsemekte, post-Keynesyenler³² ile bu noktada ayrılmaktadırlar. Ancak, her iki teori de eksik bilginin finans piyasalarındaki rolü, etkin ücret teorisi, geleneksel Keynesyen makro iktisadî önerilerin monopolcü ve monopolcü rekabet piyasa ortamıyla birleştirilmesi gibi mikro temellere dayanmaktadır. Yöntem olarak yeni Keynesyenlerin, yeni klasik iktisada daha yakın oldukları iddia edilebilir. Post-Keynesyenler ise, tarihçi ekolün yöntem ve görüşlerine daha yakındırlar. Nitekim, post-Keynesyenler ekonomiyi tarihsel bir süreç içerisinde ele almakta ve bu özellikleri

³² Nitekim post-Keynesyenler uyarlayıcı bekleyişleri kabul etmektedirler.

ile Marksist görüşle de yakınlık göstermektedirler. Diğer taraftan, post-Keynesyenlere göre beklentilerin ekonomi üzerinde büyük bir önemi bulunmaktadır. Bu beklentiler geleceğe yön vermekte ve beklentilerin çok farklı olması bir öngörü sorununu da ortaya çıkarmaktadır. Bu durumun finans piyasalarına yansması ise, spekülative kazançların çok yüksek seviyelerde seyredebilme olasılığıdır. Nitekim, post-Keynesyen teoriye göre para ve kredi kurumlarının ekonomi üzerinde belirgin bir rolleri bulunmaktadır. Nitekim, post-Keynesyenlere göre para yansız değildir. Bu kurumların davranış biçimlerinin iktisadî modellere yansıtılması gerektiği de bu görüş tarafından iddia edilmektedir (Savaş 1999, 923–924; Heijdra; Ploeg 2002, 359–360; Snowdon; Vane 2005, 472).

II.4.2. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler

Finans sistemi hakkında çağdaş Keynesyen teorilerin yeni klasiklere yönelik eleştirileri finansal serbestleşmenin etkileri konusunda yoğunlaşmaktadır. Nitekim, çağdaş Keynesyen teorilere göre finansal serbestleşme GOÜ’lerde, belli koşullar altında, ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilecek bir unsur haline gelebilir. Aşağıdaki alt bölümlerde çağdaş Keynesyenlerin söz konusu iddiaya dair argümanları ele alınacaktır.

II.4.2.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarının Özellikleri ve Bu Piyasaların Ekonomik Büyümeye Etkisi

Çağdaş Keynesyen teorilerin ekonomik büyümede finans sisteminin rolüne dair görüşleri, temel olarak finansal serbestleşme okuluna (yani McKinnon-Shaw ekolüne) yönelik eleştiriler üzerine kurulmuştur. Neo-klasik teoride finans piyasalarının çok iyi düzeyde rekabetçi bir yapıya sahip olduğu varsayılmakta, piyasaların işleyişi ödünç verilebilir fonlar teorisi ile açıklanmakta ve finans sisteminin kurumsal gelişimi göz ardı edilmektedir. İşte çağdaş Keynesyen teoriler, neo-klasik teorisinin belirtilen görüşlerinin geçerli olmadığını iddia etmekte; eksik istihdamın, fiyat istikrarsızlıklarının ve aksak rekabetin söz konusu olduğu bir ekonomide ödünç verilebilir fonlar teorisinin de geçerliliğini kaybedeceğini ileri sürmektedirler. Gerçekten de, finans piyasalarında asimetrik bilgi nedeniyle oluşan etkinsiz piyasa dengesi (dengeleri) neo-klasik teori

tarafından açıklanamamakta ve çağdaş Keynesyenler de bir piyasa aksaklığı olan asimetrik bilginin etkilerinden yola çıkarak söz konusu mekanizmaları ele almaktadırlar (Greenwald; Stiglitz 1987, 19; Akçoraoğlu 2000, 9; Atamtürk 2007, 78).

Çağdaş Keynesyen teorilerde, faiz oranlarının oluşumu ödünç verilebilir fonlar teorisinde iddia edildiği gibi salt fon arz ve talebine bağlı kalmamaktadır. Bunun sebebi de, finans piyasalarında kredi tayinlmasının yaygın olmasıdır. Kredi tayinlmasında piyasa faiz oranının fon arz ve talep edenler tarafından bazı durumlarda (hatta çoğu durumda) dikkate alınmaması söz konusudur ve bu durum fon arz edenlerin sadece piyasada geçerli olan faiz oranına göre hareket etmemelerinden kaynaklanır. Nitekim, yüksek ve piyasayı temizlediği iddia edilen faiz oranları, kötü ödünç alıcıları veya daha riskli yatırım projelerine sahip yatırımcıları cezbedebilir ve böyle bir durum da ödememe riski artabilir. Diğer taraftan, fon arz edenler verdikleri fonların geri dönmesini sağlayacak bir faiz oranını tercih ederlerse, fon talep edenler arasından bir seçim yapacaklardır. Bu seçim (veya tayinlama) fon arz edenin elde edeceği faiz gelirini düşürecektir; nitekim, belli niteliklere sahip fon talep edenlerin sınırlı olması piyasadaki fon talep edenlerin (finansal aracılardan ve/veya yatırımcıların) sayısını da sınırlayacaktır. Özetle, kredi tayinlmasının özünde faiz oranlarının fon piyasasındaki işlemlerin tek belirleyicisi olmaması; asimetrik bilgiden kaynaklanabilecek risk ve belirsizlik faktörlerinin de piyasada önem arz etmesi söz konusudur. Bu durum finans piyasalarında çoklu dengelere yol açabilecek bir mikro iktisadî aksaklık olarak değerlendirilebilir ve genel itibarla büyük çaplı borç ilişkilerinde ortaya çıkabilir (Paya 1998, 358; Parasız 1998, 338; Rutherford 2002, 143; Eschenbach 2004, 9; Bilgin 2007, 61–63) Çağdaş Keynesyen teorilerin kredi tayinlması konusundaki belirtilen iddiaları, neo-klasiklerin finans piyasalarına ilişkin çıkarımlarını da geçersiz kılabilmektedir.

Nitekim, kredi piyasasında yaşanan tayinlama etkisi daha sonra açıklanacak asimetrik bilginin doğuracağı sorunları gidermede önemli role sahip olabilir. Zira, riskli kredi müşterilerine daha yüksek faiz uygulanması, bu müşterilerin taleplerinde bir azalmaya yol açabilecektir. Öte taraftan, riski düşük kredi müşterilerine daha düşük faiz oranı uygulanması, bu müşterilerin piyasadan kaçışını engelleyecektir. Böylece finansal serbestleşmenin yol açacağı sorunlar dikkate alındığında, ikinci en iyi politika anlamında daha etkin dengelere ulaşılabilecektir.

Belirtilenlerin yanında, çağdaş Keynesyen teorilerde, yeni yapısalcı yaklaşımda olduğu gibi, finans sisteminin özellikle GOÜ'lerde resmî ve resmî olmayan (ya da organize olmayan) finans piyasalarından oluştuğu iddia edilmekte; bu nedenle de, ekonomide faiz oranlarının farklılıklar arz edebileceği ileri sürülmektedir (Eser 1996, 32). Söz konusu durum ise, kredi tayinlamasında olduğu gibi, etkinsizlik anlamında finans piyasalarında çoklu dengelerin oluşumuna yol açabilecektir.

Çağdaş Keynesyen teorilerin para ve sermaye piyasalarına ilişkin görüşleri ise, kredi tayinlamasının yanında asimetrik bilgiye bağlı ters seçim ve ahlâkî tehlike sorunları olmak üzere temel olarak iki başlık altında incelenebilir. Belirtilen sorunların finans sisteminin kurumsal gelişimi ile alâkalı olduğu ve makro iktisadî istikrarın tesisinde söz konusu kurumsal gelişimin doğru bir şekilde yönlendirilmesi gerektiği ileri sürülmektedir. Aksi takdirde, asimetrik bilginin piyasalarda etkinsizliğe yol açarak ekonomik büyümenin önünde bir engel teşkil edeceği iddia edilmektedir. Aşağıdaki alt bölümlerde söz konusu sorunların nitelikleri ele alınacak ve bu sorunların büyüme üzerindeki olası etkileri değerlendirilecektir.

II.4.2.1.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarındaki Asimetrik Bilginin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri

Gerçek hayatta tüm piyasalar için ve neo-klasik iktisatta iddia edildiği gibi, gerek bilginin toplanmasında gerekse de dağıtılmasında tam etkinlik söz konusu değildir. Ayrıca, bilginin hem toplanması hem de dağıtımı (yani bilgi akışkanlığının sağlanması) maliyetli bir süreçtir. Belirtilen maliyetler ve bu maliyetlere tüm iktisadî birimlerin katlanamaması, iktisadî birimler arasında bir piyasa başarısızlığının yani bilgi asimetrilerinin oluşmasına ve oluşan bilgi asimetrilerinin piyasaların etkinlikten uzaklaşmasına neden olmaktadır. Etkin olmayan piyasaların varlığı ise, ekonomik büyüme açısından olumsuz sonuçlara yol açmaktadır.

Genel anlamda asimetrik bilgi, iki tarafın aynı konu hakkında bilgi sahibi olması; ancak, bu bilgilerin farklı değer taşıması durumudur. Başka bir deyişle, asimetrik bilgi bilginin taraflar arasında eşit olmayan bir nitelikte mevcut olması ve/veya dağılmasıdır.

Asimetrik bilgi finans piyasalarında temel olarak ters seçim ve ahlâkî tehlike sorunlarına yol açmakta ve literatürde bu sorunlar “temsilcilik teorisi” çerçevesinde ele alınmaktadır (Seyidoğlu 2001, 13; 32; 312; Mishkin 2004, 174–175; Karahan 2006, 151–152; Bilgin 2007, 58; Büyükakın 2007, 31; Erdem 2008, 90-91). Çağdaş Keynesyen teorilerde para ve sermaye piyasalarında etkinsizliğe yol açan asıl problem de, asimetrik bilgiye bağlı olarak ortaya çıkan ahlâkî tehlike ve ters seçimdir. Nitekim, asimetrik bilgiden kaynaklanacak sorunları gidermede teminat sistemlerinin geliştirilmesi ve sınırlayıcı sözleşmelerin düzenlenip uygulanması, gelişmiş bir finans sisteminin ve yetkin bir hukukî düzenin varlığını gerektirmektedir. Belirtilenler ekonominin altyapısal unsurlarıdır ve söz konusu kurumsal alt yapının yetersiz olduğu ülkelerde (özellikle de GOÜ’lerde) asimetrik bilgiden kaynaklanabilecek sorunlar ekonomik performansı da olumsuz etkileyecektir (Mishkin 2004, 187–188). Aşağıdaki alt bölümlerde çağdaş Keynesyen teorilerde asimetrik bilgiden kaynaklanabilecek sorunların ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ele alınacaktır.

II.4.2.1.1.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarındaki Ahlâkî Tehlike Sorunu ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri

Ahlâkî tehlike finansal sözleşmelerde, taraflardan birisinin diğer taraf aleyhine sözleşmeden yararlanacak biçimde davranışını değiştirmesi durumunda sözleşme sonrası (ex-post olarak) ortaya çıkmaktadır. Bu sorun, yöneticiler ile hissedarlar veya borç verenler ile borç alanlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanmakta; borç verenlerin veya hissedarların etkin bir izleme sistemlerinin olmadığı durumlarda, borç alanları veya yöneticileri ödeme güçlüğüne düşürecek riskli davranışlara girişmeleri ile ortaya çıkmaktadır (Emek 2000, 69; Seyidoğlu 2001, 13–312; Aras 2002, 195; Asomoah 2003, 12; Mishkin 2004, 174; Bilgin 2007, 59–60).

Ahlâkî tehlike sorunu, başlangıçta yapılacağı söylenen düşük riskli yatırımların getirisinin borç alma maliyetini karşılamayacağı görüldüğünde, ödünç alıcıların yüksek riskli yatırımlara yönelmesiyle de oluşabilir. Böylesi bir durumda, borç alıcı kişisel kullanım için fonları kötü niyetle tahsis etmeye, az çalışmaya veya kaytarmaya ve yalnızca kişisel gücünü ve statüsünü artırmaya yarayan verimsiz projelerin yatırımını gerçekleştirmeye yönelir. Nitekim, borç alanın kullandığı para başkasının parasıdır. Bu

yüzden, ödünç verici geri dönmemesi muhtemel olan ve kullanılmasını istemediği alanlarda tahsis edilen krediler nedeniyle borç alanın yol açacağı tahribata maruz kalabilir. Böylesi bir tahribata maruz kalmamak için borç veren, borç alana sınırlayıcı sözleşmeler uygulayabilir ve/veya etkin bir gözetim sisteminden yararlanabilir. Ancak, hem ilgili sınırlamalar ve bu sınırlamaların uygulanması ve uygulanıp uygulanmadığının denetimi hem de etkin bir gözetim sisteminin kullanılması ek bir maliyet getirir. Belirtilen maliyet artışı ise, finans piyasalarındaki faiz gibi değişkenlerdeki aşırı dalgalanmayı (yani istikrarsızlığı) artırır. Faizlerdeki aşırı dalgalanma (veya faiz oranlarındaki aşırı artışlar) ise, finans sisteminin kırılganlığını artıran bir faktördür. Böylece, ahlâkî tehlikenin tehdidi altında alıcı ve satıcılar arasındaki potansiyel çıkar çatışması fon sahiplerinin verebileceğinden daha azını borç vermesine yol açar (Mishkin 1999, 4–5; Asomoah 2003, 12–13; Bilgin 2007, 60–61). Bu durum ise, finans piyasalarının işlevlerini yerine getirememesine, piyasaların finansal krizlere karşı kırılgan bir yapı göstermesine ve böylece büyüme oranlarının arzu edilenin altında kalmasına neden olur.

Ahlâkî tehlikenin finans piyasalarındaki aşırı dalgalanmalara ve krizlere neden olması, mevduat güvence sisteminin yürürlükte olması ile daha yüksek bir olasılık kazanır. Nitekim, bir yandan mudiler yüksek faiz oranlarının cazibesine kapılarak ve olası bir olumsuzlukta mevduatlarını kamunun ödeyeceğini düşünerek yeterli bilgilenmeye gereksinim duymayacak; diğer yandan da, banka sahipleri finansal serbestleşme adına hafifletilen ve hatta kaldırılan kısıtlamalar nedeniyle toplanan mevduatı rahat ve sorunsuz bir şekilde zimmetlerine geçirebilecektir (Bakırtaş; Karbuz 2004, 99). Sonuçta oluşan ahlâkî tehlike, kamu ile kötü niyetli bankacılar arasındadır ve piyasa sistemi bu noktada asıl muhatap olan ve yetersiz bilgilenme gibi bir suçu işleyen mudileri cezalandır(a)mayacak; halk, zarara katlanacaktır. Belirtilen durum, GOÜ’lerde ve Türk ekonomisinde finansal serbestleşme sonrasında bir vak’a olmuştur.

II.4.2.1.1.2. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarındaki Ters Seçim Sorunu ve Bu sorunun Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri

Asimetrik bilginin ahlâkî tehlike yanında yol açtığı başka bir sorun da, ters seçimdir. Ters seçim, fiyat politikasının yalnızca en az tercih edilen müşterilerin işlem yapmasına

yol açması durumudur. Bu sorun, finans piyasalarında varlıkların alım satım sözleşmesi yapılmadan önce (ex-ante bir biçimde) ortaya çıkar ve bu yönüyle ahlâkî tehlike sorunundan farklılık arz eder (Emek 2000, 69; Seyidoğlu 2001, 13; Aras 2002, 195; Mishkin 2004, 174).

Finans piyasalarında potansiyel kredi risklerinin daha fazla olduğu yatırımlar için borç almaya daha fazla çaba gösteren kişilerin varlığı, ters seçim sorununu ortaya çıkarır. Zira, göreceli olarak daha riskli yatırımlar için fonları talep eden kişiler veya fonları aslında yatırım amaçlı talep etmeyen kişiler, aynı zamanda borcu elde etmek için en hevesli kişilerdir. Bu kişiler açısından borcun geri ödenmesi düşünülmediği için, borcun faizi de önemli değildir. Belirtilen nedenlerle borç verenler, riskli yatırımlarla uğraşan borçluları finanse etmelerinin çok daha muhtemel olduğu durumlarda, borç vermekten kaçınırlar. Böylesi bir durumda “iyi” firmalar finans piyasasından çekilirken, “kötü” firmalar daha fazla fon elde etme imkânına kavuşur. Nitekim, “iyi” firmalar finans piyasalarına sundukları borç araçlarının eksik ve asimetrik bilgi nedeniyle yetersiz talep göreceğini bilirler ve finans piyasası yoluyla fon tedarikinden kaçınırlar. Bu durumda azalan arz, kötü firmaların finans piyasasına sundukları araçların aşırı değerlendirilmesine neden olur. Belirtilen koşullar altında, kötü firmaların finansmanı teşvik edilmiş olur (Mishkin 1999, 4; Asomoah 2003, 12; Emek 2000, 69).

Finans piyasalarında ters seçim sorununu ortaya çıkaran başka bir etken de, faiz oranlarının yükselmesi ve/veya aşırı dalgalanmalar göstermesidir. Finansal serbestleşme sonrası faiz oranlarının artması ve/veya aşırı dalgalanmalar göstermesi, getirisi ve riski düşük olan yatırım alanlarının finansmanını engellerken; getirisi riskine göre yüksek olan yatırım alanlarının finanse edilmesine yol açabilir. Bankacılık sistemi bu durumda asimetrik bilgi nedeniyle, risk-getiri karşılaştırmasını sağlam bir şekilde yapamayabilir. İşte bu yüzden bankacılık sistemi, getirisi ve riski düşük yatırımları finanse etmesi gerekirken; getirisi mutlak olarak yüksek olsa da göreceli olarak riski de yüksek yatırımları finanse edebilir.

Ters seçim sorununun varlığı finans piyasalarındaki fon arzını daraltacak, faiz oranlarını da artıracaktır. Artan faiz oranları, daha önce de belirtildiği gibi, piyasadaki iyi niyetli yatırımcıların finans piyasasından elde ettikleri fonların payını azaltırken; piyasadaki

kötü niyetli yatırımcıların payını daha da artıracak ve mekanizma sürekli kendini besleyecektir. Söz konusu mekanizmanın kendini besleyerek işlemesi, fonların getirisine göre yüksek riskli yatırımlarda kullanılmasına ve bunların yatırım yapma niyetinde bulunmayan kişilere geri dönmeyecek şekilde aktarılmasına neden olacaktır. Böylece, finans sisteminde geri dönmeyen krediler artacak; bankaların geri ödemelerinde sorun yaşanacak; mudilerin bankalara olan güveni sarsılacak; güven sarsılması ile bankalara hücum ve sonuçta bankacılık sisteminde kriz yaşanacaktır. Finans piyasalarındaki belirtilen olumsuzluklar kendi kendini besleyecek ve nihaî olarak istikrarsızlığa ve krizlere neden olabilecektir. Oluşan krizlerin genel sonucu ise, ekonomik büyüme hızının düşmesidir

II.4.2.2. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler

Çağdaş Keynesyen teorilerin yeni Keynesyen ve post-Keynesyen teorinin finans-büyüme konusunda bir sonraki bölümde incelenecek McKinnon-Shaw yaklaşımı ile önemli ölçülerde farklılaşan, yeni yapısalci yaklaşımla da önemli ölçüde özdeşleşen iddiaları söz konusudur. İlerleyen bölümlerle bağlantı kurulması için belirtilen farklılıkların ve benzerliklerin ortaya konulması gerekmektedir.

Yeni Keynesyen teori ile McKinnon-Shaw yaklaşımının en önemli farkı, yeni klasik teorinin çıkış noktası olarak ele aldığı ödünç verilebilir fonlar teorisinden kaynaklanmaktadır. Nitekim, neo-klasik iktisadın bir uzantısı olan McKinnon-Shaw yaklaşımında piyasa faiz oranının oluşmasında tasarruf sahipleri etken iken; yeni Keynesyen teoride bankacılık sistemi ve bu sistemin kendine özgü politikaları etkindir. Yeni Keynesyen teorinin faiz oranlarının oluşumu ve etkileri konusundaki belirtilen görüşü, faiz-büyüme mekanizmasında önceliğin faiz oranlarını serbestleşme yönündeki politikalar yerine, bankacılık sisteminin optimum faiz oranlarını belirleyecek yapıya uygun bir şekilde düzenlenmesine yönelik politikalara öncelik verilmesini telkin etmektedir. Bu durumun nedeni ise, yeni Keynesyen teoride yeni yapısalci yaklaşımda olduğu gibi faiz oranlarındaki bir artış, yatırım talebini azaltma suretiyle, büyüme hızını kısıtlayan bir unsur olabilir (Eser 1996, 25).

Yeni Keynesyen teoride yine yeni yapısalcı yaklaşıma benzer şekilde piyasa faiz oranlarını artırmaya yönelik finansal serbestleşme politikalarının her zaman tasarruf hacmini artırma suretiyle yatırımları da artırmayacağı; dolayısıyla, ekonomik büyümeyi hızlandırmayacağı savunulmaktadır. Artan faiz oranları piyasada artan belirsizlik ve risk olarak algılanabilir ve bu durumda bankalar kredi tayinlamasını tercih edebilir. Özellikle GOÜ'lerde finansal serbestleşmeden ve yatırım artışından daha önde gelen sorun finansal istikrardır. Finansal istikrarın sağlanmadığı bir ortamda finansal serbestleşmeye gidilmesi ve sonrasında faiz oranlarının artması belirsizlik ve risk artışından kaynaklanan istikrarsızlıkları daha da derinleştirebileceğinden, zaten yüksek seviyede olan atıl fon hacmini daha da artırabilir. Böylesi bir durum ise, ekonomik büyüme hızının yavaşlamasına neden olabilir. Başka bir deyişle, yeni Keynesyen teoride GOÜ'lerde finansal istikrarın sağlanması daha fazla önem arz etmekte ve bu nedenle finansal serbestleşmeye, faiz oranları daha istikrarsız hale gelebileceğinden temkinli bakılmaktadır (Eser 1996, 25–26; Büyükakın 2007, 31).

Yeni Keynesyen teorinin belirtilen görüşleri, finansal baskı politikalarına daha olumlu bir bakış açısına sahip oldukları intibasını vermektedir. Nitekim, teoriye göre GOÜ'lerdeki tasarruf ve yatırım yetersizliği finansal baskı politikalarından ileri gelmemektedir. Hatta, finansal baskı politikaları faiz oranlarında bir istikrar sağlayarak finansal istikrara da katkı sağlayacağından olumlu bir tercih olarak görülebilir (Eser 1996, 25–26). Başka bir deyişle, yeni Keynesyen görüşte içe ve dışa dönük finansal serbestleşme politikalarına temkinli bir bakış açısı söz konusu olduğu gibi finans sisteminin baskı altında tutulması gerektiği de telkin edilmektedir.

Yeni Keynesyen teorinin belirtilen görüşlerine ek olarak post-Keynesyen teoride de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, asimetrik bilgi ve aracı sorunları dâhilinde değerlendirilmektedir. Her ne kadar bu yönüyle yeni Keynesyen teori ile özdeşleştiği düşünülse de post-Keynesyen teori finansal serbestleşmeyi makro ekonomik koordinasyon başarısızlığı ve spekülasyon sorunlarıyla birlikte meydana gelecek belirsizlikler dâhilinde ele almaktadır. Belirtilen açıdan neo-klasik iktisat ile önemli ölçüde çelişen post-Keynesyenler, finansal istikrarsızlıkların ve krizlerin nedeni olarak yeni Keynesyen iktisadın iddia ettiği gibi bilginin varlığındaki ve şeffaflığındaki eksikliklerden ziyade, geleceğin belirsizliğini ve gelecek hakkında bireylerin çok farklı

algılamalarının varlığını gösterirler. Belirsizliğin sonucu ise, yatırımlar üzerinde görülmekte ve yatırımların seyri de istikrarsızlaşmaktadır. Belirtilen nedenlerden dolayı, finans piyasalarındaki koordinasyonun etkin olmaması ve otoritelerin de koordinasyonu sağlayıcı politikalar geliştirmemesi, finansal serbestleşme sonrası artan ve değişkenlik gösteren faiz oranlarının yol açtığı spekülatif ortamda ekonomik büyümenin optimum altında gerçekleşmesine neden olabilir (Kregel 1983, 38; Singh 2002, 8; Onur 2005, 135; Atamtürk 2007, 78–79).

Bunların yanında post-Keynesyen iktisatçılar, neo-klasik teoriye alternatif olarak finans sisteminin büyüyen bir ekonominin talebine pasif olarak cevap verebildiğini ve finansal gelişmenin ekonomik büyümenin ardından geldiğini iddia etmektedirler. Ayrıca finans sisteminin sermayenin etkin dağıtımını konusunda yeterli olmadığı durumlarda kamu müdahalesinin yapılma gereğini de savunurlar. Post-Keynesyen görüşte bilgi asimetrilerinin ve piyasa aksaklıklarının daha fazla aktif bir hükümet müdahalesini gerekli kıldığı da iddia edilmektedir. Bu nedenlerle finans piyasalarını ve kurumlarını geliştirmek için uzun dönemli bir hükümet stratejisi ve planlaması liberal iktisatçıların piyasa yanlısı önerilerinden daha başarılı olacaktır (Akçoraoğlu 2000, 3; 9).

II.5. BÖLÜMÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Finans-büyüme ilişkisi hemen hemen tüm iktisat ekollerinde ele alınmıştır. Belirtilen ilişki konusunda iktisat ekollerinin görüşleri ve politika önerileri, bunların varsayımları ve temel görüşleri ile uyumlu olmuştur. Modern iktisat literatürünün Keynesyen ve neo-klasik iktisat çerçevesinde geliştiği göz önüne alınırsa, bu teorilerin finans sistemine bakış açıları temel varsayımlarından hareketle ortaya konulabilir. Nitekim, finans-büyüme ilişkisinde de Keynesyen bakış açısı müdahale içerikli önerileri savunurken; neo-klasik bakış açısı daha serbestleşme içerikli önerilere sahiptir.

Literatürde yer alan iktisat ekollerinde finans-büyüme ilişkisine yönelik açık ve zımnî hipotezler söz konusudur. Belirtilen hipotezler iktisat okullarının teorik gelişimine bağlı olarak, zamanla zımnî olmaktan çıkıp daha belirgin hale gelmiştir. Örneğin, klasik ve Keynesyen büyüme modellerinde büyümenin kaynakları daha dar bir çerçeveden açıklandığı için, bu modellerin finans-büyüme ilişkisine yönelik hipotezleri de dar kapsamlı ve dolaylı bir anlatım çerçevesinde kalmıştır. Oysa, neo-klasik okul çerçevesinde geliştirilen Solow ve içsel büyüme modellerinde, büyümenin kaynakları daha geniş bir bakış açısından ele alınmakta; böylece, finans-büyüme ilişkisi daha net bir şekilde ortaya konulmaktadır.

Finans sisteminin büyüme fonksiyonunda gösterilebildiği Solow büyüme modelinde finans sisteminin tasarruflar üzerindeki etkisinden ziyade sistemin yatırım verimliliğini etkileyeceği iddia edilmektedir. Nitekim, Solow modelinde tasarruf artışı büyüme üzerinde geçici bir etkiye sahiptir. Oysa, gelişmiş bir finans sistemi tasarrufların yanı sıra Ar-Ge faaliyetlerini de finanse ederek teknolojik gelişmeye katkıda bulunacaktır. Başka bir deyişle, finans sistemi Solow bakiyesini etkileyebilecek işlevlere sahiptir. Ayrıca, koşullu yakınsama görüşü dâhilinde GOÜ'lerin ekonomik altyapılarını (ve finans sistemlerini) GÜ'ler ile uyumlaştırması gerektiği sonucu da ortaya çıkmaktadır. Zaten, 1980'li yıllardan sonra birçok GOÜ'nün finans sistemlerine yönelik politikalarını açıklamaktadır. Nitekim, uluslararası finans kuruluşlarının telkinleri ile birçok GOÜ, finans sistemlerine yönelik politikalarını koşullu yakınsama görüşü doğrultusunda uluslararası standartlara göre ihdas etmiştir. Belirtilenlerin anlamı ise, finans sisteminin Solow modeli açısından da önem arz etmesidir.

Finans sisteminin ekonomik büyüme üzerindeki rolü özellikle İBM çerçevesinde daha detaylı bir şekilde incelenmektedir. Zaten, İBM'nin önceki modellerden farkı ekonomik büyüme ile ilişkili birçok değişkenin dikkate alınmasıdır. Bunlardan en önemlisinin ise, Solow modelinde dışsal kabul edilen teknolojik gelişmedir. İBM'ye ilişkin literatürde birçok değişkenle birlikte teknoloji de büyüme modellerine dâhil edilmiş ve teknolojik gelişmenin finansmanında finans sisteminin önemli bir payını olduğu iddia edilmiştir. Modern, gelişime açık ve teknoloji yoğun firmaların finans sistemi tarafından seçilerek daha fazla finanse edileceği ve belirtilen mekanizmanın işleyişi ile ekonomik büyümenin hızlanacağı İBM'de gösterilmektedir.

Neo-klasik teorinin ve bu teorinin varsayımları ile kurulan büyüme modellerinin temel varsayımı piyasa aksaklıklarının olmamasıdır. Oysa, gerçek hayatta tam rekabet piyasaları tüm varsayımları ile geçerli olmamaktadır. Bu durum özellikle eksik bilginin ve tekelci gücünün varlığı nedeniyle finans piyasalarında da görülmekte; başka bir deyişle, piyasa aksaklıkları finans piyasalarında da yaşanmaktadır. Özellikle finansal serbestleşme politikaları sonrasında finans krizlerinin oluşması yeni Keynesyen ve post-Keynesyen teorilerin belirtilen aksaklıklardan yola çıkarak finans-büyüme ilişkisine farklı bir bakış açısı getirmesine neden olmuştur. Bu yaklaşımlarda asimetrik bilgiden kaynaklanan sorunların çözümünde kamu politikalarının önemli olduğu iddia edilmektedir. Bu teorilere göre, finans sisteminin hacim kazanması yerine finansal istikrarın sağlanmasına dönük politikalar daha önemlidir. Nitekim, istikrarsız bir finans sistemi ekonomik büyümede de istikrarsızlıklara yol açabilecek; hâsıla açığı bu surette artabilecek ve hâsıla açığındaki artış da potansiyel büyüme hızını düşürebilecektir.

Sonuç olarak, ele alınan iktisat teorilerinde finans piyasalarına yönelik politika önerileri Keynesyen ve neo-klasik iktisadın temel varsayımları nedeniyle farklılık göstermektedir. Keynesyen teoriler denetimsiz ve düzenlemeden yoksun bir finans sistemini daha çok bir istikrarsızlık unsuru olarak görürken; neo-klasik teori ve buna bağlı büyüme teorileri ekonomik büyümede piyasa koşullarında işleyen finans sistemini ekonomik büyüme kaynağı olarak görmektedirler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM:

FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNDE

YOĞUNLAŞAN YAKLAŞIMLAR

İkinci bölümden görüleceği üzere, iktisat literatüründe finansal gelişmeler ile ekonomik büyüme arasındaki teorik ilişkiler üzerinde çok farklı bakış açıları mevcuttur. Esasında tartışma çok uzun bir geçmişe sahip olup, 19. yüzyılın başlarından beri irdelenmektedir ve birbirinden oldukça farklı görüşler ileri sürülmektedir. Ancak, finans-büyüme ilişkisine sistemli ve genel bakış açıları, büyük ölçüde neo-klasik teoriye daha yakın olan Gurley-Shaw ve McKinnon-Shaw yaklaşımı; bu yaklaşımlara eleştirel bir bakış açısı sunan Keynesyen teorilere ve kurumsal iktisada yakın görüşler ileri süren yeni yapısalcı yaklaşım ile sağlanmıştır.

Bu bölümün temel amacı finans-büyüme ilişkisinin varlığını kabul etmekle birlikte, serbestleşme yönündeki politikaların olumlu veya olumsuz olduğuna yönelik hipotezleri bulunan yaklaşımların ele alınmasıdır. Belirtilen yaklaşımlardan ilki Keynesyen politika önerilerine tepkilerin yoğunlaştığı ve finans sistemlerinin önceki dönemlere göre çok hızlı bir değişim gösterdiği yıllarda ortaya çıkan; finans sistemindeki “gelişme”, “serbestleşme” ve “küreselleşme” yönündeki uygulamaların ekonomik büyümeyi “olumlu” şekilde etkilediğini iddia eden Gurley-Shaw ile McKinnon-Shaw yaklaşımıdır. Ele alınacak yaklaşımlardan bir diğeri de, 1980’li yıllardan sonra McKinnon-Shaw yaklaşımının hipotezleri doğrultusunda uygulanan finansal serbestleşme politikalarının ekonomik performans üzerinde “olumsuz” etkilere yol açtığını iddia eden ve bu doğrultuda hipotezler ileri süren yeni yapısalcı yaklaşımdır. Bölümde, belirtilen yaklaşımların hipotezleri temel mekanizmaları ile ele alınacak ve karşılaştırılacaktır. Bunların yanında bölümün diğer alt kesimlerinde finans-büyüme ilişkisindeki nedenselliğin yönü hakkında ortaya atılan talep ve arz yönlü görüşler de ele alınacaktır.

Bu bölümün önemi uygulamalı literatürdeki çalışmaların belirtilen yaklaşımlarda ileri sürülen hipotezleri sınamasından kaynaklanmaktadır. Nitekim, bu çalışmanın uygulamasında da belirtilen mekanizmaları test etmek amaçlanmaktadır.

III.1. GURLEY-SHAW YAKLAŞIMDA FİNANS SİSTEMİ VE EKONOMİK BÜYÜME

Finans-büyüme ilişkisine dair çağdaş anlamda temel oluşturacak ilk görüşler Gurley-Shaw yaklaşımında ileri sürülmüştür. Bu yaklaşım, modellerinde piyasa sürtünmelerini dikkate almaları nedeniyle bir ölçüde Keynesyen içerik taşımaktadır. Gurley-Shaw yaklaşımının neo-klasik teoriden başka bir farkı da, para arzının içsel olduğunu kabul ederek dikotomi varsayımının reddedilmesidir. Bu yaklaşımda ortaya konulan bazı değişkenler ve bu değişkenler arasındaki ilişkiler, post-Keynesyen görüşün de dayanağı olmuştur (Gurley; Shaw 1972, 86–88; Kahyaoğlu 2008, 22–23).

Gurley-Shaw analizi en genel anlamda temel bir varsayıma dayanmaktadır. Bu varsayım tasarruf sahiplerinin aynı zamanda en etkin yatırımcılar olmadıklarıdır. Başka bir deyişle, tasarruf sahipleri tasarruflarını bireysel olarak en etkin yatırımlara yönlendirmede yetersiz kalmaktadır. Bu durumun nedeni, etkin yatırımların girişimci yetenekler, bilgi ve risk alabilme kabiliyeti gibi özelliklere sahip insanlar tarafından gerçekleştirilebilmesidir. Oysa, yaklaşıma göre tasarrufu belirleyen temel etken gelirdir ve bir bireyin yüksek gelir sahibi olması tasarruflarını en etkin yatırımlara yönlendirileceği anlamına gelmemektedir (Patrick 1966, 182).

Gurley; Shaw (1955; 1957; 1960; 1967; 1972), bu yaklaşımın temel çalışmalarıdır. Bu çalışmalarda finansal aracılık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler betimsel olarak açıklanmış; hacim ve tahsis etkileri irdelenmiştir. Özellikle **Gurley; Shaw (1955)**'de iktisadî kalkınmanın finansal boyutlarına dikkat çekilmiş ve bu amaçla refah, yatırım, tasarruf, harcama ve gelir gibi değişkenler üzerinde finans kesiminin etkileri araştırılmıştır. Çalışmaya göre, GOÜ'lerde firmaların yatırımlarını finanse etmede kullandıkları içsel finansman yöntemleri, bu ülkelerdeki büyüme hızını kısıtlamaktadır. Ayrıca, yatırımların ve tasarrufların yönlendirilmesinde daha fazla kurumsallaşmanın

(yani finansal gelişmenin) anlamı, finans alanındaki ürünlerin farklılaşması ile sonuçlanmaktadır (Gurley; Shaw 1955, 515; 518–519). Çalışmanın finans-büyüme ilişkisine dair modeli bu literatürün temeli olmuş ve ilgili model **Cameron (1967)**'de de zımnen uyarlanarak geliştirilmiştir.

Söz konusu yaklaşımın temel çalışmalarından **Gurley; Shaw (1972)**'ye göre, finans sistemi büyüdükçe finansal araçların niceliği ve niteliği artmakta (yani finansal gelişme gerçekleşmekte); bu surette, ekonomi finans sisteminin işlevlerinden daha fazla yararlanmaktadır. Çalışmada finans sisteminin işlevlerinin artmasından kasıt, para arzının içselleştirilerek ekonomide para stokunun koşullara göre esnekliğinin sağlanmasıdır. Ayrıca çalışmada finansal kapasitenin toplam talebin belirleyicisi olduğu da iddia edilmiştir (Kahyaoğlu 2008, 23).

Patrick (1966)'ya göre, **Gurley; Shaw (1955)**'i destekler nitelikte, finansal varlıklar ve yükümlülükler ile reel sermaye stoku arasındaki ilişkiler iktisadî kalkınma açısından önemlidir. Nitekim, finans sistemi finansal varlık ve yükümlülükleri kontrol etme/yönlendirme, bunların artış hızını belirleme ve etkin kullanımını/tahsisini sağlama, tasarruf yapanların ve girişimcilerin temel aldıkları marjinal getiri oranlarını eşitleme suretiyle iktisadî kalkınmada önemli bir rol üstlenebilir. Finans sisteminin gelişmesi, daha fazla tasarruf ve yatırım yapılması ve üreticilerin daha iyi çalışması yönünde bir etki yaratarak büyümenin hızlanmasında da etken olur. Belirtilen ilişkilerin kuvvetlenmesi ise, finans sisteminin gelişmesini ve daha iyi bir alt yapı ile tesisini gerektirir. Tam tersine, finans sistemi geri kalmış bir ekonomide, arzu edilen büyüme hızına ulaşmak zorlaşır (Patrick 1966, 177; 182; 185).

Gurley-Shaw yaklaşımının önemli bir iddiası da, uluslararası finans kuruluşlarının GOÜ'lere uygulamak istediği finansal politikaların klasik, neo-klasik (özellikle monetarist ve yeni klasik) argümanlar çerçevesinde ve bu argümanlara bağlı olarak para arzının dışsallığı varsayımı altında dizayn edilmesidir. Oysa, Gurley-Shaw yaklaşımına göre para arzı içseldir ve uluslararası finans kuruluşlarının önerdiği politikalar, GOÜ'leri finansal krizlere daha yatkın hale getirmektedir (Kahyaoğlu 2008, 23). Belirtilenlerden yola çıkılarak Gurley-Shaw yaklaşımının finansal gelişmeyi önemli

bulduğu; ancak, finansal gelişmeye yönelik politikaların doğru varsayımlar altında yapılması gerektiği sonucuna ulaşılabilir.

III.2. MCKİNNON-SHAW YAKLAŞIMINDA FİNANS SİSTEMİ VE EKONOMİK BÜYÜME

Finansal serbestleşme okulu olarak da bilinen McKinnon-Shaw (M-S) ekolü, neo-klasik paradigmaya özgü görüş, koyut ve hipotezleri içeren; neo-klasik iktisadın politika önerilerini büyük ölçüde benimseyen; ancak, bazı açılardan eleştiren; para ile finans ekonomisi hakkında genel bir teori geliştirmeye çalışan bir yaklaşımdır. Yaklaşımın çıkış noktası finansal baskı politikalarının özellikle GOÜ'lerdeki olumsuz etkileri iken; amacı, finans sistemi ile ekonominin diğer sektörleri arasındaki ilişkileri ele almaktır. Nitekim, daha önceleri birçok iktisatçı tarafından finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde önemli olduğu iddia edilse de, M-S yaklaşımı bu konuda tatmin edici bir teorik çatı geliştirmiştir. Bu yaklaşım finansal baskı politikalarını savunan, Keynes'in ve Tobin'in görüşlerine getirilen bir alternatiftir ve finansal baskı politikalarının etkileri sistemik bir şekilde ele alınmıştır. Yaklaşımda temel olarak finansal baskı politikalarının GOÜ'lerde döviz kuru ve faiz oranları gibi fiyat oluşumlarını bozma suretiyle, ekonomik büyümeye ve kalkınmaya zarar verdiği iddia edilmektedir (Fry 1982, 731–732; Emek 2000, 60; 62; Kar 2001a, 85; Kahyaoğlu 2008, 21). Yaklaşım, her ne kadar Keynes ve Tobin'in önerilerine eleştirel bir bakış olsa da, belirtilen görüşlerin bazı unsurlarını da analizlerine dâhil etmiştir.

M-S yaklaşımında sermaye birikimi ve para balansları arasındaki tamamlayıcı ilişkilerden ziyade, ikâmecî ilişkiyi öneren teorik bir yapı oluşturulmaya çalışılmıştır. Yaklaşımın temel politik önerileri, finansal baskı politikalarının giderilmesi ve finansal serbestleşme ile uyumlu kalkınma stratejilerinin uygulanmasıdır. Yaklaşımda belirtilen politikalar ile GOÜ'lerde tasarrufların ve yatırımların artacağı ve ekonomik büyümenin hızlanacağı iddia edilmektedir (Kar 2001a, 85).

Bu alt bölümde M-S yaklaşımı ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır. Belirtilen amaçla öncelikle M-S yaklaşımının finansal baskı politikalarına yönelik eleştirileri ortaya konulacak; daha sonra yaklaşımın varsayım ve özellikleri açıklanacak; son olarak da yaklaşımı destekleyen literatür ele alınacaktır.

III.2.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımının Finansal Baskı Politikalarına Yönelik Eleştirileri

Finansal baskı politikalarının ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri hakkındaki temel literatür, bir ölçüde yeni klasik iktisadın argümanları çerçevesinde yorum yapan M-S yaklaşımı ve takipçileri tarafından oluşturulmuştur. M-S yaklaşımının finansal baskı konusundaki temel hipotezi, devletin finans sistemine getirdiği kısıtlamaların, GOÜ'lerdeki ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğidir. Bu alt bölümde ilgili literatürün belirtilen olumsuzluklara ilişkin temel mekanizmaları ele alınacaktır.

M-S hipotezine göre temel anlamda uygulanan bir finansal baskı politikası ekonomik performansa büyük ölçüde zarar verebilir³³. Nitekim, geniş çaplı bütçe açıklarını finanse etmeye çalışan bir hükümetin özel sektörden kendisine doğru rant aktarma amacıyla mevduat faiz oranlarına kısıtlama getirmesi, belirtilen zararın kaynağı olabilir. Söz konusu amaçla uygulanan finansal baskı politikası, yüksek/aşırı dalgalı *enflasyonun* ve düşük büyüme oranının kaynağı olabilir (Stiglitz 1998a, 9). Zira, hükümetlerin sermaye ve cari işlemler hesabının her ikisini birden istenen harcama seviyesinde tutmak istediği bir durumda, geleneksel kaynaklar konusunda bir sınırlama oluşabilir. Finansal baskı politikalarının düşük faiz oranlarıyla uygulandığı bir rejimde ve kâfi derecede kaynağın istikrarlı bir fiyat seviyesinde elde edilemediği bir durumda, kamu finansmanında zımnî ve sarıh açıklar oluşabilir ve böyle bir durumda da enflasyon oranı yükselebilir (Kar 2001a 82; Fry 1982, 732).

Fiyat istikrarsızlıklarının aşırılık gösterdiği bir ekonomide ve aksak ayarlamaların söz konusu olduğu finans piyasalarının varlığında beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon birbirinden farklı olmaktadır. Böylece, paranın getirisindeki nominal değişimlerin reel etkilerini tahmin etmek güçleşmektedir. Shaw'ın "borç aracılığı" görüşüne göre söz konusu özelliklere sahip finans piyasalarında, finansal ve fiziksel varlıkların getirilerine ilişkin bilgi eksik ve pahalıdır. Bu durumda yatırımcılar, tasarruf

³³ Stiglitz (1998a)'ya göre, finansal baskı kavramına benzetmekle birlikte, öz olarak finansal baskıdan ayrılan "ılımlı finansal kısıtlama" politikasının uygulanması, ekonomik büyümeye olumlu bir katkı sağlayabilir. Ilımlı finansal kısıtlama politikasının amacı, daha önce belirtildiği gibi, özel finans kuruluşlarından hükümete doğru rant aktarmak değil; finans sisteminin daha iyi koşullarda çalışmasını sağlamaktır. Belirtilen amaç, yine aynı çalışmaya göre, düşük ve pozitif enflasyon oranı ile gelecekte alacağı değeri kolaylıkla tahmin edilebilen reel faiz oranlarını gerektirir (Stiglitz 1998a, 9).

sahipleri ve hatta vergi toplayanlar, getiriler ve varlık edinimleri konusunda bir handikap yaşarlar (Shaw 1973, 49).

Yukarıda belirtilenlerin ışığında finansal baskı politikalarının önemli bir etkisi de *ödemeler bilançosu* ve *sermaye hareketleri* üzerindendir. Nitekim, finansal baskı politikaları dâhilinde ödemeler dengesinin sermaye hesabının dengede (veya istenilen bir seviyede) kalması için döviz kuruna yönelik müdahaleler, bir yandan sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları artırırken diğer yandan yurt içi finans sisteminin yurt dışı finans piyasalarından tecrit olmasına ve bu piyasaların hacminin diğer piyasalara kıyasla azalmasına neden olabilir. Finansal baskı politikalarının sermaye hareketleri üzerindeki etkisi ise, parasal dengesizliklere yol açma suretiyle iktisadî dalgalanmaların boyutunun ve şiddetinin artması ile kendini gösterebilir (Shaw 1973, 3–4; 213; Kahyaoğlu 2008, 26).

Finansal baskı politikalarının dış ticaret ve ödemeler bilançosu üzerindeki olumsuz etkisi, finansal derinleşmenin gerçekleşmediği bir durumda ulusal paranın resmî piyasalarda spot piyasalara göre aşırı değerlenmesinden de kaynaklanabilir. Bu durum ithalât ile tüketimi cezbederken; ihracatı, ülke içi istihdamı ve tasarrufu olumsuz etkiler. Ayrıca, finansal baskının uygulandığı bir ekonomide tasarruflara yönelik aşırı bir talep oluşabilir ve bu durumun sermaye hesabı üzerindeki etkisi olumsuz olabilir. Söz konusu olumsuzluk, yüksek maliyetli/kısa vadeli borçlanma ile kendini gösterir (Shaw 1973, 8; 13).

Döviz kurlarına yönelik müdahalenin ve bu surette uygulanan finansal baskının finansal araçlar açısından da olumsuz etkileri söz konusu olabilir. Zira, finansal baskı politikaları döviz varlıklarına belirli miktarda rezerv zorunluluğu getirebileceğinden, finansal araçlar döviz kuruna ilişkin risk yönetimine gerek duymazlar. Böylece, finansal baskının söz konusu olduğu bir ekonomide finansal araçların döviz kuruna ilişkin risk yönetim politikaları gelişmeyecek ve/veya gevşek kalacaktır (Mangır 2006, 461). Ayrıca, finansal araçlar finansal baskı politikaları ile oluşan faiz oranlarında risk almak da istemeyeceklerdir. Böylesi bir durumun nedeni, faiz oranlarına getirilen tavanın risk primini içermemesidir (Fry 1978, 465). Sonuçta, ekonomik büyümenin itici gücü olan yenilikleri uygulayacak yatırımcılar, kredi tahsisi dışında kalabilecektir.

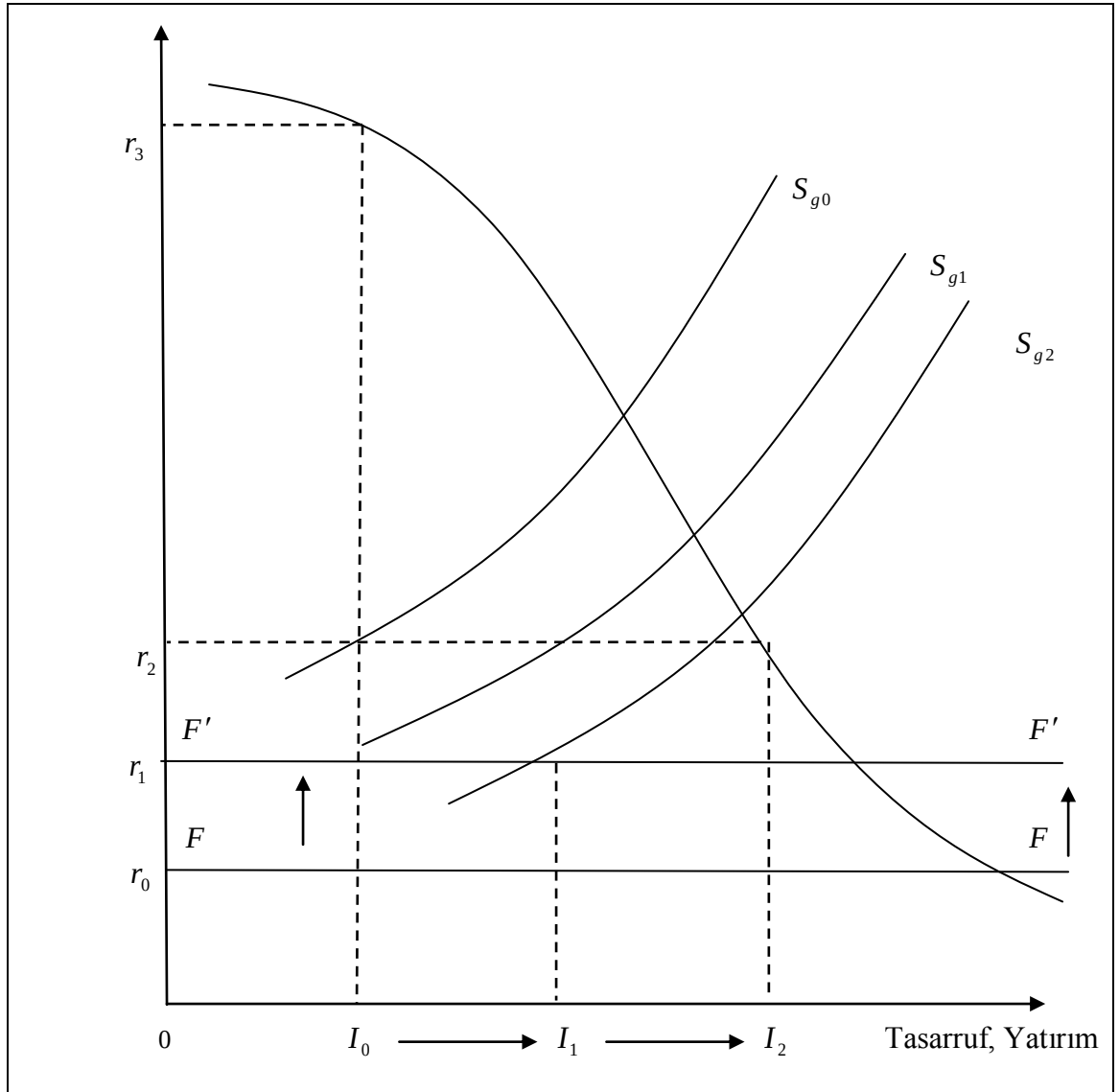
Nitekim, yenilik projelerinin riski daha yüksek olacağı için finansal araçlar yeniliklere dair yatırım projelerini finanse etmekten kaçınacaklardır. Belirtilen nedenle, finansal baskı politikaları son dönem büyüme literatüründe büyük önem atfedilen yenilikleri engelleyen bir faktör olabilecektir (Fry 1997, 758).

Finansal baskı politikalarının genel anlamda başka bir sonucu ise, devlet müdahalesinin klasikler tarafından iddia edilen doğasından kaynaklanabilir. Zira, devlet müdahalesi ile toplanan fonları *rant arayışları* çerçevesinde elde etmeye çalışanlar, elde ettikleri fonları iktisadî verimliliği düşürecek faaliyetlerde kullanabilirler. Başka bir deyişle, finansal baskının uygulandığı bir ekonomide etkinsizlik ve yozlaşma yüksek seviyede olabilir (Shaw 1973, 12; Emek 2000, 60). Rant arayışlarının verimlilik üzerindeki olumsuz etkisi ise, büyük ölçüde *bölüşüm* üzerinde görülmektedir. Başka bir deyişle, finansal baskı politikalarının yol açabileceği rant kollama faaliyetleri ekonomideki verimlilik düşüşleri vasıtasıyla gelir adaletinin bozulmasına yol açacaktır³⁴ (Emek 2000, 64).

Finansal baskı politikaları, GOÜ'lerde *yatırımlar* üzerinde de olumsuz etkilerde bulunabilir. Zira, kamu tarafından belirlenen ve bilinçli olarak piyasayı temizleyen oranın altında tutulan negatif reel getiriye sahip nominal faiz oranları, ödünç ve mevduat faiz oranları arasındaki farkın açılmasına neden olabilir. Belirtilen farkın artması ve mevduat ile ödünç faiz oranlarına getirilen tavanlar, kredi tahsisinin yatırımın beklenen verimliliği yerine işlem maliyetleri, algılanan ödememe riski, teminat kalitesi, politik etki, itibar, ödünç hacmi, ödünç veren finansal araçlardaki yetkili kişilerin gizli faydaları gibi unsurlar tarafından belirlenebilir. Bütün bunlar yatırım finansmanında daha ziyade içsel finansmanın tercih edilmesine yol açabilir. Böylece, ortalama verimliliği düşük yatırımlar finanse edilmiş olacak ve genel olarak iktisadî etkinlikten

³⁴Finansal baskı politikalarının bölüşüm üzerindeki etkileri çeşitli kanallardan gerçekleşebilir. Bunlardan ilki, tasarruflarla oluşan fon birikimini düşük maliyetli olarak modern sektörlerde kullanan üretim birimleri, finansal baskı politikaları ile oluşan yüksek ranttan haksız olarak yararlanacaklardır. GOÜ'lerdeki sektörlerin genellikle aile şirketlerinden teşkil olduğu ve hisselerin tabana yayılmadığı düşünülürse, gelir adaletsizliği daha yüksek oranda artacaktır. İkinci kanal ise, düşük maliyetli fonların yine modern sektörlerde gereğinden fazla kullanılmasının, geleneksel sektörlerdeki vasıfsız işgücü talebini ve dolayısıyla vasıfsız işgücüne ödenen ücreti düşürme suretiyle gelir adaletsizliğini derinleştirebileceği şeklindedir (Emek 2000, 64). Bunlara ilave olarak belirtilebilecek diğer bir kanal ise, kredi tayinlaması şeklinde uygulanan finansal baskı politikalarının bankacılık sisteminin oligopolistik gücünü artırabilmesi ve oluşan düşük faiz oranlarının gelir dağılımını bozabilmesidir (Galbis 1977, 70).

uzaklaşılacaktır. Belirtilenlerin yanı sıra faiz oranlarına getirilen tavanlar, küçük ölçekli borçlanmanın gerçekleşmemesine neden olacaktır. Nitekim, böylesi bir politika uygulamasında yüksek işlem maliyetleri ile ödememe riskinin artması küçük ölçekli borçlanmaya engel olacaktır (McKinnon 1973, 73; Shaw 1973, 10; Cho 1990, 477; Fry 1997, 755; Eschenbach 2004, 7; Al-Tammam 2005, 15). Belirtilenlerin görsel açıklaması aşağıdaki Grafik (3.1) vasıtasıyla yapılabilir. Grafik (3.1)'e göre, belli bir ekonomik büyüme haddinde (g_0) tasarruflar (S_{g_0}) reel faiz oranlarının pozitif fonksiyonudur. (FF) doğrusu resmi olarak belirlenmiş faiz oranını; yani, finansal baskı politikasını temsil etmektedir. Bu durumda cari yatırımlar (I_0) düzeyinde ve kısıtlı bir seviyede kalır. Söz konusu faiz tavanı sadece tasarruf sahiplerine uygulanırsa, yatırımcıların (veya borç alanların) karşı karşıya kaldıkları faiz oranı (r_3) seviyesinde olacaktır.



Grafik 3.1: M-S Yaklaşımında Faiz Tavanlarının Uygulanması Durumunda Tasarruf ve Yatırım

Kaynak: Maxwell J. Fry (1988) Money, Interest and Banking in Economic Development, Baltimore, Johns Hopkins University Press, ss. 16.

Finansal baskı politikaları yurt içi finans piyasalarının resmî (veya organize) ve organize olmayan kredi (veya yan kredi) piyasası şeklinde bölünmesine (yani ikili bir yapı göstermesine) ve bankaların ağırlık gösterdiği sıg ve yoğunlaşma oranı yüksek bir finans sistemine yol açabilir³⁵. Belirtilen sıglık bankacılık sisteminin yüksek maliyetle ve oligopolcü bir yapıda işlemesine; bunun karşılığında organize olmayan kredi

³⁵ İkili yapıya sahip bir piyasada veya ekonomide, iktisadî aktörler üretilen mallar ve üretim faktörleri için farklı fiyatlara tâbi olabilirler ve üretim sürecinde aynı teknolojiyi kullanamazlar (McKinnon 1973, 5). Böylesi bir durumun sonucu ise, iktisadî etkinliğin genel düzeyde sağlanamaması ve sonuçta büyüme hızının istenen seviyenin altında kalmasıdır.

piyasalarının önem kazanmasına yol açmaktadır. Organize olmayan kredi piyasası ise, finansal işlemlerin kısa vadeli pahalı ve istikrarsız bir şekilde yapılmasına neden olur. Ayrıca, bu piyasalar modern özellikler arz etmez, yeterli gelişme düzeyinde değildirler ve oldukça bölünmüş bir yapıya sahiptirler. Zaten, GOÜ’lerde sermaye piyasaları sermaye kıtlığından kaynaklanan yaygın ve ayrımcı politikalar nedeniyle en bölünmüş piyasalardır. Bu yüzden piyasa fiyatı etkin bir şekilde belirlenmemekte ve rekabet dengeleri oluşmamaktadır. Bütün bunların sonucu ise, ödünç verenlerin ve ödünç alanların önemli kayıplara uğramasıdır. Bu noktada, ödünç alanların uğradığı kayıplar tasarruf eğilimini azaltırken; ödünç verenlerin uğradığı kayıplar verimli yatırım olanaklarının değerlendirilmesinde güçlük yaratabilir (McKinnon 1973, 100; Shaw 1973, 8; 47–48; Cho 1990, 478; Galindo; Micco; Ordonez 2002, 2; Onur 2005, 132).

Finansal baskı uygulamaları GOÜ’lerdeki finans piyasalarının yanında reel piyasaların (özellikle de işgücü piyasalarının) da ikili (veya bölünmüş) bir yapı arz etmesine neden olabilir. Nitekim, faiz oranlarının düşük olması, yetersiz verimliliğe sahip geleneksel teknolojileri kullanan endüstrilerin finansmanını kolaylaştırabilir. Düşük faiz oranları, aynı zamanda, sermaye maliyetini de düşük tutabilir ve getirisi göreceli az olan endüstriler varlıklarını bu koşullar altında sürdürmeye devam ettirebilir. Öte yandan, daha yüksek getiriler sağlayacak modern sektör kalkınmasının daha büyük hacimde finansman gerektirmesi ve daha yüksek finansmanın tedarik maliyetinin de yüksek olması, ilgili sektörün gelişimini güçleştirebilir. Belirtilen durumun işgücü piyasasına etkisi, GOÜ’lerde daha düşük bir paya sahip olan ve finansal baskı politikalarının avantajlarından daha çok yararlanan sermaye yoğun endüstrilerdeki işgücünün daha yüksek gelir elde etmesi; ancak, GOÜ’lerde daha fazla istihdam alanı olan emek-yoğun endüstrilerde çalışan işgücünün daha düşük ücrete tâbi olmasıdır (Shaw 1973, 13; Emek 2000, 63).

M-S yaklaşımına göre, GOÜ’lerde uygulanan finansal baskı politikaları, finans piyasalarındaki *fiyat oluşumunu* da bozabilmekte ve bu surette finans sisteminin gelişmesini de engellemektedir. Zira, M-S yaklaşımına göre finansal baskı altındaki bir ekonomide tasarruf araçları gelişmez/gelişemez. Tasarruf araçlarının gelişmemesi ile tasarruf hacmi kısıtlı kalır ve kısıtlı kalan tasarrufların finansal araçlar tarafından yatırımcılara etkin tahsisi de söz konusu olmaz. Böylece, talep edenler açısından,

finansal hizmetlerin maliyetleri yüksek; nitelikleri ise, düşük düzeyde kalır. Ayrıca, finansal baskı politikaları belirsizlik oluşturabileceğinden yatırımcıların yatırım yapma istekleri azalabilir. Bu faktörlerin tümü ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilere yol açacaktır (Doğan 2002, 61; Emek 2000, 64; Mangır 2006, 461).

M-S yaklaşımına göre, finansal baskı politikalarının finans sistemindeki en önemli etkisi, faiz oranları üzerinde görülmektedir. Uygulanan baskı politikaları ile faiz oranları sunî olarak düşük düzeylerde kaldığı gibi, devlet finans sisteminde toplanan fonların tahsisini de belirlemektedir (kredi tayinlaması). Bu sürecin sonunda finans sistemi kendinden beklenen fonksiyonları yetersiz bir şekilde yerine getirmekte, toplam tasarruf hacmi düşük bir düzeyde kalmakta ve yetersiz tasarruf düzeyi rant arayışlarını güçlendirerek yolsuzluğun ve verimsiz yatırımların artışına neden olmaktadır. Belirtilen olumsuzluklar sonucunda ekonomik büyüme sekteye uğramaktadır (Shaw 1973, 8; Ghali 1999, 310; Emek 2000, 60; Galindo; Micco; Ordonez 2002, 2; Aslan; Küçükaksoy 2006, 27; Eschenbach 2004, 5).

Nitekim, M-S yaklaşımının GOÜ'lere ilişkin temel önermelerinden biri, bu ülkelerde kalkınmanın ve büyümenin önündeki en büyük engellerden birinin yatırım yetersizliği değil tasarruf yetersizliği olduğudur. Tasarruf yetersizliğinin sebebi ise, hükümetlerin daha fazla senyörj geliri elde etme adına uygulanan finansal baskı politikaları dâhilinde özellikle faiz oranlarına getirilen tavanlardır. Faiz oranlarına getirilen tavanlar enflasyon haddinin altında reel getirilere yol açmaktadır³⁶. Böylesi bir durumda, hanehalkının para tutumu azalmakta; kaynaklar bankacılık sistemi yerine verimli olmayan alanlara veya organize olmayan kredi piyasalarına³⁷ yönelmekte, yatırımların niteliği/niceliği düşmekte; yani, fon tahsisi verimsiz alanlara yapılabilmektedir (McKinnon 1973, 119; 170; Shaw 1973, 10; Eser 1996, 22; Kar 2001a, 85; Fry 1997, 755; Emek 2000, 62–63; Kar; Taş 2004, 162; 164–165). Belirtilen gelişmeler, hem tasarrufların ekonomiye

³⁶ Yukarıda belirtilen iddia ile GOÜ'lerdeki tasarruf yetersizliğini tamamen açıklamak mümkün değildir. Nitekim, literatürde GOÜ'lerdeki tasarruf yetersizliğinin açıklandığı birçok teori mevcuttur.

³⁷ Literatüre göre organize olmayan kredi piyasasındaki fon arzı organize finans sistemine göre daha fazla (en azından organize finansal araçlar kadar işlem hacmi olan) olabilir. Organize olmayan kredi piyasaları GOÜ'lerde daha önemli bir yere sahip olabilirler ve özellikle küçük işletmelerin ihtiyaçlarına daha iyi cevap verip daha etkin çalışabilirler (Shaw 1973, 135–136; Buffie 1984, 305–306; Emek 2000, 67; Kar 2001a, 91). Fry (1988), Galbis (1979), Kapur (1976) ve Mathieson (1980)'de de, yukarıda belirtilen varsayımlar çerçevesinde, resmî (organize) bankacılık sisteminin resmî (organize) olmayan finans sistemine göre aracılık hizmetlerini daha iyi yerine getirdiği iddia edilmektedir (Doğan 2002, 61).

aktarılmasında hem de organize finans sisteminin gelişmesinde bir engel teşkil edeceğinden ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki yaratabilecektir.

Yukarıda bahsedilenlerin yanında, finansal baskı politikalarının başka bir sonucu da, faiz oranları üzerine konulan tavanların ticarî bankacılık sektöründe yüksek *tekelleşme* ve *yoğunlaşma* oranlarının oluşması; bunların küçük ölçekli borç talep edenlere hizmet verme istek ve kabiliyetlerinin azalmasıdır. Ayrıca, finansal baskı politikalarına ilişkin stratejiler paraya ilişkin nominal büyüklüklerin belli bir oranda sabitlenmesi ile uygulandığından reel anlamda zaten zayıf kalmış finans sistemi, bir anlamda enflasyonla vergilendirilmiş olur. Belirtilen nedenlerle ekonomide (özellikle de GOÜ’lerde) geniş bir yer ve büyük bir önem arz eden küçük firmaların organize olmayan kredi piyasalarına (veya en kötü ihtimalde tefecilere) yönelmesine ve sonuçta etkin olmayan finansal işlemlere yol açabilecektir (McKinnon 1973, 73; Shaw 1973, 4).

Faiz tavanlarının ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisi, *tüketim* düzeyi üzerinden de gerçekleşebilir. Nitekim, finansal baskı politikaları ile faiz oranlarının reel getirisinin sıfır veya sıfırın altında kalması, zamanlar arası tüketim tercihini cari tüketim hacmini artırıp tasarruf haddini düşürerek, yatırım hacminin ve yatırım derinleşmesinin düşük düzeyde kalmasına neden olabilir. Cari tüketim hacminin artması, tasarruf hacmini, dolaylı olarak da yatırım hacmini azaltan bir faktör olarak ekonomik büyümeye engel olabilecektir (Tobin 1965, 672; Fry 1997, 755).

Faiz tavanları ile uygulanan finansal baskı politikasının ekonomik büyüme üzerindeki başka bir olumsuz etkisi de, GOÜ’lerin yapısal özelliklerinden de kaynaklanabilir. Nitekim, GOÜ’lerde düşük faiz oranları ile borç alanlar, sermaye yoğun alanlarda yatırım yapmayı tercih edebilir. Böylesi bir durumda, GOÜ’lerde geliştirilmesi gereken emek-yoğun endüstriler zayıf kalabilir. Sonuç olarak, GOÜ’lerin temel sorunlarından biri olan işsizlik çözümsüz kalabilecek ve ekonomik büyüme gelir adaletsizliğine ve özel sektörün rekabet gücünün yetersiz kalmasına bağlı mekanizmalar vasıtasıyla uzun vadede yetersiz bir gelişim gösterebilecektir.

Yukarıda belirtilenler ışığında, M-S yaklaşımı finansal baskı politikalarının ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkilerini birçok mekanizma ve değişken üzerinden

açıklamaktadır. Gerçekten de, belirtilen mekanizmaların işlemesi ekonomik büyümenin finans sisteminden yeterince destek alamamasına yol açabilecektir. Esasında, bu mekanizmalar müdahaleye ilişkin kamu başarısızlıklarına da işaret etmektedir.

III.2.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımının Finans-Büyüme İlişkisine Dair Hipotezleri

M-S yaklaşımının, daha önce de belirtildiği üzere, Keynesyen temelli devletçi/müdahaleci politikalara yönelik tepkilerin arttığı yıllarda gelişim göstermesi ve 1980’li yıllarda yeni ekonomik düzene ilişkin liberal görüşleri destekler nitelikte olması, bu yaklaşımın iktisat literatüründe revaç kazanmasına neden olmuştur. Belirtilen nedenle, literatürde finans-büyüme ilişkisini irdeleyen, M-S yaklaşımını baz alan ve bu yaklaşımı geliştiren birçok çalışma mevcuttur. Bu alt kısımda öncelikle M-S yaklaşımına ilişkin ana literatürün temel hipotezleri ele alınacak; ardından belirtilen nedenlerle revaç kazanan M-S yaklaşımını takip eden literatürün finansal gelişmelerle ilgili iddiaları ortaya konulacaktır.

III.2.2.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımına İlişkin Ana Literatürde Finans-Büyüme İlişkisi

M-S yaklaşımının öncü çalışmalarından **McKinnon (1973)**, finans-büyüme ilişkisinde arz yönlü görüşle ilişkilendirilebilecek ve büyük ölçüde finansal serbestleşmeyi telkin eden temel bir çalışmadır. McKinnon formal modellemesinde dışsal para yaklaşımını kullanırken, diğer analizlerinde içsel³⁸ para yaklaşımını kullanmaktadır. Çalışmaya göre, faiz tavanları, doğrudan kredi programları ve yüksek düzeydeki zorunlu rezervler gibi finans sisteminin işlemlerine yönelik hükümet sınırlamalarının (yani finansal baskı politikalarının), finansal derinleşmeyi ve gelişmeyi kısıtladığı iddia edilmektedir. Nitekim, McKinnon’un yaklaşımına göre finansal baskı politikaları ile yatırımların kalitesi ve niceliği olumsuz etkilenmekte; dolaylı olarak da ekonomik büyüme yavaşlamaktadır. Belirtilenlere bağlı olarak, finansal gelişmeyi sağlamış ülkelerin büyüme performansının, finans sistemi gelişmemiş ülkelere göre daha iyi olduğu da

³⁸ İçsel para, finans sistemi tarafından özel sektöre verilen ödünçle yaratılan paradır. Özel sektöre verilen borçlar, yine özel sektörden elde edilen ödünçler ile tedarik edilmektedir ve faiz oranları ile pozitif yönde ilişkilidir. Dışsal para ise, merkez bankasındaki rezervler ile dolaşımdaki paranın toplamından ibarettir ve faiz oranlarından bağımsızdır (Asomoah 2003, 6; Eschenbach 2004, 6).

iddia edilmektedir³⁹. Çalışmanın başka bir iddiası da, finansal gelişmeyi gerçekleştirmiş ülkelerdeki etkin bir gözetim ve denetim vasıtasıyla⁴⁰ fizikî sermayenin getirisi ile finansal araçların getirisinin birbirine eşitlendiği ve bu suretle ekonomideki tasarruf kaynaklarının en yüksek düzeyde reel sektöre aktarıldığıdır. Belirtilen iddia çerçevesinde reel para balanslarındaki getiri artışının sermaye derinleşmesine yol açacağı da ileri sürülmüştür. Başka bir deyişle, Tobin'in sermaye derinleşmesinin sağlanması için para arzının artırılması ve bu sayede reel para balanslarına ilişkin getirinin düşürülmesi yönündeki görüşünün aksine, McKinnon söz konusu getirinin yükseltilmesi gerektiğini iddia etmiştir (McKinnon 1973, 9; 43; 67; Kahyaoğlu 2008, 11; 25; 25–26).

M-S yaklaşımına göre, modern üretim sürecinin genel olarak önemli bir özelliği, büyük ölçekli yatırım ve buna bağlı yüksek hacimli fon tedarikini gerektirmesidir. Başka bir deyişle, modern üretim tekniğinde yatırımın bölünmezliği ilkesi geçerlidir. Bu varsayım, finans kesiminin ekonomideki ağırlığının ve hacminin artması gereğini doğurabilmektedir. Nitekim, M-S yaklaşımına göre tasarruf hacminin yükselmesi ile yatırımların kalite ve miktarının artması için finans sisteminin gelişmesi gerekmektedir. Zira, finans sisteminin ekonomide hacim kazanması, belirtilen büyük çaplı yatırımların finansmanını sağlayabilmelidir (McKinnon 1973, 12–13; 121).

Yaklaşımda belirtilen finans kesimi etkinliğinin GOÜ'lerde de önem arz ettiği; ancak, GOÜ'lerdeki organize finansal araçlar içerisinde bankacılık sisteminin daha baskın olduğu ve hisse senetleri ile bono piyasasının cüzi bir role sahip olduğu varsayılmakta ve iddia edilmektedir. Ayrıca, bu ülkelerde bankacılık sisteminin dışında, etkin olmayan ve organize olmayan kredi piyasası olarak adlandırılan başka bir finans kesimi mevcuttur. Diğer bir deyişle, finans sistemi bölünmüş bir yapı arz etmektedir ve bu yapının nedeni McKinnon'a göre hükümet politikalarıdır. GOÜ'lerdeki bölünmüş piyasaların varlığı, reel sermaye ile reel balanslar arasındaki ikâme ilişkisini, tamamlayıcı talep⁴¹ ilişkisine çevirmektedir. Belirtilen iddianın McKinnon yaklaşımının diğer bir özgün yanını oluşturduğu ve yaklaşımın özü olduğu iddia edilmektedir

³⁹ Aynı iddia Cameron (1967)'de de mevcuttur.

⁴⁰ Böylece McKinnon zımnî olarak finans sisteminde etkin bir gözetim ve denetim mekanizmasının esasında finansal gelişmenin bir unsuru olduğunu kabul etmektedir.

⁴¹ Reel sermaye ile reel balanslar arasındaki ikâme ilişkisi geleneksel portföy teorisi çerçevesinde neo-klasik yaklaşımda da iddia edilmektedir (Kahyaoğlu 2008, 25).

(McKinnon 1973, 5; 7; Bencivenga; Smith 1991, 198; Kar 2001a, 85; Eschenbach 2004, iii; Kahyaoğlu 2008, 25).

McKinnon yaklaşımında resmî (organize ve örgütlenmiş) finans sistemi kentsel, modern ve ihracata dönük sanayileri finanse etmeye odaklıdır. Ekonomide bu özellikleri taşımayan kesimler ise, aşırı faiz oranlarında organize olmayan kredi piyasasından finansman sağlamaya çalışmakta ve/veya içsel finansmanı⁴² tercih etmektedir. Esasen GOÜ'lerde ilkel sektörler ekonomide daha baskın olduğu için, organize olmayan kredi piyasasına olan talep ve dolayısıyla bu piyasanın hacmi daha fazladır. Bu noktada paranın getirisindeki artış, firmaların yatırımlarında içsel finansmanı kullanmalarını teşvik edecektir (McKinnon 1973, 10; 56; 60; Shaw 1973, 10; Kar 2001a, 85; Kar; Taş 2004, 165–166; Kahyaoğlu 2008, 26).

McKinnon'un mevduatlara ilişkin reel faiz oranlarının tasarruflar, yatırımlar ve büyüme üzerindeki etkisi iki temel varsayıma dayanmaktadır. Bunlardan birincisi, bütün iktisadî birimlerin içsel finansman olanağına sahip olmasıdır. Başka bir deyişle, firmalar birbirlerinden borçlanamamakta ve bu durumda tasarruf yapanlar ile yatırım yapanlar arasında herhangi bir ayırım söz konusu olmamaktadır. İkincisi ise, yatırım bölünmezliğinin önemli olması; yani, yatırım harcamalarının tüketim harcamalarından daha fazla dalgalı seyir izlemesidir. Bu varsayımlara ilave olarak hükümetin cari harcamalarını finanse etmede sadece vergi gelirlerini kullandığı; kamu harcaması ve vergi usulleri ile sermaye teşekkülüne etkide bulunamadığı da varsayılmaktadır (McKinnon 1973, 56; Fry 1978, 470).

Modeldeki tasarruf fonksiyonu çerçevesinde tasarruflar hem reel mevduat faiz oranlarına hem de ekonomik büyüme hızına pozitif olarak bağlıdır. Yatırımlar ise, reel-cari kredi faiz oranlarına negatif; ekonomik büyüme hızına ise, pozitif olarak bağlıdır. Ayrıca, modelde resmî olarak sabit tutulan faiz oranlarının piyasa faiz oranlarından daha

⁴² İçsel finansman (self-financing), en basit anlamda, firmaların yatırımlarını kendi girişimlerinden elde ettikleri iç tasarruflar ile yapmalarıdır. Belirtilen finansman yöntemi McKinnon'a göre sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş GOÜ'lerde büyük firmalarda dahi yoğun olarak kullanılmaktadır (Gurley; Shaw 1967, 262; McKinnon 1973, 30; 68; 99–100). Ayrıca belirtilen finansman yöntemi düşük getirili ve eski teknolojilere sahip işletmelerin varlıklarını sürdürmelerine yardımcı olmaktadır. Tam tersine finansal araçların sağlamış oldukları dışsal finansman ise, yüksek getirili ve yeni teknolojilere sahip işletmelerde daha yoğun kullanılmaktadır (Galbis 1977, 59).

düşük seviyede olduğu ve finans piyasalarında biriken kredilerin piyasa dışı tahsisat nedeniyle etkinsiz bir şekilde dağıtımının söz konusu olduğu varsayılmaktadır (McKinnon 1973, 71–77; Shaw 1973, 81–87; Fry 1997, 755; Emek 2000, 64; Eschenbach 2004, 6). Fry (1997)’ye göre, belirtilen ilişkiler ve varsayımlar M-S modelinin temel unsurlarıdır.

Yukarıda belirtilenlerin yanı sıra, **McKinnon (1973)**’de para ile fiziksel sermaye arasında ikâme ilişkisi⁴³ olduğu varsayılan neo-klasik teorinin aksine, bu ikisi arasında tamamlayıcılık ilişkisinin⁴⁴ de olabileceği iddia edilmektedir. **Molho (1986)**’ya göre de, McKinnon’un tamamlayıcılık hipotezi mevduatlarla fiziksel sermaye arasındaki zamanlar arası ilişkiyi betimlemektedir. Buna göre cari mevduat düzeyi, gelecekte yapılacak yatırımların finansmanı anlamına gelmektedir. Çalışmaya göre söz konusu ilişki, yüksek faiz oranları kısa dönemde yatırımlara olumsuz etkide bulunsada dahi, uzun dönem yatırımları teşvik edici bir unsur haline gelebilecektir (Molho 1986, 112).

Belirtilen tamamlayıcılık ilişkisi aşağıda gösterilen para talebi fonksiyonu ile açıklanabilir (McKinnon 1973, 59)⁴⁵:

$$M/P = L(Y, I/Y, d - \dot{P}^*) \quad (3.1)$$

(3.1) numaralı denklemde (L), reel para balanslarına yönelik talebi; (I/Y), yatırımların etkinliğini gösteren brüt yatırım/gelir oranını; (M), para stokunu; (P), fiyat seviyesini; (M/P), reel para stokunu (yani dolaşımdaki para ile tasarruf ve vadeli mevduatlar toplamını); (Y), brüt reel ulusal hâsılayı; (d), nominal mevduat faiz oranını; ($\dot{P}^*$), beklenen enflasyon oranını; ($d - \dot{P}^*$), mevduatların reel getirisini göstermektedir. Bu modelin temel varsayımlarından biri de, altın ve para olmak üzere iki varlığın söz konusu olmasıdır. Modelde paranın ikâmelerinin enflasyona karşı korunmayı sağlayan

⁴³ Daha önce neo-klasik iktisatla ilgili bölümde de açıklandığı üzere ikâme ilişkisinin anlamı, piyasada daha fazla reel para hacminin özel sektördeki sermaye birikimini engellemesidir (McKinnon 1973, 44).

⁴⁴ Esasında McKinnon’un görüşleri geniş bir yelpazede bir sentez oluşturma niteliğindedir. Nitekim, belirtilen tamamlayıcılık ilişkisi, Tobin’in reel sermaye ile para arasındaki görüşlerine ve portföy teorisine dayanmaktadır. Tobin’e göre de, reel sermaye ile para arasında bir “tamamlayıcılık” ilişkisi bulunmaktadır. Belirtilen tamamlayıcılık ilişkisi, sermaye birikim artış oranındaki yükselme ile gelirin yükselmesi vasıtasıyla reel balans talebini de artırmaktadır (Kahyaoğlu 2008, 25).

⁴⁵ McKinnon’un para talep fonksiyonu ve bu fonksiyonun özellikleri şu çalışmalarda da ele alınmıştır: Fry 1978, 470; Galbis 1979, 424; Fry 1982, 732–734; Kar 2001a, 86–87; Kar; Taş 2004, 166–167; Kahyaoğlu 2008, 25–26.

verimsiz varlıklar olduğu da varsayılmaktadır (Fry 1988, 88; Emek 2000, 65). Denklemdaki tüm değişkenlerin kısmî türevleri pozitif değerler almaktadır [$\partial L / \partial (I/Y) > 0$]. Bu durum, finansal baskı politikalarının uygulandığı bir ekonomide para ile fiziksel sermaye arasındaki temel tamamlayıcılığı da yansıtmaktadır. Başka bir deyişle, yatırım-getiri oranındaki bir artışa bağlı olarak gerçekleşen fizikî sermayenin ortalama getiri oranındaki bir artış, reel para balanslarına olan talebi de artıracaktır (McKinnon 1973, 59–60).

Bu denklemin neo-klasik para talebi denkleminde temel farkları, (I/Y) 'yi içermesi ve neo-klasik teoremin reel para balansları ile nominal faiz oranları arasında negatif bir ilişkiyi varsaymasıdır. Geleneksel yaklaşımda, para talebi fonksiyonuna (I/Y) yerine fiziksel sermayenin reel getirisi (r) ortalama düzeyde dâhil edilmektedir. Böylesi bir durumda fonksiyonel ilişki aşağıdaki gibidir:

$$M/P = L(Y, \bar{r}, d - \dot{P}^*) \quad (3.2)$$

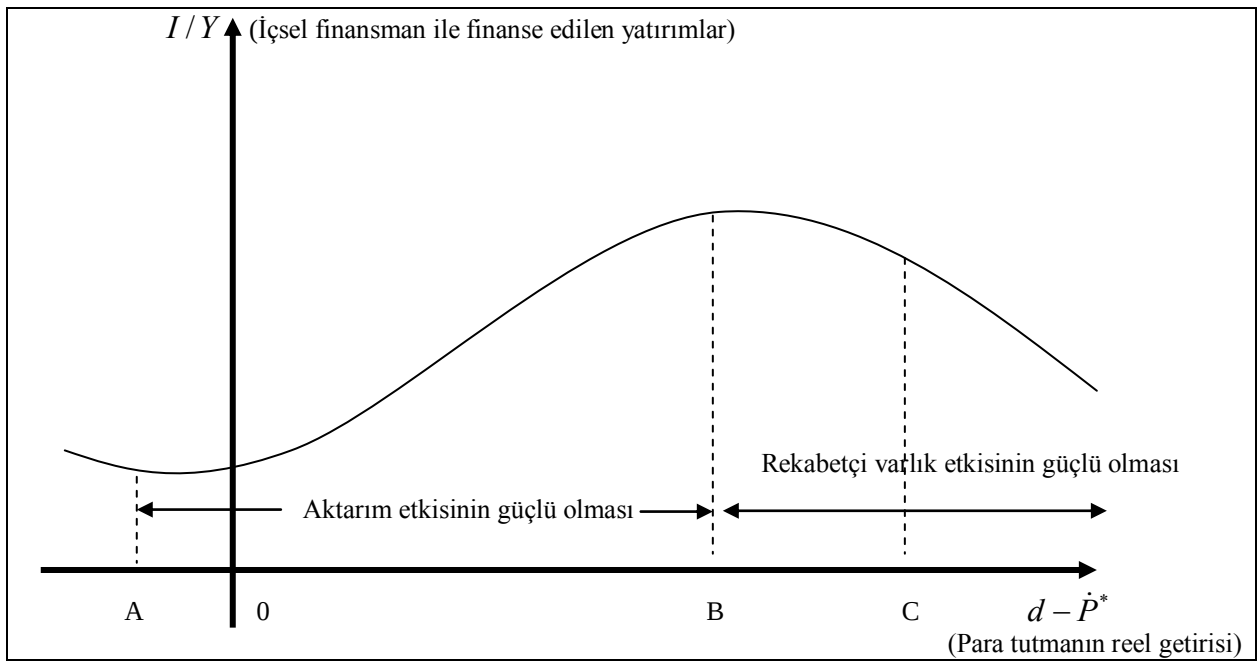
(3.2) numaralı denklemde yer alan $(\bar{r})$, sermayenin ortalama getirisini temsil etmektedir. Ayrıca, denklemdeki tüm değişkenlerin kısmî türevleri pozitiftir (yani $\frac{\partial(M/P)}{\partial(I/Y)} > 0$). Bu durumun anlamı da, para ile yatırımlar arasındaki tamamlayıcılıktır (Fry 1982, 732).

Diğer yandan para arzı ile yatırım ve tasarruf kararları arasında doğrudan bir ilişki söz konusudur. Buradan hareketle, para ile sermaye arasındaki çift yönlü tamamlayıcılık, yatırım fonksiyonu dâhilinde aşağıdaki gibi gösterilebilir (McKinnon 1973, 60):

$$I/Y = F(\bar{r}, d - \dot{P}^*) \quad (3.3)$$

(3.3) numaralı denklemin $(\bar{r})$ 'ye göre birinci türevi, pozitif (yani $\frac{\partial(I/Y)}{\partial(\bar{r})} > 0$) iken; $(d - \dot{P}^*)$ 'ye göre birinci türevi pozitif veya negatif değerler alabilmekte ve sonuçta bir belirsizlik söz konusu olmaktadır. Böylesi bir belirsizliğin nedeni ve türev sonucu

oluşan negatif veya pozitif değer, para ve fiziksel sermaye arasındaki neo-klasik yaklaşımda ileri sürülen geleneksel “rekabetçi varlık etkisine (competing asset effect)” veya McKinnon’un “aktarım etkisine (conduit effect)” bağlıdır. McKinnon’un aktarım etkisi, reel para stoku (M/P) ile reel faiz oranları ($d - \dot{P}^*$) ve daha sonrasında reel faiz oranlarının etkilediği yatırım hâsıla oranı arasındaki ilişkiyi betimlemektedir. Para tutma arzusu reel getirilere bağlıdır: pozitif bir reel getiri, stok bir değer olarak paranın öneminden dolayı yatırım/tasarruf eğilimini de artırabilecektir. Elde para tutmanın cazibesi yüksek olduğunda reel getiri değişkenine ilişkin kısmî türev pozitif olacaktır. Başka bir deyişle, herhangi bir gelir seviyesinde arzulanan sermaye birikim oranı arttığında reel para balanslarının gelire oranı da artacaktır (McKinnon 1973, 57; 60–61; Kar 2001a, 87). Belirtilen etkiler Grafik 3.2’deki gibi görsel olarak ortaya konulabilir.

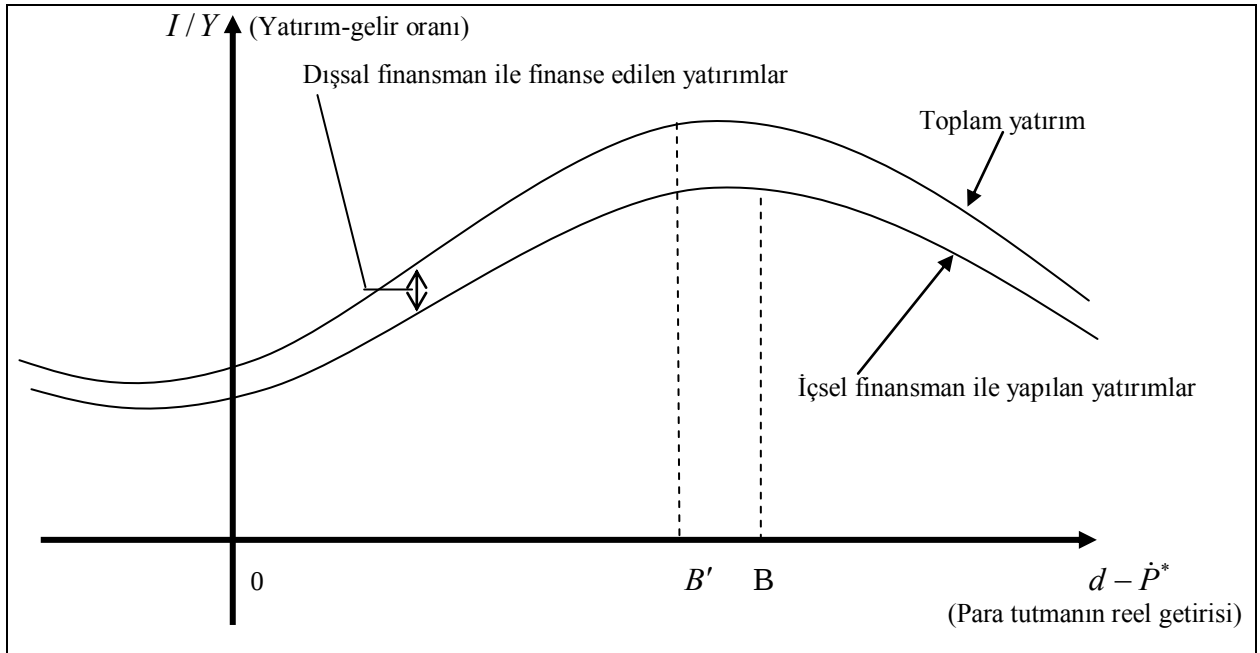


Grafik 3.2: McKinnon’a Göre İçsel finansman ile Yapılan Yatırımlar ve Para Tutmanın Reel Getirisi Arasındaki İlişkiler

Kaynak: Ronald I. McKinnon (1973), “Money and Capital in Economic Development”, Washington D. C. Brookings Institution, ss. 62.

Grafik (3.2)’de yatay eksen paranın reel getirisini; dikey eksen ise, yatırım getiri oranını göstermektedir. Grafik (3.2)’ye göre A-B aralığı, reel para stoku (M/P) ve yatırım/gelir oranı (I/Y) arasındaki aktarım etkisinden kaynaklanan tamamlayıcılık

ilişkisini göstermektedir. $(d - \dot{P}^*)$ 'nin, yani mevduatların reel getirisinin negatif olduğu durumda bile, söz konusu getirinin artması içsel finansman ile tedarik edilen yatırımların artmasına sebep olmaktadır. Diğer taraftan, bireylerin yüksek derecede likit para balanslarından elde ettikleri getiriden daha az getiri sağlayan parasal olmayan varlıkları talep etmemeleri ve paranın getirisinin pozitif olması nedeniyle, rekabetçi varlık etkisi sosyal açıdan israfı önleyecek şekilde işlemektedir (McKinnon 1973, 62). McKinnon'un belirtilen analizi dışsal finansmanı da içerecek şekilde genişletilebilir. Grafik 3.3'de söz konusu durum gösterilmektedir.



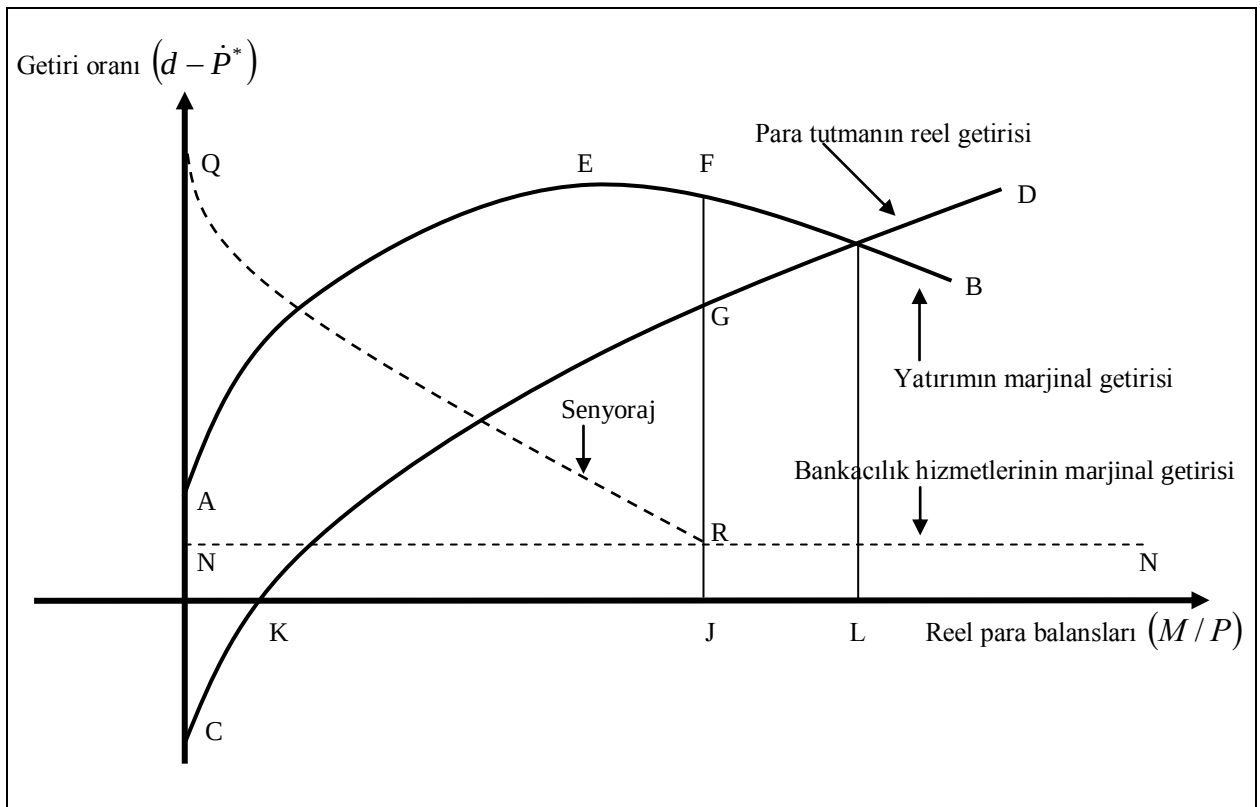
Grafik 3.3: McKinnon'a Göre İçsel ve Dışsal Finansman ile Yapılan Yatırımlar ve Para Tutmanın Reel Getirisi Arasındaki İlişkiler

Kaynak: Ronald I. McKinnon (1973), "Money and Capital in Economic Development", Washington D. C. Brookings Institution, ss. 66.

Grafik (3.3)'den de görüleceği üzere toplam yatırımlar da, mevduatların reel getirisi $(d - \dot{P}^*)$ ile pozitif yönde ilişkilidir. Toplam yatırımları ve içsel finansman ile yapılan yatırımları temsil eden iki çizgi arasındaki aralığın artması, daha önce borç vermekten kaçınanların doğrudan finansman ile yatırımları finanse etmeye başladıklarını göstermektedir. Nitekim, yatırımcıların daha fazla likidite olanağı elde etmeleri ve kaldıraç etkisinin artması ile borç alanların içsel finansman olanakları da artmakta ve bu

durumda borç verenlerin risk algılamaları düşmektedir. Yine de, daha önce olduğu gibi para tutmanın reel getirisi belli bir noktaya ulaştığında rekabetçi varlık etkisi baskın gelerek yatırım-gelir oranının düşmesine neden olacaktır (McKinnon 1973, 65).

McKinnon'a göre, parasal hizmetlerin finans kesimi tarafından optimum bir düzeyde arzı yatırımların da optimum arzında önemlidir. Söz konusu ilişkiler para tutmanın reel getirisi, yatırımların marjinal getirisi, finansal hizmetlerin marjinal getirisi ve senyoraj gelirleri üzerinden Grafik 3.4'deki gibidir.



Grafik 3.4: McKinnon'a Göre Veri Bir Gelir Seviyesinde Parasal Hizmetlerin Optimum Getirisi

Kaynak: Ronald I. McKinnon (1973), "Money and Capital in Economic Development", Washington D. C. Brookings Institution, ss. 120.

Grafik (3.4)'de yatay eksenindeki (M/P) seviyesi arttıkça, mevduat ve ödünçlerin çeşitli türlerinden elde edilen gelirin daha maliyetli bir nitelik kazanmaktadır. Diğer taraftan, (M/P) oranı arttıkça hükümetin senyoraj gelirini en yüksek düzeyde elde ettiği noktadan başlayarak temel bankacılık sisteminin sunduğu para miktarında varsayımsal

bir değişme söz konusu olmaktadır. Grafik (3.4)'de (CD) eğrisi bir bütün olarak bankacılık sistemindeki etkin gelişmeyi yansıtmak üzere reel para balansları ile paranın reel getirisi arasındaki bileşimleri göstermektedir. (CD) eğrisi üzerindeki her bir reel getiri, veri gelir seviyesine denk gelen reel para balanslarını tutmak için özel kesim talebini yansıtmaktadır. Grafik (3.4)'de yer alan kesikli (NN) eğrisi, (M/P) 'nin belli bir yüzdesi olarak ölçülen etkin genişleme yolu üzerindeki (M/P) 'yi arz etmenin marjinal maliyetini göstermektedir. Benzer şekilde kesikli (QR) eğrisi, (M/P) 'nin belli bir oranı olan senyoraj gelirini göstermektedir. Bu eğri reel balanslar düşük düzeyde iken yüksek bir seviye göstermektedir. Grafik (3.4)'de senyoraj geliri kesikli (NN) doğrusu ile (QR) eğrisi arasında kalan dikey mesafeye tekabül etmektedir. Aynı zamanda (QR) eğrisinin konumu hem bankacılık sistemindeki reel maliyetleri hem de hükümet tarafından elde edilen senyoraj gelirini göstermektedir. Grafik (3.4)'e göre banka aracılığının reel para stoku ile birlikte artması, (AB) eğrisinin (AE) 'ye karşılık gelen kısmını artıracak ve böyle bir durum ekonominin tümündeki yatırımın marjinal getirisinin yatırımlarla birlikte artmasına neden olacaktır. Başka bir deyişle, parasal sistem büyüdükçe reel getiriler yeni sermaye teşekkülü için gerekli seviyenin üzerine çıkacağından yatırımlardaki bölünmezliğin finansman açısından oluşturacağı sorunlar giderilmiş olacaktır. Ayrıca, Grafik (3.4)'e göre bankacılık hizmetlerinin marjinal maliyeti ile para tutmanın reel getirisinin toplamı yeni yatırımların marjinal getirisine eşit olana dek bankacılık sistemi büyür. Böylesi bir durumda (RJ) aralığının (GF) aralığına eşit olduğu (J) noktasında gerçekleşir ve bu noktada optimum parasallaşma söz konusudur (McKinnon 1973, 120–122).

McKinnon'a göre GOÜ'lerdeki parasal sistem açısından temel sorunlardan biri parasal hizmet arzının (J) noktasının solunda gerçekleşmesidir. Söz konusu durumun sebebi de, hükümetlerin senyoraj gelirini elde etmek istemeleridir. Parasal reformların ardından para arzının finans sisteminin gelişmesi ile içsel olması, senyoraj gelirinin de azalmasına yol açacaktır. Böylece ekonomi (K) gibi bir noktadan (J) gibi bir noktaya ulaşma olanağı kazanacaktır (McKinnon 1973, 122).

Özetle, finans-büyüme ilişkisinin ortaya konulmasında önem arz eden McKinnon modeli temel olarak aşağıda belirtilen sonuçlara sahiptir.

- Sermaye stokunun kalitesi para tutmanın reel getirisine pozitif olarak bağlıdır,
- Para balanslarına ve fiziksel sermayeye olan talep, kanal etkisinin rekabetçi varlık etkisine baskın geldiği durumda, tamamlayıcılık ilişkisine dönüşmektedir,
- Özel tasarruflar (ve yatırımlar) para tutmanın reel getirisine ve bunun istikrarına oldukça duyarlıdır,
- Yatırımların bölünmezliği azalan getiriler söz konusu olmaksızın uygun “finansal tekniklerin” kullanımı ile yatırımların artmasına vesile olabilecektir,
- Sermaye teşekkülü üzerindeki finansal baskının kaldırılması vasıtası ile iktisadî kalkınma üzerinde parasal reformların etkisi olumludur. Söz konusu parasal reformlardan kasıt, nominal faiz oranlarının piyasa koşulları dâhilinde belirlenmesini sağlamaya yönelik finansal serbestleşme politikalarıdır. Bu politikanın etkinliğinin sağlanması da, monetarist yaklaşımda tavsiye edildiği gibi, para arzındaki artış hızının belli bir disiplin ile değiştirildiği para politikası uygulamalarına bağlıdır.
- Belirtilen reformlar sonucunda başlangıçta nominal faiz oranlarının çok yüksek düzeyde seyretmesine karşın, zamanla ve aşamalı olarak makul düzeylerde oluşması halinde beklenen ve gerçekleşen enflasyon etkin bir şekilde dengelenecek ve belirsizlikten kaynaklanan sorunlar giderilecektir.
- Ayrıca yüksek faiz oranları teknik gelişmede bir itici unsur olmaktadır. (McKinnon 1973, 15; 66–67; 116).

Shaw (1973), McKinnon (1973)’den bağımsız olarak yapılan bir çalışmadır ve çalışmanın sonuçları, McKinnon (1973) ile büyük ölçüde benzeşmektedir. Çalışmada, neo-klasik ve neo-Keynesyen faiz haddi politika önerileri hakkındaki eleştirilere dayanan ve özel sektör verimli yatırımlarının finansmanında dışsal kaynakların kullanıldığı içsel bir para modeli geliştirilmiştir. Analizler daha ziyade dışa dönük finansal serbestleşme ile ilgilidir ve özellikle finansal baskı ile dış ticaret ve sermaye hareketlerinin birbirleri üzerindeki etkileri incelenmektedir. Çalışmaya göre, finansal serbestleşmenin ve gelişmenin ardından yatırımcılar ile tasarruf sahipleri arasındaki finansal aracılık genişleyecek ve finans sistemi derinleşecek; söz konusu politika sonucunda daha yüksek reel/kurumsal faiz oranları oluşacak; mevduat birikimi artacak

ve dolayısıyla finansal aracılardan ödünç verme potansiyelleri yükselecek; finansal hizmetler daha iyileşecek (yani, hanehalkının tasarruf eğilimi artacak ve yatırımcıların da reel olarak ödünç alma maliyetleri düşecek); böylece, tasarruf-yatırım isteği ve dolayısıyla yatırımların ortalama etkinliği artacak; bu surette uluslararası dolaylı sermaye hareketleri cezbedilecektir. Diğer taraftan, çalışmanın modeline göre ekonomik faaliyet düzeyine göre para stoku ne kadar yüksek olursa, bankacılık sistemi vasıtasıyla tasarruf yapanlar ile yatırım yapanlar arasındaki finansal aracılığın boyutu da o denli yüksek olacaktır⁴⁶ (Shaw 1973, 3; 9–10; 213).

Yukarıda belirtilen gelişmelerin gerçekleşmesi için, finansal baskı politikalarının terk edilmesi gerekmektedir. Zira, finansal serbestleşme politikaları gerçekleştirildiğinde ve finansal fiyatlar üzerindeki kısıtlamalar kaldırıldığında, likidite rezervi artacaktır. Örneğin, uluslararası likiditeyi sağlamaya çalışan bir merkez bankası finansal serbestleşme sonucunda yoğun müdahale uygulamalarını azaltmak zorunda kalacaktır. Ayrıca, tüm piyasalardaki alıcı ve satıcılar ticarî işlemlerine yetecek kadar gerekli kaynağı tedarik amacıyla likit varlıklarının ortalama miktarını artıracaklardır. Böylece, finansal varlıkların hacminin gelire veya fizikî varlıkların değerine olan oranı artacaktır. Söz konusu durum daha geniş bir borçlanma hacmi ve daha düşük borç verme-alma faiz marjı anlamına gelebilir (Shaw 1973, 7). Başka bir deyişle, borç alma-verme faiz marjı finansal gelişmenin bir göstergesi olabilir ve söz konusu marjın düşmesi finans piyasalarındaki işlem hacmini artıran bir faktör haline gelebilir.

Belirtilenlerin yanında, Shaw’a göre finansal serbestleşmeye tâbi tutulan bir ekonomide daha geniş bir portföy olanağı sağlanır; daha ucuz bilgilenme söz konusu olur; bölgesel sermaye piyasaları daha büyük piyasalarla bütünleşir ve yatırımlarda uzmanlaşma ve tasarrufların birleştirilmesi için yeni olanaklar doğar (Shaw 1973, 10).

Finansal serbestleşme ve buna eşlik eden politikalar gelir dağılımının iyileşmesine de yol açar. Söz konusu durumun nedeni, sermayeye göre emeğin ikâme esnekliğinin bazı GOÜ’lerde yüksek olabilmesi ve ücret haddine göre döviz kurundaki ve faiz haddindeki bir artışın hem istihdamı hem de toplam gelir içinde işgücünün payını artırmasıdır.

⁴⁶ Shaw (1973)’de belirtilen iddialar ve görüşler şu çalışmalarda da ele alınmıştır: Fry 1972, 471; Fry 1982, 732–733; Molho 1986, 91; Emek 2000, 60; Kar 2001a, 88; Eschenbach 2004, 7; Kar; Taş 2004, 167; Kahyaoglu 2008, 26.

Ayrıca, serbestleşme finans sistemi başta olmak üzere birçok alandaki tekel gücünü de kıracaktır (Shaw 1973, 11).

Tüm bunların neticesinde finans sisteminin serbestleştirilmesi ve derinleşmesi hâsıla büyümesi ve istihdama ilişkin istikrara da katkıda bulunur. Nitekim, serbestleşme sonrasında daha yüksek uluslararası rezervlerin kullanımı ile artacak daha yüksek hacimdeki tasarruf akımlarından bir kısmı belirtilen istikrarın nedenlerinden biridir. Aynı zamanda finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak döviz kurunun daha esnek olması uluslararası ticarete yaşanabilecek şokların yol açacağı sorunları hafifletebilir. Eğer cari denge ve yurt içi tasarruf akımları söz konusu işleyişe uyum gösteriyorsa, ekonomi söz konusu işleyişten kaynaklanan sorunlara karşı daha az kırılgan olacaktır. Aynı zamanda serbestleşme hükümetlerin enflasyon vasıtasıyla elde ettikleri gelire olan bağımlılıklarını azaltarak malî ve parasal disiplinin sağlanmasını kolaylaştıracaktır (Shaw 1973, 11–12).

Shaw'ın modelinde borç aracılığı görüşüne dayanan para talebi fonksiyonu denklem (3.4)'deki gibidir (Shaw 1973, 62–63):

$$D_m = I(Y_p, r_c, r, d_n, r_m, t) \quad (3.4)$$

(3.4) numaralı denklemde yer alan (D_m) , para talebini; (Y_p) , hâsıla seviyesini; (r_c) , tüketimi oranını; (d_n) , mevduatlara ilişkin nominal faiz oranını; (r_m) , para tutmanın fırsat maliyetini veya paranın reel getirisini; (r) , kamu borçlanmasına ve fiziksel refaha ilişkin faiz oranını; (t) , teknolojik gelişmelerin para talebi üzerindeki teşvik edici unsurunu göstermektedir. Söz konusu denklem Fry (1982)'de $M/P = L(Y, v, d - \dot{P}^*)$ formuyla ele alınmıştır. Denklemde bulunan ve McKinnon para talebi fonksiyonundaki $\left[\frac{I}{Y}\right]$ değişkeninin yerini alan (r_m) , para tutmanın alternatif maliyetlerine ilişkin vektörü temsil etmektedir. Ayrıca, (Y_p) , (r_m) ve (t) ile para talebi arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Belirtilen para talebi fonksiyonunun McKinnon'un temel aldığı para talebi fonksiyonundan farkı, reel faiz oranlarına ilişkindir. McKinnon'un temel aldığı fonksiyonda reel faiz oranı, mevduatlara ilişkin reel faiz oranıdır. Shaw'ın temel aldığı

fonksiyonda ise, reel faiz oranı tüm finansal varlıkları kapsamaktadır (Shaw 1973, 62–63; Fry 1978, 466). Bu açıdan Shaw'ın modeli farklı finansal araçların getirisini içerebilmesi açısından McKinnon'un kurduğu modele göre daha kapsamlıdır.

McKinnon ve Shaw'ın çalışmaları esasında aynı sonuçlara sahip olsa da varsayımsal açılardan bazı farklılıklar arz etmektedir. McKinnon modelinde iktisadî birimlerin içsel finansman yapma olanağının kısıtlı olduğu ve yatırımların bölünmezlik ilkesinin önemli olduğu varsayılmaktadır. Ayrıca, McKinnon'un modelinde tasarruf yapanlar (hanehalkı) ile yatırım yapanlar (firmalar) arasında bir farklılık söz konusu değildir. Bir yatırımcı yatırımlarını finanse etmede mevduatlara veya diğer finansal araçlara yönelebilir. Modelde yatırımcılar finans sisteminden yatırımlarını finanse etmek için kaynak elde edemez ise, finansman dışsal para modeline dönüşebilmektedir. Belirtilen yönüyle McKinnon'un neo-klasik iktisadın dışsal para yaklaşımını benimsemediği görülmektedir. Belirtilenlerin yanı sıra, Shaw, McKinnon'un aksine para ile sermaye arasında bir tamamlayıcılık ilişkisi öngörmemektedir. Böylesi bir durumun sebebi, yatırımcıların içsel finansman yapmalarının kısıtlanmamış olmasıdır. Başka bir deyişle, Shaw'ın modeli açık bir içsel para yaklaşımıdır. Belirtilen varsayımsal farklılıkların yanı sıra, McKinnon modeli daha çok GOÜ'lere yönelik çıkarımlarda bulunurken; Shaw'ın modeli gelişmiş finans sistemlerine sahip GÜ'ler üzerinde durmaktadır (Fry 1982, 734; Kar 2001a, 89; Eschenbach 2004, 7; Kar; Taş 2004, 167).

Belirtilen farklılıklar yanında, Shaw'ın modelinde finans sisteminin finansal aracılık işlevine McKinnon modeline göre daha fazla önem verilmektedir. Böylece Shaw bir borç-aracılık analizi geliştirmiştir. Ayrıca, Shaw'ın para talebi fonksiyonu McKinnon'un kullanmış olduğu fonksiyondaki $\left(\frac{I}{Y}\right)$ değişkeni yerine para tutmanın fırsat maliyetini kullanması açısından da farklılık göstermektedir (Shaw 1973, 47; Kahyaoğlu 2008, 26).

Her ne kadar literatürde genel olarak McKinnon ve Shaw modellerinin birbirinden farklı özelliklere sahip olduğu iddia edilse de, her iki modelin birbirleri ile büyük ölçüde uyumunu iddia eden çalışmalar da mevcuttur. Nitekim, **Molho (1986)**'da McKinnon'un tamamlayıcılık hipotezinin, içsel finansman ile finanse edilen yatırımları

teşvik etmede mevduatların önemine dikkat çektiği; buna mukabil, Shaw'ın borç aracılığı görüşünün ise, finansal araçların borç verme gücünün artmasında mevduat birikiminin rolü ile finansal derinleşmenin ve dışsal finansmanın önemi üzerinde durduğu iddia edilmektedir. Sonuç olarak çalışmada, yatırım projesinin kısmen firmaların öz kaynakları ile kısmen de dış finansmanla tedarik edilmesi nedeniyle McKinnon ve Shaw yaklaşımlarının birbirinin tamamlayıcısı olduğu ileri sürülmektedir (Molho 1986, 111).

III.2.2.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Teorik Literatürde Finans-Büyüme İlişkisi

Daha önce de belirtildiği üzere M-S ekolü finans-büyüme ilişkisinde öncü ve ana literatürde yerini almış; daha sonra belirtilen ekol çerçevesinde M-S ekolünü destekleyen ve geliştiren birçok çalışma yapılmıştır. Bu alt kısımda M-S ekolünü takip eden çalışmaların finansal serbestleşmeye ve finansal gelişmeye ilişkin hipotezleri ele alınarak açıklanacaktır.

III.2.2.2.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Finansal Serbestleşme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

Finansal gelişme açısından da önem taşıyan finans piyasalarının serbestleşmesi GOÜ'ler açısından M-S yaklaşımının önerileri çerçevesinde gerçekleşmektedir. GOÜ'lerde finans piyasalarının serbestleşmesine, finansal gelişmenin sağlanması ve bunun da iktisadî kalkınmaya yol açacağı varsayımı altında, ayrı bir önem verilmiştir. Neticede, 1970'li yılların sonlarından ve 1980'li yılların başından itibaren GOÜ'lerdeki finans serbestleşme uygulamaları, uluslararası finans kuruluşlarının telkinleri doğrultusunda ve “Washington Uzlaşısı”⁴⁷ çerçevesinde artmıştır⁴⁸. Nitekim, belirtilen

⁴⁷ 1980'li yıllarda uluslararası finans kuruluşları tarafından gündeme getirilen Washington Uzlaşısı'nın önerileri, GOÜ'lerin dışa dönük, uluslararası ticareti esas alan ve piyasa (ve dolayısıyla rekabet ve özel girişim) tabanlı ekonomi politikalarını benimsemelerini sağlamaya yöneliktir. Belirtilen ekonomi politikaları ise, kamunun yapısal bütçe açığı vermemesi; para politikasının enflasyonu düşük ve istikrarlı düzeyde tutmaya yönelik olması; vergi tabanının geniş tutulması ve marjinal vergi oranlarının düşük seviyede kalması; kaynak tahsisinin ve fiyat oluşumunun piyasa temelli olması; endüstrilerin gelişmesi için uygulanan koruma politikalarının daha az bir destek ve dar bir zaman aralığı çerçevesinde sürdürülmesi; yabancı doğrudan sermaye yatırımlarına yönelik kısıtlamaların asgarî düzeyde tutulması;

yılların ardından finans piyasaları dünya genelinde hızla büyümüş ve bu büyüme karşısında tüm ulusal ekonomiler finans sistemlerinin hem içe hem de dışa dönük bir şekilde serbestleşmesini sağlamışlardır. Belirtilen çaba ile finans piyasalarında rekabet artmış ve rekabet artışının ulusal ekonomilere önemli etkileri söz konusu olmuştur (Özgen 1998, 3–4; Ghosh 2005, 1). Bu bölümde finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine ilişkin M-S ekolünü takip eden literatürde sunulan mekanizmalar ele alınacaktır.

Kapur (1976, 1983), Galbis (1977), Mathieson (1979, 1980)'de M-S modeli çerçevesinde finansal serbestleşmenin teorik sonuçları açık ve kapalı ekonomiler açısından matematiksel olarak değerlendirilmiştir. Bu çalışmaların ortak noktası, finansal serbestleşme sonrasında reel olarak pozitif oranlarda oluşan faiz oranlarının olumlu ve olumsuz etkilerinin tespit edilmeye çalışılmasıdır. Çalışmalarda pozitif reel faiz oranlarının sermaye hareketlerini artırarak ve ülke ekonomisini dışa açarak yatırımın miktarı ve kalitesini ve dolayısıyla büyüme hızını olumlu etkileyeceği iddia edilmektedir (Kar; Taş 2004, 167). Dikkat edileceği üzere M-S yaklaşımının takipçilerine göre finansal serbestleşmenin büyüme üzerindeki etkisi reel faiz oranları üzerinden gerçekleşmektedir. En genel anlamda M-S yaklaşımının takipçilerine göre finansal serbestleşmenin ardından artan reel faiz oranları, hanehalkının tasarruflarını da artırmaktadır. Finansal serbestleşme sonrasında hanehalkının üretken olmayan alanlarda değerlendirdikleri varlıkları, finans sisteminde değerlendirmeleri ve böylece piyasadaki kredi hacminin ve kredi tahsisindeki etkinliğin artması söz konusu olacaktır. Ayrıca, finansal serbestleşme sonrasında önemi artan organize finans piyasaları, organize olmayan finans piyasalarından daha fazla ve daha etkin aracılık hizmetleri sağlayacak ve finansal araçların ve araçların çeşidi ve kalitesi artacaktır. Finansal aracılıktaki etkinliğin artması ise, reel yatırımlardaki maliyet ve risk olgularının azalması, tasarruf

ihracat yönlü politikalara önem verilmesi şeklinde sıralanabilir. Belirtilen önerilerden ve bu çalışmanın ilgili bölümlerinden de görüleceği üzere, 1980 sonrası GÜ'lerin GOÜ'lere telkin ettiği ve GOÜ'lerin de büyük ölçüde uyguladığı kalkınma stratejisi Washington Uzlaşısı'na dayanmaktadır. Bu uzlaşısı ile GOÜ'lerin dolaylı yabancı sermaye hareketlerinden yararlanmaları finansal baskı politikalarını kaldırmaya ve finansal serbestleşmenin temel politikalarını uygulamaya bağlanmıştır (Lipsey; Courant; Ragan 1999, 754–755; Parasız 2003, 48–52; Ghosh 2005, 1).

⁴⁸ Esasen birçok iktisatçıya göre, genel olarak küreselleşmeye katılım başlı başına ülkeler arasındaki büyüme ve kalkınmışlık farkının temel nedenidir. Nitekim, Mishkin (2006)'ya göre, ilk küreselleşme dalgasında (1870–1913), küreselleşmeye katılan ülkeler ile katılmayanlar arasında önemli bir gelir farklılığı oluşmuştur (Mishkin 2006, 3–4).

ve yatırım yapanların likidite olanaklarının artması, tasarruf hacminin büyümesi yanında tasarruf hareketliliğinin hızlanması ve kolaylaşması; bu surette, firmaların içsel finansman yöntemini terk etmeleri⁴⁹, yatırımcıların yatırım yapma yönündeki isteklerinin artması ve nihaî olarak ekonomik büyümenin hızlanması anlamına gelmektedir (Shaw 1973; Cho 1990, 479; Kar 2001a, 87–89; 94; Doğan 2002, 61; Kar; Taş 2004, 180; Erim; Türk 2005, 23; Onur 2005, 130; Kahyaoğlu 2008, 27).

Yukarıda belirtilen mekanizmalara ilave olarak finansal serbestleşme sonrasında piyasaya giriş engelleri azalabilmekte ve finans piyasalarındaki rekabet artabilmektedir. Ayrıca, finansal serbestleşme politikalarının ardından finansal baskı politikalarının neden olabileceği bölünmüş piyasa yapısı (resmî-gayri resmî piyasalar; yasal-yasal olmayan piyasalar, organize-organize olmayan piyasalar) resmî, organize ve/veya yasal piyasalar lehine değişir. Söz konusu durum, bir yandan organize olmayan piyasaların organize piyasalar ile birleşmesiyle; diğer yandan da, risklerin azalması ve maliyetlerin düşmesiyle gerçekleşir. Böylece bölünmüş piyasa yapısının olumsuz etkileri de giderilebilir. Nitekim, finans sisteminde söz konusu gelişmelerle hem kısa dönemde ödünç ve mevduat faiz oranları arasındaki fark hem de bölgeler, yatırımcılar ve tasarruf sahipleri arasındaki faiz farklılıkların azalır ve sistemdeki rekabet ve derinlik artar. Böylece, finansal serbestleşme finans sisteminin kurumsal gelişimini artırır; ekonomik büyüme bu durumdan olumlu yönde etkilenir (Shaw 1973, 137; Emek 2000, 72; Delice; Doğan; Uzun 2004, 126; Kar; Taş 2004, 180; Mishkin 2007, 262).

Yukarıda belirtilen çalışmalardan **Galbis (1977)**, kurulan model itibariyle oldukça dikkat çekicidir. M-S yaklaşımı temelinde kurulan modele göre, ekonominin iki sektörden ibaret olduğu varsayılmıştır; ancak, model n sektöre kadar genişletilebilmektedir. Söz konusu modelin temel özellikleri ortaya konulduktan sonra reel faiz oranlarının yatırım etkinliği, enflasyon ve gelir dağılımı üzerindeki etkileri ile finansal kısıtlamaların doğası GOÜ'ler açısından irdelenmiştir Çalışmaya göre, finansal serbestleşme sermaye stokunun kalitesinde bir artışa neden olacağından, toplam

⁴⁹ Firmaların içsel finansman yöntemini terk etmeleri ile verimli yatırımların zamanında finansmanı sağlanacaktır. Nitekim, ekonomideki firmaların sadece içsel finansmana bağlı kalması verimsiz firmaların daha uzun yaşamasına ve/veya verimli yatırımların da daha uzun zaman zarfında yapılmasına neden olabilir. Diğer taraftan, firmaların fon piyasasında bir arz edici olduğu düşünüldüğünde faiz oranlarının finansal serbestleşme ile yükselmesi bu oranın altında getiriye sahip yatırımların finansmanını engelleyecek ve nihaî olarak iktisadî etkinlik genel olarak artacaktır.

tasarrufların reel faiz oranlarına duyarsız olması durumunda bile yüksek reel faiz oranlarının ekonomik büyümeyi teşvik edeceği iddia edilmektedir. Çalışmada ele alınan Sektör 1 yatırım getiri oranının düşük olduğu etkinliği düşük ve ilkel sektördür. Bu sektörde yatırımlar içsel finansman ile finanse edilmekte ve banka faiz oranlarının artması ile birlikte yatırımlar düşmektedir. Nitekim, belirtilen koşullar altında firmalar öz-kaynaklarını yatırım yapma yerine finans sisteminde değerlendirmektedirler. Modele göre Sektör 2, modern teknolojinin kullanıldığı ve bu nedenle yatırım getiri oranlarının daha yüksek olduğu sektördür. Bu sektörde yatırımlar bankacılık sistemi aracılığı ile finanse edilir. Ayrıca, modelde her iki sektörün de aynı malı ürettiği ve aynı fiyattan sattığı varsayılmakta ve belirtilen varsayımlar farklı teknolojilerin önemini göstermektedir. Mevduat faiz oranlarının düşük seviyede tutulduğu finansal baskı politikası sonucunda Sektör 1'den banka mevduat hacmine katkı, bu sektörün içsel finansmanı daha fazla kullanması nedeniyle daha düşük düzeyde kalmaktadır. Böylece, Sektör 2'ye piyasada verilebilecek kredi imkânı daralacak ve bu sektörün yatırım imkânı da azalacaktır. Ancak, finansal serbestleşme sonrasında mevduat faiz oranları yükseleceği için, Sektör 1'den bankacılık kesimine yönelecek fon miktarında bir artış olacak ve sektördeki firmalar artık yatırım yapmayacaktır. Sektör 2'nin kredi imkânının artması ile birlikte yatırım olanakları da artacağı için, üretim de artacaktır. Üretim sektör 2'de daha etkin bir şekilde gerçekleştirildiği için, nihaî olarak, ekonomik büyüme de hızlanacaktır (Galbis 1977, 58–64).

Galbis (1977)'de belirtilen mekanizmaları ele alan çalışmalardan **Fry (1997)**'ye göre, finansal serbestleşme sonrasında tasarruf hacminin ve hareketliliğinin artışına bağlı olarak, yatırımlar için fon olanakları ve kredi hacmi artacaktır. Artan kredi hacmi, yatırımların finansmanını da kolaylaştırarak ekonomik büyümeyi de hızlandıracaktır. Kredi hacminin artmasının yanında yüksek faiz oranları, **McKinnon (1973)**'de de iddia edildiği üzere, müteşebbislerin düşük getirili-düşük verimli yatırımlara girişmelerine engel olacak; yüksek faiz oranlarında elde ettikleri fonları ödeyebilme adına yüksek getiriye, teknolojik gelişmeye ve verimliliğe sahip yatırımlara yönelmelerine yol açacaktır. Böylece, ekonomideki ortalama yatırım verimliliği artarak büyüme hızı da artacaktır (McKinnon 1973, 15; Fry 1997, 755).

Finansal serbestleşme sonrası faiz oranlarındaki artışın sermaye verimliliğini artırması, **De Gregorio (1996)**'da da ele alınmıştır. Çalışmaya göre, borçlanmaya ilişkin kısıtlamalar ile büyüme arasındaki ilişki, kısıtlamaların tasarruf hacmi üzerindeki etkisinden ziyade sermayenin marjinal verimliliği üzerindeki etkisine bağlıdır. Finansal kısıtlamaların azaltılması; yani, finansal serbestleşme politikalarının uygulanması, beşerî sermaye birikiminin artırılmasını teşvik edebilecektir. Böylece, sermayenin marjinal verimliliği artacak ve tasarruf hacmi düşse bile ekonomik büyüme hızlanabilecektir (De Gregorio 1996, 49; 65–67).

M-S yaklaşımını teorik olarak geliştiren çalışmalardan **Mathieson (1979)**'da ise, başlangıçta kapalı ekonomide yatırımlar için banka finansmanı söz konusu iken; açık ekonomiye doğru istikrar dinamikleri ve finansal reform programlarının uygulandığı bir model geliştirilmiştir. Böylece, model finansal baskının olduğu açık ekonomiye doğru genişletilmiştir. Bu çalışmada da, uygulanan istikrar ve serbestleşme programlarının çoğunun GOÜ'lerin daha dışa açık bir ekonomik yapı kazanmasına katkıda bulunduğu iddia edilmektedir.

Cho (1990)'da ise, M-S modeli yeni-yapısalcı modellerle karşılaştırılmış ve her iki modelin esas olarak finansal serbestleşmenin metodu konusunda ayrıldığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, GOÜ'lerdeki bankaların organize finans piyasaları olduğu varsayımı altında, her iki modelin amacının bankacılık kesimi dışında resmî olmayan finans kuruluşlarının finansal serbestleşme üzerindeki önemini anlamaya yönelik olduğu iddia edilmektedir. Bunların yanında, organize finans piyasalarının organize olmayan ya da resmî olmayan piyasalardan daha fazla aracılık faaliyetleri göstermekle kalmayıp, faiz tavanlarının kaldırılması (veya faiz tavanlarının piyasa koşullarını yansıtacak düzeylere çekilmesi) halinde bankacılık sisteminin daha etkin olduğu ortaya çıkabilir. Nitekim, bankacılık sistemi uzun dönemli finansman işlemlerinde ve sahip-yönetici sorunlarının giderilmesinde daha etkin olabilir. Diğer taraftan, organize olmayan finansal araçların söz konusu yetenekleri kazanması zaman alabilir. Belirtilenler göz önüne alındığında organize finans piyasalarının organize olmayanlara göre daha etkin olduğu ortaya çıkacaktır (Cho 1990, 477–480).

M-S yaklaşımının takip eden literatürde finansal serbestleşmenin yurt dışı uygulaması olan finansal küreselleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkilere dair birçok mekanizmanın varlığından bahsedilmektedir. Bunlardan ilki, finansal küreselleşmenin yurt içindeki üretim faktör fiyatlarını yurt dışındaki fiyatlara yaklaştırması ve böylece yurt içi firmaların “net cari değer > 0 ” kriterine göre yatırım yapmalarınıdır. İkinci mekanizma ise, sermaye ve cari işlemler hesabındaki kısıtlamaların azaltılması ile mal ve hizmet ticaret hacminin artmasıdır. Nitekim, finansal küreselleşmeye yönelik politikalar küresel sermaye arzını artırma suretiyle dünya genelinde finansman olanaklarını artırabilmektedir. Zira, finansal küreselleşme ile birlikte finans sisteminin daha etkin bir şekilde çalışması ve finansal kaynakların alternatif alanlardan en verimli olanlarda kullanılması beklenmektedir. Bunların yanında, finansal küreselleşme ile GOÜ’ler, GÜ’lerde geliştirilmiş finansal araçları ve aracıları ithal edebilirler, benimseyebilirler ve kullanabilirler. Böylece, GOÜ’lerde finansman olanaklarının yanı sıra mal ve hizmet ticaretinde de bir artış yaşanır. Artan finansman olanaklarının ve dolayısıyla mal ve hizmet ticaretinin anlamı ise, ekonomik büyümenin hızlanmasıdır (Quinn 1997, 532).

Finansal küreselleşme-ekonomik büyüme ilişkisine dair başka bir mekanizma ise, finansal küreselleşmenin tasarruf sahiplerine daha geniş portföy imkânı (yani risk farklılaştırma olanağı) sağlamasıdır. Zira, yüksek getirili ancak riskli yatırımların finansmanı riskleri dağıtabilen uluslararası düzeyde bütünleşik finans piyasaları ile daha kolaylaşmaktadır. Bunun yanında, finansal küreselleşme politikalarının ardından hisse senetleri piyasasındaki aşırı dalgalanmaların uzun vadede azalabilmesi ilgili politikaların başka bir sonucudur. Belirtilenlerin genel sonucu ise, tasarruf sahiplerinin yurt içi şoklara karşı daha güvenceli bir finans sistemine sahip olmalarıdır. Böyle bir güvence, tasarruf haddini artıran ve dolayısıyla ulusal refaha olumlu katkıda bulunan bir unsurdur. Bununla birlikte, finansal küreselleşme sonrasında finansal araçların ve araçların niteliğinin ve niceliğinin iyileşmesi ile oluşan verimlilik artışı ekonomik büyümeyi yine olumlu etkileyecektir. Nitekim, ulusal finans piyasalarının uluslararası nitelik kazanması, daha hızlı finansal işlemler, daha düşük maliyetli sermaye ve finans piyasalarında artan rekabet/etkinlik ve azalan kâr marjları anlamına gelebilir. Söz konusu gelişmeler işgücü ve sermaye etkinliği ile birlikte yatırım etkinliğini de artırabilecektir. Etkin yatırımlar ise, artan getiriye sahip olacak ve ekonomideki göreceli

fiyatlar değişecektir. Böylesi bir değişme, uluslararası piyasalarda fazla talebi olan; ancak, yetersiz arzı bulunan etkin yatırımlara ilişkin varlıkların lehinde olurken; daha az talebi ve fazlaca arzı bulunan düşük etkinlikteki yatırımlara ilişkin varlıkların aleyhinde olacaktır. Belirtilen gelişmelerin genel anlamı ise, ekonomik büyümenin hızlanmasıdır (Quinn 1997, 541; Bakırtaş; Karbuz 2004, 106; Erdem 2008, 61–63).

Literatürde finansal küreselleşmenin ekonomik büyümeye olumlu bir katkısının da enflasyon üzerinden gerçekleşeceği iddia edilmektedir. Genel anlamda küreselleşme ile birlikte tüm yurt içi piyasalarda aşırı ücret düzeylerinin ve aşırı kâr marjlarının düşeceği iddia edilmektedir. Finans piyasalarının deregülasyonuna ve serbestleşmesine dayanan ticaret ve mal akışı konusundaki artan dışa açıklık, ülkeler ve bölgeler arasındaki kurumsal ve altyapısal rekabeti artıracak, fiyat seviyesi düşecek ve belirtilen koşullara uyum için hükümetlerin özellikle enflasyon konusunda daha doğru politikalar uygulamasına neden olacaktır. Nitekim, teorik ve uygulamalı çalışmalar yüksek enflasyon oranlarının küreselleşen bir dünyada ülkeler açısından bir dezavantaj olduğunu göstermektedir. Zira, uluslararası piyasalarda enflasyon kötü politikaların ve ekonomik istikrarsızlığın bir işareti olarak algılanmaktadır. Enflasyonist eğilimlerin arttığı bir ortam, küreselleşme sürecinde sermaye kaçışlarına neden olabilir. Günümüzde bir ülkeden veya bir bölgeden doğrudan veya dolaylı sermaye kaçışı, potansiyel üretim düzeyinde, hâsıla seviyesinde ve verimlilik düzeyinde bir düşüş; işsizlik seviyesinde ise, bir artış anlamına gelmektedir (Wagner; Berger 2004, 166–177; Wagner 2005, 623). Belirtilenler ışığında finansal küreselleşme, politika yapıcının enflasyonist politikalar uygulamasına engel teşkil edebilmektedir. Nitekim, enflasyonist politika uygulamaları yurt dışı finansal birimler tarafından ilgili ülkenin kötü koşulu olarak algılanacak ve böylesi bir politika tercihinde enflasyon riskine bağlı kayıplardan sakınmak adına sermaye kaçışı yaşanacaktır. Politika yapıcı, olası bir sermaye kaçışının olumsuz etkilerine maruz kalmamak için de enflasyonist politika uygulamalarından kaçınacaktır. Özetle, finansal küreselleşme ve sermaye akımları konusunda belirtilen mekanizma, enflasyonist bir ortamın ve politikanın önünde olumlu bir engel teşkil edecektir. Enflasyonun kontrol altına alınması ise, belirsizlikleri azaltma ve yatırımcı/tasarrufçu güvenini artırma kanalı ile ekonomik büyümeyi olumlu etkileyecektir.

Finansal küreselleşmenin başka bir sonucu ve faydası ise, enflasyon konusunda olduğu gibi, siyasî niteliktedir ve hükümetlerin malî ve parasal disiplin konusunda daha duyarlı hale gelmesinden kaynaklanabilir. Özellikle sermaye hesabında gerçekleştirilen serbestleşme yurt içi finansal baskı politikalarının gevşetilmesini zorunlu kılmış; böylece, bir yandan endüstriyel politikaların ve himayeci uygulamaların giderilmesine neden olmuş, diğer yandan da kamu borçlanma senetlerinin dünyada geçerli faiz oranlarından daha düşük seviyelerde sunulması ile oluşan ve bir ölçüde piyasa işleyişini bozan kamu bütçesi finansman politikaları uygulanamamıştır⁵⁰. Sonuç ise, finansal küreselleşmenin hükümetler için bütçe açıklarını kolay bir şekilde finanse etme ile ekonomik büyümeyi sağlama şeklinde açık bir değiş-tokuş oluşturmıştır (Haggard; Maxfield 1996, 35–37; Quinn 1997, 541).

Finansal küreselleşme sürecinin büyüme üzerindeki olumlu bir etkisi de, sermaye hesabındaki serbestleşmeden kaynaklanmaktadır. Sermaye hesabındaki serbestleşme ile birlikte dolaylı yabancı sermaye akımlarının yurt içi piyasalara akış olanağı sağlanır. GOÜ'lerdeki yurt içi faiz oranlarının finansal serbestleşme sonrasında yurt dışı faiz oranlarına göre daha yüksek seviyelerde olması, GÜ'lerde daha bol olan finansal sermayenin GOÜ'lere yönelmesine sebep olur. Artan finansal sermaye akımları ile ülke vatandaşları daha geniş portföy oluşturma olanağı sağlayabilecek; ülkedeki yatırım-tasarruf açığı, ödemeler bilançosu açığı ve kamu finansman açığı giderilebilecek; yatırım maliyeti (ödünç/borç faiz marjını) ve risk unsuru azalabilecek; böylece, tasarruflar daha verimli alanlara aktarılabilir. Yatırımların verimli alanlarda kullanılması, sosyal refahın olumlu yönde artırılabilen dağılımına olanak sağlayabilecektir. Ayrıca, sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile ticarî serbestleşmeye bağlı olarak artan ve karmaşıklaşan uluslararası ticaretin finansmanı kolaylaşacaktır. Bunların yanında, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile yurt içi finans sistemine yönelik yasal ve altyapı çerçevesinin iyileştirilmesi ve finans sisteminin çağdaştırılması konusunda politika yapıcıda bir motivasyon oluşabilecek; böylece, finans kurumları daha çağdaş bir yapıya ulaşacaklardır (Kar 2001a, 89; Singh 2002, 6;

⁵⁰ Haggard; Maxfield (1996)'nın belirtilen iddiası Quinn (1997)'deki uygulama sonuçları ile tezat oluşturmaktadır. Nitekim, söz konusu çalışmaya göre dışa dönük finansal serbestleşme ile hükümet harcamalarının artışı arasında pozitif bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır (Quinn 1997, 540). Belirtilen bulgu, finansal küreselleşmenin faydasına dair söz konusu mekanizmayı doğrulamamaktadır.

Chandrasekhar 2004, 1; Kar; Taş 2004, 180; Onur 2005, 131; 133–134; Mangır 2006, 461; Çıtak 2007, 186).

Sonuç olarak, M-S yaklaşımının finansal gelişme için en büyük önemi finansal serbestleşmeye atfettiği söylenebilir. Yaklaşımın finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında kurmuş olduğu mekanizmaların kanalları ise, genel olarak tam rekabet piyasası koşullarının finans sisteminde de hâkim kılınması ile oluşmaktadır. Bu modellemelerin zımnî varsayımı ise, kamu başarısızlığının oldukça olumsuz etkilere sahip olduğu; piyasa aksaklıklarının da söz konusu olmadığıdır. Belirtilen varsayımın geçerliliği ise, tartışmalıdır ve piyasa kurumlarının yeterince gelişmediği GOÜ’lerde M-S yaklaşımının mekanizmaları işlemeyebilir. M-S yaklaşımının temel olarak eleştirilecek yönü finansal serbestleşme ile finansal gelişme arasında kurmuş olduğu dolaysız bağıdır. İlerleyen bölümlerde söz konusu iddiaya yönelik eleştiriler ele alınacaktır.

III.2.2.2.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

M-S yaklaşımı ve bu yaklaşımı esas alan literatür finansal gelişmeye ayrı bir önem vermektedir. Nitekim, belirtilen literatürde büyük ölçüde finansal serbestleşme ve küreselleşme ile ilişkilendirilen finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında, aynı yönlü ve güçlü bir ilişkinin olduğu iddia edilmektedir. Bu alt bölümde öncelikle belirtilen literatür çerçevesinde alt sektörleri ile birlikte finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisini ele alan çalışmalar ve bunların hipotezleri ele alınacak; daha sonra da finans kesiminin bankacılık ve hisse senetleri piyasası olmak üzere iki kısımdan oluştuğu varsayımı ile bunların ayrı ayrı ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine değinen literatür ve bunların hipotezleri incelenecektir.

III.2.2.2.2.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Genel Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

M-S yaklaşımına göre en genel anlamda finansal aracılık faaliyetlerinin hacmi arttıkça ve böylece finansal gelişme ve derinleşme gerçekleştiğinde, risk farklılaştırma olanaklarının artmasıyla ve borçlanma konusunda ölçek ekonomilerinin söz konusu olmasıyla aracılık maliyetlerinde de azalma gerçekleşebilecek; finans sisteminin reel hacmi artacak; borç alanların ödedikleri faiz ile borç verenlerin aldıkları faiz arasındaki marj daralacak; finansal aracılarda farklı türleri için kârlı işlem alanları doğacak; organize finansal aracılar, organize olmayan finansal araçlara göre finansal işlemler konusunda daha fazla uzmanlaşacaktır. Sonuçta, finansal gelişme ve derinleşme ile birlikte finansal araçların artan çeşitliliği, tasarruf sahiplerini organize finans sistemine yöneltecektir. Böylece, finansal aracılık tasarruf sahiplerine daha yüksek faiz oranları ve daha iyi likidite ile birlikte, daha yüksek hacimde mevduat sahibi olma yönünde bir motivasyon sağlayabilecektir. Nihai olarak da, yatırım, tasarruf ve dolayısıyla ekonomik büyüme teşvik edilmiş olacaktır (Shaw 1973, 8; Akçoraoğlu 2000, 6; Kar 2001a, 89; Atamtürk 2007, 77).

Literatürde finansal gelişme sonrasında özel sektöre daha fazla kredi tahsis yapılacağı da iddia edilmektedir. Ayrıca, finansal gelişme, firmaların araştırma/geliştirme faaliyetlerini artırma, şirket kontrolünü teşvik etme, risk yönetimi sağlama, tasarrufları hareketlendirme ve işlemleri kolaylaştırma suretiyle de daha fazla kaynağın tahsis edilebilmesine olanak sağlayabilir. Bununla birlikte, gelişmemiş bir finans sistemi, kaynakların genellikle kamu girişimlerine veya kamuya yönlendirilmesine aracılık etmektedir ve bu durum neo-klasik argümanlar çerçevesinde ekonomik büyümeyi kısıtlayan bir faktör haline gelebilir (Akçoraoğlu 2000, 14).

Yukarıda belirtilen genel ilişkiler önceden beri literatürde çeşitli mekanizmalarla açıklanmaya çalışılmıştır. Örneğin **Cameron (1967)**'ye göre, finansal gelişme ile birlikte borçlanma maliyeti düşmekte ve girişimcilerin büyük çaplı yatırımları gerçekleştirme isteği artmaktadır. Ayrıca, genişleyen ve gelişmiş bir finans sisteminde ilgili iktisadî birimler, bölgeler ve zamanlar (özellikle mevsimler) arası faiz farklılıkları azalmaktadır (Eschenbach 2004, 3). Böylece ekonominin tümünde genel bir etkinlik artışı ile ekonomik büyümenin hızlanması söz konusu olmaktadır.

M-S yaklaşımına temel olabilecek çalışmalardan **Goldsmith (1969)**'a göre, yurt içi finans piyasalarının gelişmesi ile birlikte sermaye birikimindeki etkinlik de artmaktadır. Nitekim, gelişmiş bir finans sistemi fonların sosyal olarak en verimli alanlarda kullanacak yatırımcılara tahsisini ve yönlenmesini sağlamaktadır. Böylece, finansal gelişme ile kişi başına GSMH büyümesi arasında pozitif bir korelasyon oluşur. Ayrıca, finansal gelişme ile sağlanan kişi başına GSMH büyüme artışı sonrasında bir geri dönüşüm etkisi oluşarak finans piyasalarının daha fazla gelişmesi söz konusu olabilir (Goldsmith 1969, 400–448; De Gregorio 1998, 3). **Akthar (1983)**'e göre, finansal serbestleşme ve ardından gelen finansal gelişme ile birlikte artan finans kurumlarının sayısı ve çeşidi sistemdeki tekelleri kırılmasına ve daha rekabetçi bir piyasanın oluşmasına vesile olur. Rekabetçi bir piyasanın sonucu ise, ekonomik büyümenin hızlanmasıdır (Akthar 1983, 2–3).

M-S yaklaşımını takip eden çalışmalardan **King; Levine (1993b)**'ye göre, finans sisteminin gelişmesi girişimcilerin faaliyetlerini ve bu faaliyetlerin getirilerini daha iyi bir şekilde değerlendirme suretiyle ekonomik büyümeye katkıda bulunabilir. Finans sisteminin girişimcilik faaliyetlerini değerlendirmesi, yenilikçi faaliyetlerden beklenen kâr değerinin, farklılaştırma riskinin, fon birikim kaynaklarının ve girişimcilerin bizzat kendisinin araştırılması suretiyle gerçekleşir. Belirtilen mekanizmalarla gelişmiş bir finans sistemi ekonomideki verimliliğin artışında anahtar bir rol oynayabilir. Son olarak, çalışmada daha büyük, iyi işleyen ve gelişmiş bir finans sisteminin, başarılı yeniliklerin ortaya çıkma olasılığını artıracak ve bu surette ekonomik büyümenin hızlanacağı iddia edilmektedir⁵¹. Belirtilen hipotezi ile bu çalışma İBM'deki çıkarımlarla da tutarlıdır.

Rajan; Zingales (1998)'e göre, gelişmiş finans piyasaları kredi maliyetlerini azaltma suretiyle büyümeye uygun firmaların finansmanını kolaylaştırır. Büyümeye açık firmalar ise, çoğunlukla yenilikçi firmalardır. Finans sisteminin gelişmesiyle yenilikçi firmaların ekonomide daha fazla yer alması ise, ekonomik büyüme hızını artıracaktır (Rajan; Zingales 1998, 559; 584). **Pagano (1993)**'e göre, finans sisteminin gelişmesi tasarruf oranlarındaki değişmeye paralel olarak ekonomik büyümeyi olumlu bir şekilde

⁵¹ King; Levine (1993b)'de ileri sürülen görüşler şu çalışmalarda da ele alınmıştır: King; Levine 1993b, 513; 515; Fry 1997, 757–758; Eschenbach 2004, 12.

etkileyebilir. Nitekim, son dönemde gelişen büyüme literatüründe tasarruf oranları üzerinde finans sisteminin gelişmesinin çok önemli olduğu iddia edilmektedir. Ayrıca, finans sisteminin gelişmesi ekonomi üzerinde hem seviye hem de büyüme etkisine yol açmaktadır (Pagano 1993, 613; 621).

Levine (1997)'de de finans sisteminin gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu iddia edilmiş ve finans sisteminin ekonomik büyümeyi etkileme kanalları üzerinde durulmuştur. Çalışmaya göre, finans sistemi sermaye birikimi ile tasarruf haddini değiştirmek ve tasarrufları farklı teknolojilerle sermaye üreten alanlara tahsis etmek üzere iki kanaldan etkiler. Başka bir deyişle, finans sisteminin gelişmesi finansal araçların, finansal aracılardan ve finans piyasalarının niteliklerinin ve niceliklerinin iyileşmesi anlamına gelir ve belirtilen gelişme, bilgilenme ve işlem maliyetlerini azaltma suretiyle ekonomik büyümeyi olumlu bir şekilde etkilemektedir. Ayrıca, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisi finans sisteminin diğer işlevleri ile de açıklanmaktadır. Çalışmada ekonomik büyümeyi etkilediği düşünülen birçok faktörün sabit tutulması durumunda ve başlangıç şartları dâhilinde daha büyük bankalara ve daha aktif hisse senetleri piyasasına sahip ülkelerin daha hızlı büyüyebileceği de iddia edilmektedir (Levine 1997, 689; 720–721).

Rother (1999)'da ise, **Levine (1997)**'deki iddialara benzer şekilde, finans sisteminin gelişmesi finansal aracılık maliyetlerinin düşmesine neden olabilmektedir. Nitekim, finans sisteminin gelişmesi ile birlikte bankacılık sistemi finansal hizmetler konusunda tecrübe kazanır ve artan finansal hizmet arzı, finansal aracılardan arasındaki rekabetin de artmasına neden olabilir. Artan rekabet sonucu, bankaların borç ve ödünç faizleri arasındaki marj daralacaktır. Belirtilen marjın daralmasının anlamı, finansal hizmetlerin maliyetinin de azalması demektir. Özetle, finansal gelişme sonrasında gerçekleşen finansal hizmetlerin maliyetindeki azalma, daha fazla yatırım ve tasarrufla birlikte daha hızlı bir ekonomik büyümeye yol açacaktır (Rother 1999, 5–6).

Wurgler (2000)'e göre, finansal gelişme büyüyen (çağdaş) endüstrilerin finansmanını artıran, gerileyen (geleneksel) endüstrilerin finansmanını azaltan bir faktör olarak sermaye tahsisini iyileştiren bir unsurdur. Belirtilen mekanizma vasıtasıyla ve finansal

gelişme ile birlikte ekonomik büyüme de hızlanır (Wurgler 2000, 187, 209–210). Benzer şekilde daha önce de ele alınan **Galbis (1977)**'e göre finansal aracılıktaki iyileşmenin kendini reel faiz oranlarındaki artış ile göstereceği; reel faiz oranlarındaki artışın tüketimi azaltıp, yatırım için fon hacmini artıracak gibi bunları düşük getirilere sahip geleneksel sektör yatırımlarından yüksek getirilere ve modern teknolojilere sahip sektör yatırımlara yönlendireceği; sonuç olarak da ekonomik büyümede gözle görülür bir artış oluşacağı iddia edilmektedir (Galbis 1977, 59–60; 70).

Silva (2002)'ye göre, gelişmiş bir finans sistemi dışsal olarak finanse edilecek yatırım projelerinin gerçekleştirilme başarısını daha iyi değerlendirerek bu konudaki sıkıntıları azaltabileceği gibi, potansiyel borç talep edenlerin daha iyi bir şekilde izlenmesini sağlayacaktır. Gelişmiş bir finans sisteminin diğer bir anlamı ise, kredi piyasalarındaki aksaklıklarının yol açtığı konjonktürel dalgalanmaların şiddet ve boyut açısından azalması; yani, dalgalanmaların düzleşmesidir (Silva 2002, 233). Başka bir deyişle, gelişmiş bir finans sistemi ekonomik büyüme istikrarının sağlanmasında ve konjonktür hareketlerinin olumsuz etkilerinin giderilmesinde önemli faydalara sahiptir.

III.2.2.2.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Hisse senetleri Piyasasındaki Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

Bu kısımda hisse senetleri piyasasındaki gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine yönelik M-S yaklaşımı çerçevesindeki çalışmaların hipotezleri değerlendirilecektir.

Son dönem teorik literatürde hisse senetleri piyasasının gelişmesi ile uzun dönem ekonomik büyümenin hızlanacağı iddia edilmektedir. Hisse senetleri piyasası ile büyüme arasındaki ilişki, belirsizliğe sahip olmayacak bir şekilde finansal araçlar ile hisse senetleri piyasası arasındaki ilişki tarafından da etkilenebilir. Nitekim, hisse senetleri piyasası hem bilginin elde edilmesi ve dağıtılması sürecinde uzmanlaşmayı teşvik eder hem de tasarruf hareketliliğinin maliyetini düşürerek ve uzun vadeli finansman olanakları sağlayarak yatırımların gerçekleştirilmesini kolaylaştırır. Böylece, artan tasarruf oranı ile birlikte yatırımların niceliği ve niteliği de artabilir. Esasen, M-S yaklaşımında faiz oranlarının düşmesi durumunda bile belirtilen etkiler söz konusu olur.

Ancak, hisse senetleri piyasasının gelişmesi geçmiş yatırımların en kârlı alanlara yönelmesini sağlayan mekanizmanın gelişmesine de vesile olur. İyi derecede gelişmiş bir hisse senetleri piyasası, firma yöneticilerinin firma değerini maksimize etme çabası içerisinde olması durumunda, sahip ve yöneticilerin çıkarlarını özdeşleştirme yoluyla sahip-yönetici sorununu⁵² da azaltır ve şirketlerin kontrol edilmesini kolaylaştırır (Demirgüç-Kunt; Levine 1996, 230–231; Singh 1997, 774; Arestis; Demetriades; Luintel 2001, 17–19; Karagöz; Armutlu 2007, 1).

İlgili literatürdeki çalışmalardan **Cho (1986)**'da iyi işleyen bir hisse senetleri piyasasının ekonomide etkin kaynak tahsisi için önemli olduğu analitik olarak gösterilmiştir. Çalışmaya göre şirket finansmanının bankacılık kesimi yerine hisse senetleri piyasasından yapılması, bu piyasada eksik ve asimetrik bilgiden kaynaklanan ters seçim ve ahlâkî tehlike sorunlarının daha az olması nedeniyle, kaynak tahsisini daha etkin hale getirecektir (Cho 1986, 198–199).

Cho (1986)'da belirtilen iddiaların yanında, daha önce İBM ve finansal gelişmelerle ilgili bölümde ele alınan **Levine (1991)**'e göre de, firmaların verimli üretim sürecinde herhangi bir bozulma olmaksızın mülkiyet değişimine olanak sağlaması, uzun dönem finansman maliyetlerini düşürmesi ve portföy farklılaştırmasını mümkün kılması hisse senetleri piyasasının ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkilerinin kaynaklarıdır. Belirtilen kaynaklar firma etkinliğinin yükselmesine, ekonomide firmalara tahsis edilen kaynakların artmasına ve beşerî sermaye üretimine olanak sağlar; böylece ekonomik büyüme de hızlanır. Ayrıca, etkin ve gelişmiş bir hisse senetleri piyasası likidite ve verimlilik riskini azaltmaktadır. Nitekim, hisse senetleri piyasasının olmadığı (veya yetersiz gelişme seviyesinde olduğu) bir durumda riskten kaçınan yatırımcılar, firmalara özgü verimlilik şoklarından dolayı tek bir firmaya yatırım yapmaktan kaçınabileceklerdir. Böylesi bir durumda, hisse senetleri piyasası yine farklılaştırma (portföy) olanağı sağlayarak yatırımcıları belirtilen riskten koruyabilir ve beşerî sermaye yanlı yatırım yapan firmaların gelişmesine vesile olur. Belirtilen firma tipinin ekonomide ağırlık kazanması sonucunda ekonomik büyüme de hızlanır. Özetle,

⁵² Sahip-yönetici sorunu (principal-agent problem), yöneticilerin işlettikleri firmada çok küçük paya sahip hissedar olmaları (ya da hissedar olmamaları) durumunda, ilgili firmada büyük hissedarlar (yani sahipler) ile firmayı yönetenlerin aynı kişiler olmaması ile ortaya çıkar. Böylesi bir durumda, yöneticiler (hisse sahiplerinin istediği şekilde) kârı maksimize etme yerine, kendi çıkarlarına hizmet edecek firma politikalarını tercih edecekler ve sonuçta ahlâkî tehlike oluşabilecektir (Mishkin 2004, 181).

gelişmiş bir hisse senetleri piyasasının varlığı ekonomik büyüme hızını olumlu yönde etkiler. Tüm bunların yanı sıra çalışmanın modelinde, vergilendirilen veya baskı altına alınan bir finans sisteminin beşerî sermaye birikimini yavaşlatarak uzun dönem büyüme hızı üzerinde negatif bir etki yaratacağı da gösterilmiştir (Levine 1991, 1445–1448; 1453; 1459).

Kyle (1984), Holmstrom; Tirole (1993), Obstfeld (1994) ve Greenwood; Smith (1997)'da mikro temelde daha yüksek işlem hacmine sahip hisse senetleri piyasasının tasarruf hareketliliğinde oluşacak maliyetleri düşürebileceği ve bu sayede daha verimli yatırım alanlarına doğru fon akışı olacağı (yani, tasarruf hareketliliği için yeni ve etkin kanallar oluşacağı); ekonomik büyümenin de bu şekilde hızlanacağı iddia edilmektedir. Benzer şekilde **Demirgüç-Kunt; Levine (1996)**'da da tasarruf sahiplerinin portföylerini değiştirmek istemeleri halinde hisse senetlerini daha hızlı ve ucuz bir şekilde alıp satabilmeleri nedeniyle ilgili piyasalar daha az riskli ve daha cazip görülmektedir. Yatırımcılar açısından da hisse senedi piyasasının artan likiditesi yatırım yapmayı daha az riskli ve daha kârlı kıldığı için uzun dönem büyümenin itici güçlerinden biri haline gelebilecektir (Demirgüç-Kunt; Levine 1996, 229).

Bencivenga; Smith; Starr (1996)'da da Hicks'in görüşlerine dayanarak gelişmemiş hisse senetleri piyasasının söz konusu olduğu durumda sermaye mülkiyetindeki transfer işlemlerinin de yetersiz düzeyde kalacağı ve bireysel yatırımcıların çok kısa dönemler dâhilinde borçlanabileceği iddia edilmektedir. Böylesi bir durumda ise, yatırımcılar düşük verimliliğe sahip yatırımlara yöneleceklerdir. Nitekim, hisse senetleri piyasasının gelişmesi ile yatırımcılar uzun bir dönem için borçlanma imkânına sahip olurlar. Uzun dönem borçlanma imkânı ise, müteşebbislerin yatırımlarından elde edecekleri getiriyi maksimize edebilecekleri bir ortam oluşturmaktadır (Bencivenga; Smith; Starr 1996, 243).

Errunza (2001)'e göre, sermaye piyasaları geliştikçe finansal varlıkların ve kurumların niteliğinde ve niceliğinde artış olacak; dolayısıyla, likidite ve çeşitlendirme olanağı da artacaktır. Böylece finans sistemindeki ve özellikle de sermaye piyasalarındaki gelişme ülkelerdeki tasarruf ve dolayısıyla yatırımları olumlu yönde etkileyerek, ekonomik büyümenin hızlanmasına yol açacaktır (Errunza 2001, 703–704). Özetle, finans sistemi

içerisinde hisse senetleri piyasasının gelişmesi firmalara finansman olanakları konusunda avantajlar sağlayarak ekonomik büyümeyi hızlandıracağı literatürde iddia edilmektedir. Söz konusu finansman olanaklarının yanı sıra hisse senetleri piyasasının daha fazla tasarruf yapmayı desteklemesi de ekonomik büyümenin hızlanmasına vesile olacaktır.

III.2.2.2.3. McKinnon-Shaw Yaklaşımını Destekleyen Literatürde Bankacılık Sistemindeki Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

Teorik modellerde para ve bankacılık sistemi ile sermaye piyasalarının ekonomik büyüme için birbirlerine göre daha önemli olabileceğini iddia eden çalışmalar ve tartışmalar mevcuttur. Başka bir deyişle, söz konusu literatürde banka temelli ya da piyasa temelli sistemlerden birinin tek başına uygulanmasının ekonomik büyümeyi daha fazla hızlandırabileceği iddia edilmektedir (Odekon 2002, 1; 5; Onur 2005, 137–138). Özellikle, McKinnon’a göre büyük bir bankacılık sistemi firmaların ve hanehalkının gönüllü faaliyetleri vasıtasıyla ekonomide yüksek etkinlik seviyesine ulaşılmasında önemli bir role sahiptir (McKinnon 1973, 100).

Bankacılık sisteminin ekonomik büyüme açısından önemi, sistemin para yaratma gücünden kaynaklanmaktadır. Bankacılık sisteminin para yaratma gücünün artması ve yaratılan paranın yenilikçi ve üretken alanlara daha kolay bir şekilde yönlendirilmesi ekonomik büyümeyi daha fazla hızlandırabilir. Zira, kredi ve sermaye piyasalarındaki bankacılık dışı profesyonel araçlardaki niteliksel/niceliksel iyileşme bilgiyi toplama ve bilgiyi işleme sürecinin sermaye tahsisindeki etkinliğini daha fazla artırabilir ve böylece ekonomik büyümeyi hızlandırabilir (Graff; Karmann 2006, 128).

Diğer taraftan, bankacılık sisteminin diğer finansal araçlara göre, bazı özgün yanları vardır ve bunlar finans sisteminin ekonomik büyüme üzerindeki önemini etkiler. Belirtilen özgün yanlardan ilki, bankaların çok sayıda iktisadî birimden mevduat toplayabilmeleri ve iktisadî birimlerin mevduatlarını geri çekme zamanlarını doğru bir şekilde tahmin edebilmeleridir. Ayrıca, bankalar mevduatlarını geri çekmek isteyen mudiler için her daim bir miktar likit rezerv bulundurmak durumundadırlar ki, bu durum

etkin finansman için bir dezavantaj olabilir. Belirtilenlerin yanında, bankalar temel varlıklarından daha likit yükümlükler ihraç ederler. Aynı zamanda, bankacılık sistemine hükümet müdahaleleri daha kolay ve etkili olabilir. Son olarak, bankalar yatırımların içsel finansman düzeyini azaltabilirler ve böylece şirket finansmanı için daha iyi bir alternatif oluşturabilirler (Bencivenga; Smith 1991, 195–196; Arestis; Demetriades; Luintel 2001, 19; Onur 2005, 132). Bankacılık sisteminin belirtilen özellikleri genel olarak finans-büyüme ilişkisindeki mekanizmaların daha etkin işlemesine vesile olabileceği gibi, bazen de bu mekanizmanın aksamasına sebep olabilir.

Bankacılık sisteminin ekonomik büyüme üzerinde daha etkili olduğunu iddia eden çalışmalardan **Cameron (1967)**'ye göre, teknolojik yeniliklerin ortaya çıkmasında sistem önemli bir yere sahiptir. Çalışmaya göre, teknolojik yeniliklerin önemli bir kısmı bankalardan finansman sağlayabilen firmalar tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu firmaların finansman olanaklarının ve dolayısıyla teknolojik yeniliklerin artması ise, ekonomik büyümeyi hızlandıran bir faktördür (Graff; Karmann 2006, 132–133). **Da Rin; Hellmann (2002)**'de de bankalar sanayinin itici gücü olarak değerlendirilmiş ve yatırımların koordine edilmesinde bankacılık sektörünün daha fazla piyasa gücüne sahip olduğu iddia edilmiştir (Da Rin; Hellmann 2002, 389).

Finansal gelişmeyi gerçekleştirmeye yönelik M-S hipotezinde zımnen belirtilen politika önerilerinden biri, bankacılık sisteminin piyasa koşullarında (yani özel sektörün elinde) yönlendirilmesidir. Belirtilen politika önerisini destekler nitelikte **Shan; Jianhong (2006)**'ya göre, bankaların büyük ölçüde devlet mülkiyetinde olduğu GOÜ'lerde ekonomik büyüme performansının dünya geneline göre düşük düzeyde kaldığı iddia edilmektedir (Shan; Jianhong 2006, 235). Benzer bir iddia da, **La Porta; Lopez-de-Silanes; Shleifer (2002)**'de ileri sürülmektedir. Çalışmaya göre, bankaların büyük ölçüde devlet mülkiyetinde olması, daha düşük finansal gelişme, daha düşük kişi başına verimlilik ve daha düşük gelir artışı anlamına gelmektedir (La Porta; Lopez-de-Silanes; Shleifer 2002, 265). Bu çalışmaların sonuçları M-S yaklaşımının finans sistemini serbestleşme yönündeki önerileri ile tutarlılık göstermektedir.

Bankacılık sisteminin ekonomik performans üzerindeki olumlu etkilerinden biri de fiyat istikrarı kanalı ile gerçekleşmektedir. Nitekim, McKinnon (1973)'e göre bazı

GOÜ'lerdeki örneklerde fiyat istikrarının sağlanmasında bankacılık sisteminin aracılık rolünü iyi bir şekilde oynaması önem arz etmektedir. Zira, bankacılık sisteminin aracılık faaliyetlerinde iyi bir performans göstermesi fiyat istikrarını sağlamaya yönelik politikaların depresyona yol açmamasına da sebep olacaktır (McKinnon 1973, 116). Böylece, etkin bir bankacılık sisteminin varlığı ekonomik büyüme hızının gerilemesinin önleyecektir.

III.3. YENİ YAPISALCI YAKLAŞIMDA FİNANSAL GELİŞMELER VE EKONOMİK BÜYÜME

Yeni yapısalci yaklaşım, Robinson (1952)'de ileri sürülen görüşleri temel alan ve M-S hipotezine yönelik eleştirel ve talep yönlü bir bakış açısıdır. Bu yaklaşım kurumsal ve Keynesyen iktisada yakın bir perspektifte finans piyasalarını ele almaktadır. Nitekim, kurumsal iktisatta piyasaların neo-klasik paradigmada ileri sürülen özelliklere sahip olmadığı; söz konusu özelliklerin ülkelerin yapılarına göre değiştiği iddia edilmektedir. Kurumsal iktisat, özellikle neo-klasik paradigmanın piyasaların homojenliğine yönelik varsayımına karşı çıkmakta; iktisadî birimlerin homojen özelliklere sahip olmadığını ve bu yüzden fiyat oluşumu konusunda belirsizlikler doğabileceğini iddia etmektedir. Oluşan belirsizlikler ise, fiyat mekanizmasının açıklayamayacağı heterojen risk kavramının doğmasına neden olmaktadır (Tsuru 2000, 5; Thangavelu; Jiunn 2004, 247–248; Aslan; Küçükaksoy 2006, 28; Atamtürk 2007, 79).

Yeni yapısalci yaklaşımda finans kesiminin rolünün iktisadî kalkınmada önemli olduğunu kabul edilmekte; ancak, analizler finansal değişkenlere ilişkin yapısal sınırlamalar ve finansal serbestleşmenin arz ve talep yönündeki etkileri göz önünde tutularak yapılmaktadır⁵³. Başka bir deyişle, yeni yapısalci yaklaşım tasarruf ve yatırımların nasıl oluştuğunu, hangi süreçlerle tahsis edildiğini analiz etmektedir (Kar 2001a, 90; Kahyaoğlu 2008, 26). Yeni yapısalci yaklaşımın M-S yaklaşımına yönelik eleştirileri de söz konusu mekanizmaların niteliği ve derecesi üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Wai (1972), Cole; Park (1983), van Wijnbergen (1982, 1983a, 1983b), Taylor (1983), Buffie (1984), yeni yapısalci okulun teorik literatüründe önemli çalışmalardır. Bu çalışmalarda finansal serbestleşmenin faydaları konusunda önemli bir şüphe mevcuttur ve finansal serbestleşme okuluna karşı sistemli ve tutarlı eleştiriler getirilmiştir. Belirtilen çalışmalarda GOÜ'lerin geri kalma sebepleri irdelenmekte;

⁵³ Nitekim, yeni yapısalcıların analizleri iktisadî birimlerin işlemlerinin ötesine gitmekte; bu birimlerin işlettikleri üretim organizasyonlarının kendine has özellikleri ve bunların bağlı olduğu işleyiş biçimleri de incelenmektedir. Ayrıca, yeni yapısalci yaklaşımın analizlerinde çıkar çatışmaları, eksik bilgi gibi işlem maliyetleri, piyasa gücü ve farklı kurumsal davranışlar nedeniyle oluşan piyasa katılıkları da göz önünde tutulmaktadır. Belirtilenlerin yanında, yeni yapısalci yaklaşımda içsel-yapısal katılıklar ve kurumsal değişimin neden olduğu süreçler eş-anlı olarak analiz edilmektedir (Kar 2001a, 90).

sebeup olarak da piyasaların serbestleşme politikaları sonrasında etkin çalışmaması gösterilmektedir. Nitekim, belirtilen çalışmalarda finansal serbestleşmenin piyasa işleyişini etkinlikten uzaklaştırma suretiyle iktisadî kalkınmayı ve büyümeyi engellediği iddia edilmektedir (Akçoraoğlu 2000, 10; Kar; Taş 2004, 168).

Bu alt bölümde yeni yapısalci yaklaşımda ileri sürülen finans-büyüme ilişkileri ele alınacaktır. Belirtilen amaçla ilk olarak yeni yapısalci yaklaşımın M-S yaklaşımına yönelik eleştirileri ortaya konulacak; yaklaşımın temel esasları ele alınacak ve son dönem finansal gelişmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine ilişkin hipotezler bir literatür taraması ile sunulacaktır.

III.3.1. Yeni Yapısalci Yaklaşımın McKinnon-Shaw Yaklaşımına Yönelik Eleştirileri

1980’li yıllardan sonra M-S yaklaşımının (bağılantılı olarak neo-klasik okulun) telkin ve çıkarsamaları doğrultusunda finans sistemine yönelik politika uygulamalarının sonuçları oldukça tartışmalıdır. Tartışmanın önemli bir kaynağı ise, belirtilen dönemde GOÜ’lerde yaşanan gelişmeler -özellikle de finansal krizler- olmuştur. Tartışmanın diğer bir kaynağı ise, finansal serbestleşmeye ve küreselleşmeye dair politikaların, esasında ideolojik yönlerinin de olmasıdır. Bu yüzden, belirtilen politikalara yönelik eleştiriler ideolojik bakış açıları ile yapılabilmektedir. Ancak, uygulamalı çalışmalarda da finansal serbestleşmenin olumlu etkiler yaratacağı konusunda şüphe uyandıracak bulgular mevcuttur. Bu bölümde yeni yapısalci yaklaşımın ve bu yaklaşımın argümanlarını taşıyan çalışmaların M-S yaklaşımına yönelik eleştirileri ele alınacak ve böylece belirtilen yaklaşımın temel çıkış noktaları ortaya konulacaktır.

Öncelikle M-S yaklaşımın dayandığı neo-klasik okulun GOÜ’lerdeki finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisini, diğer açıklamalarında olduğu gibi ve katı varsayımları nedeniyle, oldukça mekanik bir biçimde açıkladığı yeni yapısalcılar tarafından iddia edilmektedir. Ayrıca, neo-klasik yaklaşımda yüksek faiz oranlarının doğrudan güçlü finans piyasaları oluşturacağı iddia edilmekte; ancak, ilgili mekanizma yeterince açıklanmamaktadır. Belirtilen katı varsayımlar, finansal serbestleşme okulunun, GOÜ’lerin kurumsal, yapısal, kültürel ve politik koşullarını dikkate almadan, finansal

serbestleşmeye ilişkin çıkarımlarda ve önerilerde bulunmasına neden olmaktadır (Kar; Taş 2004, 168).

Yeni yapısalci yaklaşım varsayımları açısından da M-S yaklaşımından farklılık arz etmektedir. Belirtilen farklar aşağıda sıralandığı gibidir;

- Ücretler sınıf çatışmaları vasıtasıyla dışsal veya kurumsal olarak belirlenir,
- Enflasyon sermaye ve emek sınıflarının göreceli güçlerine göre oluşur,
- Tasarruflar sadece kâr gelirine bağlıdır. Ücretler üzerinden tasarruf yapılamaz,
- Fiyat seviyesi işgücü ve işletme sermayesinin finansman maliyetlerinin üzerine konulan maliyet artı kâra göre oluşur,
- GOÜ'ler hammaddelerin, ara mallarının ve sermaye mallarının ithalâtına aşırı şekilde bağımlıdırlar (Fry 1988, 87).

Yukarıda sıralanan son iki varsayım faiz oranlarını artıracak sıkı para politikasının ve ithalât maliyetlerini artıracak bir devalüasyonun enflasyonu artırma ve aynı zamanda ekonomik büyüme hızını düşürme vasıtasıyla bir stagflasyona yol açabileceğini göstermektedir (Fry 1988, 87). Başka bir deyişle, finansal serbestleşmeye geçiş durumunda uygulanması gereken ve M-S yaklaşımı tarafından tavsiye edilen politikalar stagflasyona yol açacaktır.

Yeni yapısalci yaklaşım finansal serbestleşme okuluna yönelik eleştirilerini **Tobin (1965)**'e dayanarak da yapmaktadır. Nitekim, **Tobin (1965)**'de sermaye yoğunluk seviyesinin belirlenmesinde parasal faktörlerin rolü açıklanmaya çalışılmış ve para ile büyüme arasında analitik bir çerçeve çizilmiştir. Çalışmada kurulan model, neo-klasik büyüme kuramına ve Keynesyen likidite tercihi teorisine dayanmaktadır. Modelde geliştirilen para talebi fonksiyonuna göre, hanehalkı tasarruflarını para ve verimli sermaye malları arasında paylaştırmaktadır. Buna göre, hanehalkının sermaye mallarına yatırım yapması, parasal varlıkların faiz getirisinin sermaye malı getirisinden daha düşük olmasına bağlıdır. Sermaye mallarının getirisi faiz getirisinden büyük olduğu sürece, hanehalkı tasarruflarını sermaye mallarına yönlendirecektir. Böylece, finans sistemindeki faiz getirisinin düşük olması sermaye mallarına yapılan yatırımı artıracak ve sonuçta sosyal refah artışı ile ekonomik büyüme doğrudan hızlanacaktır. Bu nedenle,

hükümetin kredi piyasalarına müdahalesi; yani, finansal baskı politikaları gereklidir (Tobin 1965, 679; Emek 2000, 61; Eschenbach 2004, 1; Kahyaoğlu 2008, 24).

Daha önce de belirtildiği üzere, M-S yaklaşımında katî bir şekilde bankacılık dışı finans sisteminin (yani organize olmayan finans piyasalarının) etkin olmadığı iddia edilmektedir. Ancak, yeni yapısalcılara göre organize olmayan finansal araçlar organize olanlara göre daha etkin olabilirler. Belirtilen etkinliğin sebebi ise, organize olmayan finansal araçların daha atak ve rekabetçi bir yapıda faaliyetlerini yürütmeleridir. Başka bir deyişle, yeni yapısalcılara göre organize olmayan kredi piyasaları daha “serbest” koşullar altında işlediği için daha verimlidirler ve daha fazla kredi yaratma etkinliğine sahiptirler⁵⁴. Söz konusu durumun temel sebepleri ise, neo-klasiklerin varsaydıkları piyasa işleyişinin, GOÜ’lerin finans piyasalarında geçersizliği, organize olmayan kredi piyasalarının rezerv bulundurmaya yönelik kısıtlamalara tâbi olmamaları ve bu piyasaların daha rekabetçi yapılarıdır. Sonuçta, finansal serbestleşme ile organize finansal araçların piyasalarda hâkim olması faiz oranlarının artmasına, toplam kredi hacminin düşmesine, enflasyonun artmasına; yani stagflasyonist etkilere yol açabilmektedir⁵⁵ (Kar; Taş 2004, 168; Fry 1988, 88; Cho 1990, 478; Akçoraoğlu 2000, 10–11).

Yeni yapısalcı yaklaşımın M-S yaklaşımındaki iddialara ilişkin başka bir eleştirisi de, finansal serbestleşme ile enflasyon arasında kurulan bağıdır. Nitekim, neo-klasik söylem çerçevesinde ve M-S hipotezi bağlamında, GOÜ’lerde faiz oranlarının yükseltilmesinin tasarrufları artırma yönündeki olumlu etkisinden ziyade, sermaye maliyetinin artması vasıtasıyla kısa dönemde enflasyon oranını hızlandırıcı etki söz konusu olabilir. Hızlanan enflasyon haddi ise, toplam talebi daraltacak; finansal araçların reel getirilerini düşürecek; borçlanma maliyetlerini artıracak ve sonuçta ekonomik büyüme yavaşlayacaktır. Ayrıca, yüksek maliyetli borçlanmanın arz yönlü enflasyonist etkisi

⁵⁴ Yeni yapısalcı yaklaşımın belirtilen görüşü Cho (1990)’a göre uygulamalı olarak test edilmesi güç bir iddiadır. Çalışmaya göre, organize olmayan kredi piyasasındaki fon tahsisine ilişkin bilginin elde edilmesi söz konusu değildir (Cho 1990, 479).

⁵⁵ Yeni yapısalcı yaklaşımın bu iddiasına karşın Cho (1990)’a göre, organize olmayan kredi piyasaları yerel anlamda borç verir ve borç toplarlar. Ayrıca, bilgi edinme konusunda da daha dar olanaklara sahiptirler. Organize olmayan kredi piyasalarının belirtilen özellikleri fon tahsisindeki etkinliklerinin yetersiz olmasına da neden olabilir. Hatta organize olmayan finans piyasaları riskin dağıtımında yetersiz ve faiz oranlarında da yüksek risk primine sahip olabilirler. Bu nedenle, tıpkı düşük faiz oranlarında olduğu gibi, yüksek faiz oranlarının da varlığı fonların etkinsiz tahsisi söz konusu olabilir (Cho 1990, 479).

GOÜ'lerde stagflasyonist bir dinamik üretme suretiyle toplam talep cephesinde deflasyonist etkinin baskın geleceği de yeni yapısalcıların finansal serbestleşme okulunun hipotezlerine yönelik önemli bir eleştirisidir (Eser 1996, 36; Akçoraoğlu 2000, 10–11; Eschenbach 2004, 6).

Yeni yapısalcı yaklaşımın M-S okuluna yönelik eleştirilerini destekleyen başka bir çalışma da **Taylor (1983)**'dür. Çalışmada kredi stoku üzerinde mevduat faiz oranlarındaki artışın etkisi, fon kaynaklarının nereden geldiğine bağlıdır. Fonlar altın veya mücevher gibi verimli olmayan kaynaklardan ya da hisse senetleri borsasındaki kaynaklardan gelebilir. Bankalara yönelik mevduat kaynakları verimli olmayan kaynaklardan geliyorsa, verimli olmayan kullanımdan, verimli kullanıma bir geçiş söz konusu olacak ve böylece finansal serbestleşmenin kredi stokunda olumlu bir sonuç doğurmasına neden olacaktır. Nitekim, böylesi bir durumda bankaların borç verme olanağı artacak; yatırım talebi teşvik edilecek ve işletme sermayesinin maliyeti düşecektir. Diğer taraftan, yükselen mevduat faizleri borç verenleri teşvik ediyorsa veya borç verenler finansal kaynaklarını organize olmayan piyasalardan bankalara yönlendiriyorlarsa, resmî kurumların kredi tavanları veya zorunlu rezerv sınırlamaları gibi uygulamaları nedeniyle ekonomideki kredi olanakları daralabilir. Böylesi bir durumda ise, finansal serbestleşme olumsuz bir duruma yol açar; yani, fon hacmindeki azalmaya bağlı olarak yatırım olanakları ve dolayısıyla ekonomik büyüme oranı daralabilir. Ayrıca, finansal serbestleşme sonrası tasarruf yapma eğilimindeki bir artış ile meydana gelen toplam talep azalması, yatırım olanaklarındaki artışın neden olacağından daha fazla miktarda ekonominin daralmasına neden olabilir (Kar 2001a, 93).

Literatürde finansal serbestleşme ardından artan faiz oranlarına ilişkin gelir ve ikâme etkilerinin tasarruflar üzerindeki net etkisinin belirsiz olduğu iddia edilmektedir. Ayrıca, yüksek faiz oranlarının tasarruf hareketliliğini hızlandıracak yönündeki genel kanaati doğrulayacak bir bulguya ulaşmanın da güç olduğu iddia edilmektedir. Nitekim, ABD ve diğer GÜ'lere ilişkin veriler ve bulgular, faiz oranlarının tasarrufları olumlu etkilediğine ve tasarruf hareketliliğine yol açtığına yönelik şüpheyi destekler niteliktedir (Dornbush; Reynoso 1989, 205).

III.3.2. Yeni Yapısalci Yaklaşımın Unsurları ve Modelleri

Daha önce de belirtildiği üzere, yeni yapısalci görüş M-S yaklaşımından varsayımsal açıdan önemli farklar arz etmektedir. Yaklaşımın modellemelerinde reel ücret, Lewis tipi artı emek ekonomisinin varsayımlarını yansıtacak şekilde kurumsal olarak veya dışsal olarak belirlenmektedir. Modellemelerde enflasyonunun seviyesi, işgücü ve işverenlerin göreceli gücüne göre oluşmakta ve bu seviye işgücü ile ithalât maliyeti de dâhil olmak üzere işletme sermayesinin finans maliyeti ile maliyet üzerine sabit üretim fiyatlandırmasına göre oluşmaktadır. Diğer taraftan, tasarruflar sadece kâr üzerinden değil ücretler üzerinden de yapılmaktadır (van Vinjebergen 1983b, 51; Kar 2001a, 90–91).

M-S yaklaşımında olduğu gibi yeni yapısalci yaklaşımda da GOÜ’lerdeki finans piyasaları organize ve organize olmayan olmak üzere ikili bir yapıya sahiptir ve piyasadaki fonlar organize sistem ile organize olmayan sistem arasında serbestçe dolaşım görmektedir. GOÜ’lerde, fon arz ve talebi açısından gayri resmî ya da organize olmayan finansal araçlar da önemli bir role sahiptir. GOÜ’lerdeki organize olmayan finans piyasaları oldukça rekabetçi bir yapıya sahip olabilecekleri gibi organize finansal araçlara göre daha atak ve ekonomide daha yaygın olabilirler. Organize olmayan kredi piyasası, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi hızlandırıp hızlandırmamasında önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca, yaklaşımda hanehalkı varlıklarını, bankalarda mevduat, organize olmayan finans piyasalarında ve verimsiz varlıklarda (altın gibi) olmak üzere üç şekilde değerlendirdiği varsayılmaktadır. Bu açıdan da M-S modelinden varsayımsal olarak fark göstermektedir (Fry 1988, 88; Cho 1990, 478; Eser 1996, 24; Emek 2000, 65-66; Kar 2001a, 91; Doğan 2002, 62; Eschenbach 2004, 9).

Belirtilen varsayımlardan hareketle yeni yapısalci yaklaşımda kullanılan modeller M-S yaklaşımındaki modellerden farklılıklar arz etmektedir. Söz konusu farklılığı görmek için yeni yapısalci literatürde yer alan ve van Wijnbergen tarafından geliştirilen model değerlendirilebilir. Modele göre hanehalkının bir kısmının Tobin tipi portfolyo davranışına göre hareket ettiği; hanehalkının reel servetinin (W), nakitten (C^d), vadeli

mevduat (TD) ve organize olmayan kredi piyasaları veya hisse senetleri piyasası vasıtasıyla iş âlemine verilen doğrudan borçlardan (L_h) müteşekkil olduğu varsayılmaktadır. Modelin fonksiyonel çerçevesi reel terimlerle (3.5), (3.6), (3.7) ve (3.8) numaralı denklemlerde gösterildiği gibidir (van Wijnbergen 1993a, 435-437; Fry 1988, 89-91):

$$C^d = f^c(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (3.5)$$

$$TD = f^{td}(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (3.6)$$

$$L_{UMM} = f^{UMM}(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (3.7)$$

$$L_h^s = f^L(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (3.8)$$

(3.5), (3.6), (3.7) ve (3.8) numaralı denklemlerde yer alan (π), enflasyon oranını; (i), organize olmayan kredi piyasasındaki nominal faiz oranını; (r_{td}), vadeli mevduat reel faiz oranını ve (y) de gelir seviyesini göstermektedir. Denklemlere göre, veri refah seviyesinde para talep fonksiyonu ve vadeli mevduatlar gelir ile pozitif ilişkili olduğundan hanehalkının organize olmayan kredi piyasalarına fon arzı gelir ile negatif ilişkilidir. Bankalar zorunlu rezerv oranlarına ve mevduat seviyesine göre oluşan kullanılabilir rezervlerine göre iş âlemine borç (L_b^s) arz etmektedir. Bu durum (3.9) numaralı denklemdeki gibi gösterilebilir:

$$L_b^s = b(\pi, r_L)q \bullet TD \quad 0 < b < 1 \quad (3.9)$$

(3.9) numaralı denklemde yer alan (r_L) bankaların reel borç verme oranını göstermektedir. Finansal baskının uygulandığı durumda bankaların uyguladıkları faiz oranları hükümetin belirlediği ve piyasayı temizleyen oranın altındadır. Buna mukabil, organize olmayan piyasalarda uygulanan faiz oranı serbest piyasa koşullarına göre belirlendiği için, oluşan seviye piyasayı temizleme kabiliyetine sahiptir. Diğer yandan,

firmaların fon talebi (3.10) numaralı denklemde gösterildiği gibi hâsılaya ve reel ücrete bağlıdır:

$$L^d = L(w, y) \quad (3.10)$$

(3.10) numaralı denkleme göre firmaların fon talebi organize olmayan piyasa faiz oranına tam inelastiktir. Organize olmayan kredi piyasasındaki denge ise, (3.11) numaralı denklem itibarıyla oluşur:

$$f^{td}(\pi, i, r_{td}, y)W = L(w, y) - b(\pi, r_L)q \bullet f^{td}(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (3.11)$$

(3.11) numaralı denklemin türevi alındığında pozitif eğimli LM eğrisine ulaşılır. Hâsılaya ilişkin denklemin türevi alındığında ise, (3.12) numaralı IS eğrisine ilişkin denkleme ulaşılır:

$$y = A(i - \pi, y), \quad A_i < 0 \quad 0 < A_y < 1 \quad (3.12)$$

Modelin genel sonucu ise, faiz oranlarının serbestleştirilmesi durumunda, iktisadî birimler organize piyasalardaki banka mevduatlarına yatırım yapmak için organize olmayan piyasalardaki varlıkları kullanacaklardır. Organize olmayan piyasaların organize piyasalara göre daha etkin işlemesi varsayımı altında finansal serbestleşme, ekonominin genelinde de bir etkinlik azalışına yol açacaktır (van Wijnbergen 1993a, 450-451; Kar 2001a, 92).

Daha önce de incelenen ve yeni yapısalci yaklaşımın temel aldığı çalışmalardan **Taylor (1983)**'de finansal serbestleşmenin etkisini tespit etmek için tüm ekonomiyi içeren yapısal bir model oluşturulmuştur. Kurulan model büyük ölçüde van Wijnbergen (1983b)'deki modele benzemektedir. Çalışmada M-S modeline karşı geliştirilen temel argüman, krediler için uygulanan reel mevduat faiz oranındaki bir artışın etkisi büyük ölçüde mevduatın kaynağına bağlıdır. Burada mevduatın kaynağı konusunda iki alternatif söz konusudur. Mevduatların birinci kaynağı organize olmayan kredi piyasasından gelen altın veya mücevher gibi üretken olmayan varlıklardır. Bankacılık

sektörüne gelen böylesi bir kaynak, ekonomik büyümeyi olumlu etkileyebilecektir. Nitekim, böyle bir durumda bankaların kredi hacmi ile birlikte yatırım talebi teşvik edilmiş olacak ve işletme sermayesinin maliyetleri düşecektir. Öte yandan, yüksek mevduat faiz oranları tasarruf sahiplerinin varlıklarını resmî olmayan piyasalardan çekip bankalara yönelmesine sebep olursa, organize olmayan kredi piyasasında genel bir daralma yaşanabilecek ve bu durum tüm piyasaya sirayet edecektir. Piyasadaki böyle bir kredi daralmasının sebebi ise, resmî kurumlardaki rezerv zorunluluklarının veya kredi sınırlamalarının (veya tavanlarının) organize olmayan kredi piyasalarından daha yoğun bir şekilde uygulanmasıdır (Kar 2001a, 93; Emek 2000, 66; Fry 1988, 94).

Taylor (1983)'deki modelde, hisse senetleri piyasası getiri oranlarındaki bir artış, işletme sermayesinin maliyetindeki artış vasıtasıyla fiyat seviyesini de artıracaktır. Fiyat seviyesindeki artış ise, büyüme hızının düşmesine neden olacaktır. Zira, fiyatlar genel seviyesi arttığında, her ne kadar firmalar için kârlılık düzeyi artsa da, faiz oranlarındaki artışın maliyet etkisi daha fazla olacak ve yatırım düzeyi azalacaktır (Taylor 1983, 91; Kar 2001a, 93).

Daha önce bahsedildiği üzere Taylor'un modelinde iktisadî birimler üç tip varlığı ellerinde tutmaktadırlar. Bunlar banka mevduatları, hisse senetleri piyasasında firmalara verilen borçlar ve altın gibi üretken olmayan varlıklardır (Fry 1988, 94–98). Hâsıla seviyesinin mevcut sabit sermaye tarafından belirlendiği modelde parasal genişlemenin etkileri analiz edilmiştir. Modelde hâsılaya ilişkin gösterim en basit anlamda (3.13) numaralı denklemdeki gibi gösterilebilir:

$$Y = \sigma K \quad (3.13)$$

(3.12) numaralı denklemde yer alan (Y) , hâsıla seviyesini; (K) , sabit sermayeyi göstermektedir. Modelde hâsıla aynı zamanda işgücü, sermaye ve faiz maliyetlerinden müteşekkil olabilir. Böylesi bir durum (3.14) numaralı denklemdeki gibi gösterilebilir:

$$PY = (1 + i)wN + rPK \quad (3.14)$$

(3.14) numaralı denklemde yer alan (P) , fiyat seviyesini; (i) , organize olmayan kredi piyasalarındaki faiz oranını; (w) , nominal ücret haddini; (N) , emek miktarını; (r) , kâr haddini göstermektedir. Taylor'un modelinde faktörler arası ikâme söz konusu değildir. Bu nedenle işgücü kullanımı (3.15) numaralı denklemde gösterildiği gibi hâsılanın belli bir oranına karşılık gelmektedir:

$$N = \beta Y = \beta \sigma K \quad (3.15)$$

(3.15) numaralı denklem (3.14) numaralı denkleme ikâme edildiğinde ise, (3.16) numaralı denklem elde edilmektedir:

$$r = \sigma \left[\frac{1 - (1+i)w\beta}{P} \right] \quad (3.16)$$

(3.16) numaralı denklem fiyat seviyesi üzerinden ifade edilirse (3.17) numaralı denkleme ulaşılmaktadır:

$$P = \frac{\sigma w(1+i)\beta}{(\sigma - r)} \quad (3.17)$$

Taylor modelinde mal piyasasındaki denge $[C + I + G = Y]$ şeklinde gösterilmektedir. Diğer taraftan tasarruf seviyesi toplam kârın (rPK) sabit bir oranına (s) eşittir. Bu nedenle nominal terimlerle tüketim seviyesi (3.18)'de denklemde gösterildiği gibidir:

$$PC = (1+i)wN + (1-s)rPK \quad (3.18)$$

Taylor'un modelinde tasarruf/yatırım dengesi ise, (3.19) numaralı denklemdeki gibi ifade edilebilir:

$$g + \gamma\sigma - sr = 0 \quad (3.19)$$

(3.19) numaralı denklemde yer alan (g) , hâsıla büyüme oranını; (γ) , kamu harcamalarının hâsılaya oranını (yani G/Y oranını) göstermektedir. Sonuç itibariyle (3.16) ve (3.19) numaralı denklemler denge fiyat seviyesini belirler.

Diğer taraftan sermaye stokunun (veya yatırımların) büyüme hızı kâr oranı ile organize olmayan kredi piyasasındaki faiz oranları arasındaki farka bağlıdır. Bu durum reel terimlerle (3.20) numaralı denklemdeki gibi ifade edilebilir:

$$g = g_0 + h[r - (i - \pi)] \quad (3.20)$$

Son olarak fiyat seviyesi (3.21) numaralı denklemdeki gibi tekrar ifade edilebilir:

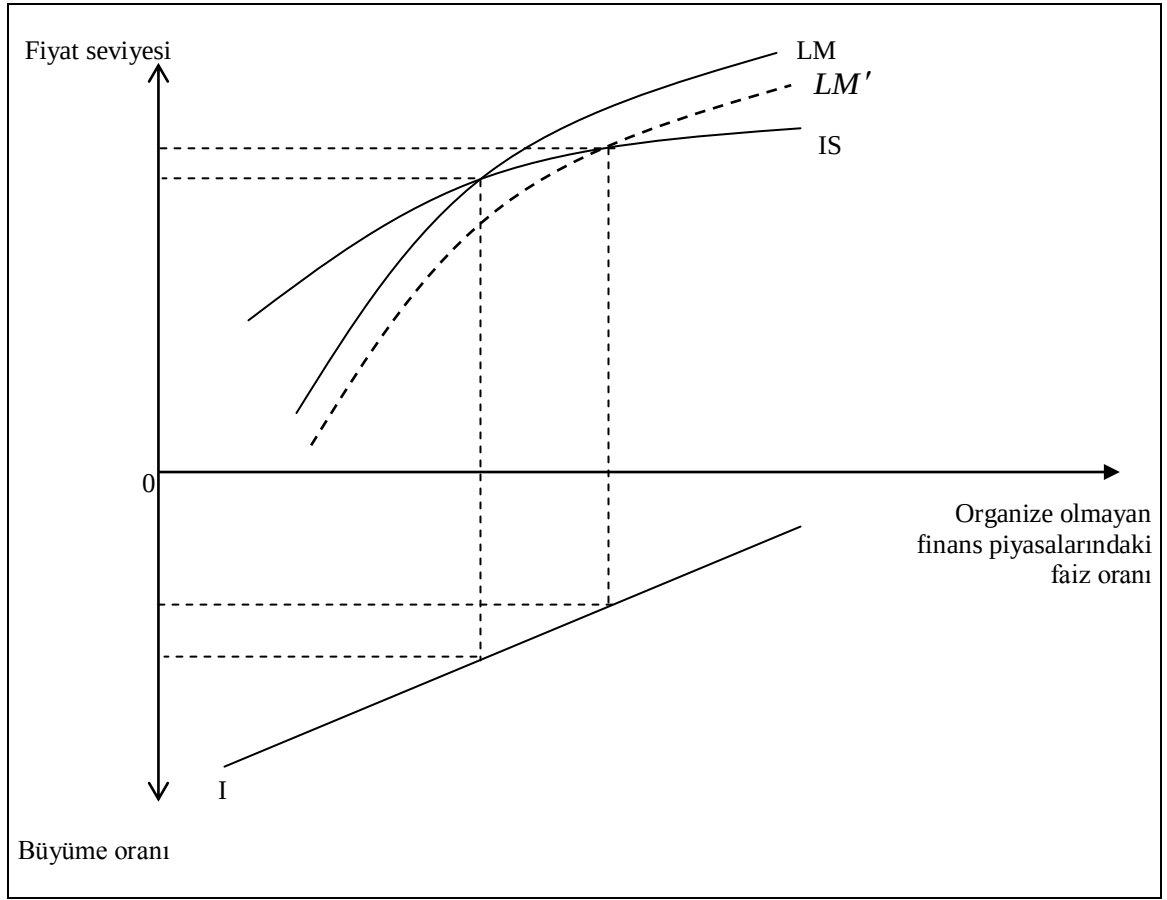
$$P = \frac{(s - h)\sigma w(1 + i)\beta}{[s - (h + \gamma)]\sigma - g_0 + h(i - \pi)} \quad (3.21)$$

(3.21) numaralı eşitlik organize olmayan kredi piyasasındaki faiz oranlarındaki bir artışın işletme sermayesine ilişkin maliyetleri artırma suretiyle fiyat seviyesini de aynı yönde etkileyeceğini; ancak, yatırım talebindeki düşüşün fiyat seviyesi üzerinde ters yönlü olacağını göstermektedir. Modele göre her hâlükârda fiyat seviyesi ve faiz oranları artacak; ekonomik büyüme hızını ise düşürecektir.

Taylor modelinin yukarıda belirtilen sonuçlarının daha net bir şekilde görülmesi için mal piyasasındaki dengenin (yani IS eğrisinin) analize dâhil edilmesi gerekmektedir. Modelde IS eğrisine ilişkin denklem (3.22) numaralı denklemde gösterildiği gibidir.

$$\frac{(s - h)\sigma(1 + i)w\beta}{P} - h(i - \pi) - g_0 - [s - (h + \gamma)]\sigma \quad (3.22)$$

Nihaî olarak yukarıda belirtilen denklemlerin görsel açıklaması Grafik 3.5'e göre yapılabilir.



Grafik 3.5: İki Varlığın Olduğu Taylor Modelinde Kısa Dönem Denge

Kaynak: Maxwell J. Fry (1988) Money, Interest and Banking in Economic Development, Baltimore, Johns Hopkins University Press, ss. 98.

Grafik 3.5’de IS eğrisinin pozitif eğimli olmasının nedeni, organize olmayan kredi piyasasındaki faiz oranları arttığında işletme sermayesinin maliyetlerinin de artmasıdır. Nitekim, işletme sermayesinin maliyetleri arttığında fiyat seviyesi de artmaktadır. Fiyat seviyesinde bir artış gerçekleştiğinde sabit sermayelerinin nominal değerinde de bir artış gerçekleşir. Böylesi bir değişme, yatırımları teşvik edecek ve firmanın daha fazla borç talebinde bulunmasına yol açacaktır. Bu durumda daha yüksek faiz oranlarının söz konusu olduğu organize olmayan piyasalara doğru organize piyasalardan bir fon akışı gerçekleşir. Sonuçta ise, borç piyasasına ilişkin eğri de pozitif eğimli olur. Nitekim, artan fon talebinin anlamı artan faiz oranları olacaktır. Bir sonraki aşamada artan faiz oranları ise, grafiğin alt kısmında görüleceği üzere, azalan yatırımlar anlamına gelecektir (Fry 1988, 98–99).

Sıkı para politikası uygulandığında veya para talep fonksiyonu yukarı doğru kaydığında mal piyasasındaki denge sağa doğru kayacaktır. Bu durumda organize olmayan kredi piyasasında faiz oranları artacak; yatırımlar azalacak ve ekonomik büyüme hızı düşecektir. Kısa dönemde parasal daralma, fiyat seviyesinin yükselmesine, hâsılanın düşmesine ve işsizliğin artmasına neden olacaktır (Fry 1988, 99).

III.3.3. Yeni Yapısalcı Yaklaşımda Finansal Sistemi ile Ekonomik Büyüme Arasında Kurulan İlişkiler

1980’li yıllarda M-S yaklaşımının finans piyasaları için telkin ettiği serbestleşme içerikli politikaların ardından GOÜ’lerde büyüme konusunda belirgin ve istikrarlı bir iyileşmenin söz konusu olmaması ve hatta finans piyasalarındaki istikrarsızlıkların artarak sürekli krizlerin yaşanması, yeni yapısalcı yaklaşımın iddialarına paralel olan teorik ve uygulamalı çalışmaların boyutunu artırmıştır. Bu bölümde belirtilen çalışmaların finansal gelişmelere ilişkin ileri sürdükleri hipotezler ortaya konulacaktır.

III.3.3.1. Yeni Yapısalcı Yaklaşımda Finansal Serbestleşme, Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Daha önce de belirtildiği üzere yeni yapısalcı yaklaşım M-S yaklaşımının finans piyasalarına yönelik liberal içerikli önerilerine önemli eleştiriler getirmektedir. Bu noktada yeni yapısalcı okul finansal serbestleşmeye daha temkinli yaklaşmakta ve serbestleşmenin büyüme üzerinde olumsuz sonuçları olabileceğine dikkat çekmektedir. Söz konusu yaklaşıma göre, finansal serbestleşmenin olumlu etkileri ancak orta vadede ortaya çıkabilecektir. Zira, finansal serbestleşme *kısa vadede* enflasyon oranını artırarak büyüme hızını düşürebilmekte ve stagflasyona neden olabilmektedir (Emek 2000, 73).

Yeni yapısalcı yaklaşımı destekleyen literatürde en genel anlamda finansal serbestleşmenin uygun bir şekilde yapılmadığı durumlarda, bu politikanın finans piyasalarına etkinlik kazandırması bir yana, finans sistemlerini krizlere daha açık bir hale getirebileceği ve piyasadaki kredi hacmini daraltarak ekonomik büyüme hızını azaltacağı iddia edilmektedir. Nitekim, finansal serbestleşme sonrasında artan rekabet sonucunda, finansal araçların riskli aktifler bulundurabilmesi; faiz oranı ve döviz kuru

riskinin de artması ile finans sistemini fiyatların aşırı dalgalandığı daha kırılgan bir duruma getirebilir. Belirtilenlerin yanında, finansal serbestleşme sonrasında artan faiz oranları organize olmayan kredi piyasalarındaki faiz oranlarını artıracak; artan faiz oranları işletme sermayesinin maliyetini yükseltecek ve sonuçta fiyat seviyesi de artacaktır (Fry 1988, 88; Ulusoy; Karakurt 2001, 89; Delice; Doğan; Uzun 2004, 115; Ang; McKibbin 2005, 6).

Finansal serbestleşmenin istikrarsızlıklara yol açması ile ilgili mekanizmaya dair literatürdeki önemli bir çalışma **Stiglitz (1994)**'dür. Çalışmada finansal serbestleşme, finans sisteminin yoğun bir şekilde piyasa aksaklıklarına maruz kalması temelinde eleştirilmiş; finans sistemine yönelik kamu müdahalelerinin ise sadece bu sistemi değil, tüm ekonominin performansını olumlu etkileyebilecek bir strateji olduğu iddia edilmiştir (Stiglitz 1994, 20; Fry 1997, 759). Belirtilen müdahalelerin finansal baskı temelinde uygulanması, sermayenin tahsisindeki etkinliği de artırabilecektir. Nitekim, finansal baskı politikaları ile oluşan düşük faiz oranları kredi talebinde bulunan yatırımcıların ortalama kalitesini artıran bir unsur olabilir. Ayrıca, finansal baskı politikaları firmaların hisse senedi ile finansmanını kolaylaştırabilir ve belirtilen finansmanın hacmi artar. Hisse senedi ile finansmanın artması ise, yatırımcılar açısından borçlanmayla finansmana göre daha cazip olabileceğinden, yatırımların hacmini daha fazla artıran bir unsur olabilir.

Esasında yeni yapısalci yaklaşımın finansal serbestleşmenin etkileri konusundaki görüşleri, finans piyasalarının ikili bir yapı göstermesinin çok da sakıncalı olmadığını varsayımları açısından, M-S yaklaşımından farklılık göstermektedir. Yeni yapısalci yaklaşıma göre, finansal serbestleşme sonrasında organize finansal araçlarda (özellikle bankalarda) biriken mevduat hacmi artarken; gayri resmî finansal araçlarda (veya organize olmayan kredi piyasasında biriken mevduat hacmi daralabilecektir. Böylesi bir durumun gerçekleşmesi halinde bankacılık sisteminde uygulanan zorunlu karşılık oranları⁵⁶ nedeniyle yatırımlara ayrılabilir fon hacminin daralması büyüme hızını düşürecektir. Bu koşullar altında yeni yapısalci görüşün finansal baskı politikasının

⁵⁶ Zorunlu karşılık oranları finansal baskı politikalarının bir aracı olarak düşünülürse, yeni yapısalci yaklaşımın belirtilen eleştirisi bir anlamda McKinnon-Shaw yaklaşımını destekler nitelikte olabilir. Nitekim, literatürde finansal serbestleşme sonrasında bankacılık kesimine akan fonların verimsiz yatırımlardan gelmesi halinde analiz sonuçlarının McKinnon-Shaw yaklaşımı ile aynı olabileceği de iddia edilmektedir (Emek 2000, 66).

ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olduğu iddiası güçlenmektedir (Taylor 1983, 92; Doğan 2002, 62; Kar 2001a, 91; Emek 2000, 66; Eser 1996, 24; Akçoraoğlu 2000, 11; Doğan 2002, 62; Eschenbach 2004, 9)⁵⁷.

Singh (1997)'de piyasalardaki aşırı dalgalanmaların artması ve bu nedenle riskten kaçınan yatırımcıların yatırım yapmaktan çekinmesi halinde, finans piyasalarındaki bazı gelişmelerin ekonomik büyümeye engel teşkil edebileceği iddia edilmektedir. Ayrıca, para piyasaları ile hisse senetleri piyasası arasındaki etkileşimlerin kriz dönemlerinde ekonomileri daha olumsuz etkileyeceği de çalışmanın başka bir iddiasıdır (Singh 1997, 779-780)⁵⁸. Belirtilen iddia finansal serbestleşmeye ve finansal gelişmeye yönelik politikaların finansal istikrar üzerinde olumsuz etkilere sahip olabileceği iddiası ile birlikte düşünüldüğünde, M-S yaklaşımı tarafından telkin edilen finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilere yol açacağı iddia edilebilir.

Yeni yapısalci yaklaşıma göre, finansal serbestleşmenin GOÜ'lerdeki olumsuz etkilerinden biri de para ikâmesinden kaynaklanmaktadır. Nitekim, finansal serbestleşme ile birlikte serbest bırakılan döviz kurları ve sermaye hareketleri, hanehalkının portföyündeki yabancı para hacmini artıran bir etken olmuştur (Eser 1996, 37). Para ikâmesinin yaşandığı bir ekonomide, para politikası konusundaki otonomi kaybedilmekte⁵⁹, maliye ve döviz kuru politikaları etkin bir şekilde uygulanamamakta, döviz kurundaki aşırı dalgalanmanın ve buna bağlı olarak döviz kurundaki belirsizliğin artışı söz konusu olmakta, bütçe açıklarının ve bütçe finansmanında borçlanmanın artışı gibi önemli bir sorun ortaya çıkmakta, "dolarizasyon histeresisi" adı verilen olgunun etkisi ile anti-enflasyonist politikalar başarıya ulaşamamakta ve finansal kırılganlık artmaktadır (Coşkun 1999, 254; Küçükkale 1999, 58; Cıvcir 2003, 22; Freitas 2003, 3). Belirtilen olumsuzluklar, finansal serbestleşme sonrası gerçekleşen para ikâmesinin ekonomik büyüme üzerinde potansiyel bir tehdit olduğunu göstermektedir.

⁵⁷ Bu konuda Kapur 1992'ye de bakılabilir.

⁵⁸ Kindleberger (1978), Diomond; Dybvig (1983), Singh (1997b), Chancellor (1999) bu konuda özdeş literatür kaynaklarıdır.

⁵⁹ Kar (2001a)'da her ne kadar para ikâmesi ile bir ilişki kurulmasa da, finansal serbestleşme sonrasında para politikasının etkinliğinin düşeceği iddia edilmektedir (Kar 2001a, 89).

Her ne kadar M-S yaklaşımını desteklese ve finansal baskının ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini iddia etse de, **Fry (1997)**'de finansal serbestleşme sonrası reel faiz oranlarındaki aşırı artışların ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilere yol açabileceği belirtilmektedir. Böylesi bir durumun ortaya çıkma sebebi, finansal serbestleşme sonrası bankacılık sistemi üzerinde etkin bir düzenleme ve denetleme mekanizmasının kurulmaması ile hükümetlerin finansal serbestleşmeyi destekleyecek malî reformları gerçekleştirilmemeleridir (Fry 1997, 768). Belirtilen iddia esasında yeni yapısalcıların finansal serbestleşmenin orta vadede olumlu etkilere sahip olduğu yönündeki görüşlerini doğrular niteliktedir.

Galindo; Micco; Ordóñez (2002)'ye göre, ithal ikâmesinin uygulandığı ve emek piyasasında ücretlerin katı olduğu bir ekonomide sermaye hesabının serbestleştirilmesi, artan sermaye girişinin verimli alanlara yönelmemesine neden olabilir. Çalışmaya göre, finansal serbestleşme, ulusal-uluslararası düzeyde zayıf ortak yönetim, düşük kanunî koruma ve asimetrik bilgi ile birleştiğinde ve finansal işlemlerin dar bir piyasada gerçekleşmesi nedeni ile ekonomik büyüme hızının azalmasına yol açabilir. Finansal serbestleşme ile yurt içi finans piyasalarının uluslararasılaşması, piyasa bölünmesine (veya piyasa bölünmüşlüğü'nün artmasına) neden olabilmekte; piyasa bölünmesi ise, yurt içi ekonomik büyümeyi azaltabilmektedir. Tüm bunların yanında, finansal serbestleşme makro iktisadî istikrarsızlığa yol açmak suretiyle ekonomik büyüme hızının sektöre uğramasına neden olabilir (Galindo; Micco; Ordóñez 2002, 10–11).

Finansal serbestleşme sonrasında üretken olmayan, rant kollamaya yönelik ve spekülâtif amaçlı faaliyetler artarak kaynak tahsisindeki etkinliğin bozulmasına ve böylece ekonomik büyüme hızının yavaşlamasına neden olabilir. Bunun yanında, finansal serbestleşme ile birlikte gerçekleşen faiz oranlarının piyasa şartlarında belirlenmesi borçlanma maliyetini artırma suretiyle ekonomik büyüme hızını da yavaşlatabilir (Onur 2005, 139–140). **Mishkin (2007)**'ye göre de, M-S yaklaşımının öngördüğü finansal gelişme, GOÜ'lerdeki finans sistemlerinin asimetrik bilgi sorunlarını çözmede yetersiz kalmalarından dolayı, bu ülkelerde yeterince faydalı olmayabilir (Mishkin 2007, 263).

Finansal serbestleşmenin M-S hipotezinde ileri sürüldüğü gibi ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkilere sahip olmamasına **Stiglitz (1998a)**'da getirilen açıklama, faiz

oranlarının yatırımları etkileme gücüdür. Çalışmaya göre, faiz oranları yatırımları etkileyen faktörlerden yalnızca biridir; ancak, yatırımları etkileyen nakit akışı ve firmanın hisse senedi bedeli gibi başkaca önemli birçok faktör bulunmaktadır. Nitekim, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi etkilemesinde, tasarrufların faiz esnekliği de önemlidir (Stiglitz 1998a, 3–5; 9). Türkiye gibi ülkelerde halkın finans sistemine güveninin zayıf olması ile sosyolojik ve dinî nedenlerle faiz getirilerine soğuk bakılması, bu anlamda tasarrufların faiz esnekliğinin düşük olmasına sebep olmaktadır⁶⁰. Böylesi bir durumda “finansal serbestleşme-tasarruf artışı” mekanizmasından beklenen faydaların gerçekleşmesi zorlaşmaktadır.

Diğer yandan, M-S yaklaşımının finansal gelişmede önem atfettiği hisse senetleri piyasasındaki gelişmelere yeni yapısalcı yaklaşım yine temkinli bir bakış açısı getirmiştir. Nitekim, finansal gelişme ile birlikte artan likidite olanakları, hisse senetleri piyasasının gelişmesi ile büyüme hızını negatif olarak da etkileyebilir. Böylesi bir durum, üç kanal vasıtasıyla gerçekleşir (Demirgüç-Kunt; Levine 1996, 230; Arestis; Demetriades; Luintel 2001, 18):

- Hisse senetleri piyasasında likidite olanakları arttıkça, yatırım getirisinin de artması suretiyle ve gelir ve ikâme etkileri vasıtasıyla tasarruf oranları azalabilir. Nitekim, finansal araçlardan daha fazla getiri sağlanması zamanlar arası tüketim tercihinin cari dönem lehine değiştirecektir. Böylece belli bir noktadan sonra daha az tasarrufla daha çok getiri sağlanabilecek ve bu durumda tasarruf eğilimi azalabilecektir.
- Yatırımlar hakkındaki belirsizliğin azalması suretiyle hisse senetleri piyasasının artan likiditesi, tasarruf oranını da azaltabilecektir. Bu durumun nedeni ise, genel ekonomik ortamdaki azalan belirsizliğin ihtiyarî tasarrufları da azaltması ve hisse senetleri piyasasına daha az fon aktarımıdır.
- Üçüncü kanal ise, yüksek derecede likit hisse senetleri piyasasının teşvik edeceği miyopluk vasıtasıyla işlemektedir. Yatırım yaptıkları hisse senetlerinden tatmin edici getiriler elde edemeyen yatırımcılar (dissatisfied participant), şirket yönetiminin mâni olamayacağı bir hızda satış yapabilirler. Böylece, şirket

⁶⁰ Belirtilen durum kısmen Dumrul; Timur (2004)’de ele alınmış ve belirtilen görüşü destekler nitelikte bulgulara ulaşılmıştır.

yönetimleri kötü yönde etkilenebilir ve bu süreçte yukarıda belirtilenlerin de etkisiyle ekonomik büyüme zarar görebilir.

Belirtilenlere ilave olarak bankaların ve diğer finansal araçların temsilcilik sorunlarını⁶¹ gidermede hisse senetleri piyasasından daha iyi bir pozisyonda olduğu varsayımı altında ve bankacılık sistemine ilişkin gelişimin maliyetli olması halinde, hisse senetleri piyasasının gelişmesi da ekonomik büyümeye zarar verebilir (Arestis; Demetriades; Luintel 2001, 19).

III.3.3.2. Yeni Yapısalcı Yaklaşımda Finansal Küreselleşme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler

Kavramsal bölümde değinildiği üzere, genel anlamda küreselleşmenin GOÜ'ler üzerindeki etkisi birçok açıdan oldukça tartışmalıdır. Nitekim, faktörlerin ve malların GÜ'ler ve GOÜ'ler arası serbest dolaşımı konusunda kısmen ve/veya tamamen önemli asimetrliler söz konusudur. Belirtilen asimetrliler, finans piyasalarındaki sermaye akımlarında net bir şekilde ortaya çıkmaktadır. GÜ'ler kendi ellerinde daha bol bulunan ve kolayca yönlendirebildikleri finans sermayesine uygulanan/uygulanabilecek tüm kısıtlamaları kendi denetimleri ve yönlendirmeleri altında bulunan uluslararası finans kuruluşları vasıtasıyla kontrol altında tutabilmektedirler. Belirtilen engellemenin teorik desteğini ise, neo-liberal/neo-klasik iktisadın argümanları ile sağlamaktadırlar. Böylesi bir durum ise, GOÜ'lerin finansal küreselleşmeyi (ticarî küreselleşmede olduğu gibi) lehlerine yönlendirmelerine neden olmaktadır. Bu bölümde, belirtilenlerden yola çıkarak, finansal küreselleşmenin GOÜ'ler üzerindeki etkileri yeni yapısalcıların kötümser bakış açısından ele alınacaktır.

Finansal küreselleşme ile ilgili bölümde de belirtildiği üzere günümüzde GÜ'ler bizzat ihdas ettikleri uluslararası finans kuruluşlarının işleyişine ve çalışma prensiplerine doğrudan müdahale edebilmekte ve yönlendirebilmektedir. Nitekim, bu kuruluşların kurulma aşamalarında ve faaliyetlerinde GÜ'ler daha etkin olmaktadır. Böylesi bir

⁶¹ Temsilcilik sorunu, finansal sözleşmenin taraflarından birinin işlerini gördürmek için bir temsilci ataması halinde ortaya çıkmaktadır. Temsilcilik sorunu, temsilciyi atayanın temsilcinin faaliyetlerini izleyememesi veya söz konusu izlemenin maliyetli olması durumunda daha da önem kazanmaktadır (Aras; Müslümov 2004, 3)

durum, GÜ'lere finansal serbestleşmeyi ve küreselleşmeyi kendi lehlerine yönlendirebilme imkânı verirken; çoğu GOÜ'nün bağımsız politika geliştirme ve uygulama gücünü de zayıflatabilmektedir. Bu suretle, finansal serbestleşme ve küreselleşme GOÜ'lerde hem yurt içi gelir adaletsizliğinin yükselmesine hem de GÜ'ler ile GOÜ'ler arasındaki gelir farklılığının artmasına neden olabilmektedir (Khor 2000, 4-5; Seyrek 2002, 172; Wagner; Berger 2004, 164; Bakırtaş; Karbuz 2004, 106). Söz konusu durumun nedeni ise, ilgili kuruluşların temel amaçlarının GOÜ'lerin büyüme hızlarını artırma değil, ödeme güçlüklerine düşmemelerini sağlama olmasıdır.

Günümüzde geçerli olan küreselleşme tek tek ulusal ekonomilerin diğer ülkelerdeki gelişmelere olan bağımlılığın artması anlamına gelmektedir. Belirtilen bağımlılık artışı, ulusal ekonomi politikalarının aktarım mekanizmalarını değiştirmekle kalmamakta; ekonomilerdeki belirsizliğin artmasıyla sonuçlanmaktadır (Wagner; Berger 2004, 164-165). Küreselleşmenin, finans sistemlerinde de etkin olmasının ve ülkelerin finans sistemleri arasındaki bağımlılığı artırmasının sonucu, bir ülkenin finans piyasalarında ortaya çıkan olumsuz koşulların diğer ülkelere çok hızlı ve etkili bir şekilde sirayet edebilmesidir. Literatürde bu duruma bulaşma etkisi⁶² denmektedir. Bulaşma etkisinin doğmasında etken olan faktör, yerel bir ekonomide ortaya çıkan bir olumsuzluğun, piyasa katılımcıları tarafından tüm benzer ekonomilerde aynı sorunun yaşanacağına yönelik bir şüphe uyandırmasıdır. Böylesi bir şüphe ise, bir ülkenin finans piyasasındaki küçük bir olumsuzluğun tüm benzer gelişmişlik seviyesindeki ülkelere yansımaya ve krizlerin yaygınlaşmasına yol açabilmektedir (Krugman 1997; Das 2006, 12; Çıtak 2007, 201-202). Sonuç olarak finansal küreselleşmeden kaynaklanabilecek bağımlılık ve belirsizlik artışı, ekonominin istikrarsız bir gelişim göstermesine ve belirtilen istikrarsızlığın büyüme hızına olumsuz bir şekilde yansımaya neden olabilmektedir.

Neo-klasik ve onun takipçisi M-S yaklaşımlarının, finansal küreselleşmenin merkez-çevre açığını kapatacağına ve bu surette ülkelerin birbirine yakınsayacağına dair birçok çıkarımı söz konusudur. Ancak belirtilen görüş karşısında Keynesgil görüşlere daha yakın yeni yapısalcı yaklaşımda, finansal küreselleşmenin merkez-çevre açığını daha da

⁶² Bulaşma etkisi literatürde uluslararası piyasalardaki temel değişkenler arasında gerçekleşen ve olması gerekenden fazla korelasyon ilişkisi olarak tanımlanmaktadır. Bulaşma etkileri ile krizlerin veya diğer iktisadî gelişmelerin ülkeler arasında hızlı bir sirayeti söz konusu olmaktadır (Çıtak 2007, 200; Kansu 2004, 82).

artıracağı iddia edilmektedir. Zira, finansal sermaye akımları daha ziyade merkez ülkeleri arasında gerçekleşmekte⁶³; çevre ülkelere yönelik sermaye akımları ise, GOÜ'lerin istikrarını bozucu unsurlar taşımaktadır⁶⁴. Belirtilen durumun nedeni ise, finansal küreselleşme ile spekülasyon sermaye akımlarının GOÜ'lere yönelmesi, geçici bir dönem için büyüme oranlarını artırsa da, finans sistemlerinde kırılganlığın artması ve krizlerin daha kolay oluşmasıdır (Bakırtaş; Karbuz 2004, 93; 98).

Yukarıda belirtilenleri destekler nitelikte **Wagner; Berger (2004)** ve **Matsuyama (2004)**'de finansal küreselleşme hem GÜ'lerle GOÜ'ler arasındaki hem de GOÜ'lerin kendi içindeki gelir adaletsizliğini artırabilecektir (Matsuyama 2004, 854–588; Wagner; Berger 2004, 164). Bu hipotezi destekleyecek şekilde **Erdem (2008)**'e göre, son 20 yılda GÜ'lerin ulusal refahları yaklaşık üç kat artmasına karşın; GOÜ'lerin refah artışının bu denli olmadığı iddia edilmektedir (Erdem 2008, 63). Finansal küreselleşmenin olumsuz etkilerinin genellikle GOÜ'lerde ortaya çıkmasının nedeni olarak da literatürde, GOÜ'lerdeki finans piyasalarının sığ olması-yeterli derinlikte olmaması gösterilmektedir (Çıtak 2007, 202). Sonuç olarak, yeni yapısalci yaklaşımda finansal küreselleşmenin GOÜ'ler üzerindeki etkileri muğlaktır ve bazı durumlarda finansal küreselleşme ekonomik büyüme açısından olumsuz etkilere sahiptir.

Yukarıda belirtilen görüşlerle paralel olarak **Wahba; Mohieldin (1998)**'de makro ekonomik istikrarsızlığın söz konusu olduğu GOÜ'lerde, finansal serbestleşme ve küreselleşme stratejileri dâhilinde dolaylı sermaye akımlarına uygulanan kısıtlamaların kaldırılması ile yurt içi istikrarsızlığın daha fazla artacağı iddia edilmektedir. Özellikle, Latin Amerika ülkelerindeki gözlemler dâhilinde, dar bir zaman aralığında, aşırı ve kontrol edilemeyen bir şekilde dolaylı yabancı sermayenin yurt içine yönelmesi, ulusal

⁶³ Zira, son dönemde dolaylı yabancı sermaye akımlarının ülkeler arasındaki dolaşımının çok artmasına karşın, söz konusu akımlar daha ziyade zengin kuzey ülkeleri arasında gerçekleşmekte ve bu durum bir paradoks olarak tanımlanmaktadır (Mishkin 2007, 260).

⁶⁴ Belirtilen iddiayı destekler nitelikte **Bulutay (2004)** ve **Wagner; Berger (2004)** finansal serbestleşmenin ve ardından gelen finansal küreselleşmenin sermaye hareketleri üzerinde yarattığı akışkanlığın özellikle GOÜ'ler için bazı imkânların yanında, önemli sorunları da beraberinde getirdiği iddia edilmektedir. Nitekim, literatürde özellikle portföy akımlarının doğasının (portföy akımlarının akışkanlığının yüksek derecede olmasının), GOÜ'lerin finans piyasalarında aşırı dalgalanmalara sebep olabileceği iddia edilmektedir. Hatta, bazı çalışmalara göre, 1980'li yıllarda GÜ'ler tarafından GOÜ'lere önerilen finansal serbestleşme politikalarının, aslında 1970'li yıllarda GÜ'leri de etkileyen krizlerin olumsuz etkilerini GOÜ'lere aktarma kanalları sağlama amacı olduğu iddia edilmektedir (Bulutay 2004, 38; Wagner; Berger 2004, 164).

paranın aşırı değerlenmesine; dolaylı yabancı sermayenin anî, kontrolsüz ve aşırı bir şekilde yurt dışına yönelmesinin de ulusal paranın aşırı değer kaybetmesine neden olduğu iddia edilmiştir (Wahba; Mohieldin 1998, 1339–1340). Ulusal paranın çok kısa bir zaman aralığında aşırı değer kaybetmesi/kazanması, ticarî açıdan da dışa açık bir ekonomide yüksek düzeyde makro ekonomik istikrarsızlığın ve buradan sirayetle ekonomik büyümede istikrarsızlığın nedeni olabilecektir. Büyüme hızındaki istikrarsızlık ise, belirsizlikten kaynaklanan nedenlerle, potansiyel büyüme hızının altında bir büyüme hızına yol açabilecektir.

Stiglitz (1998a)'da finansal küreselleşmenin sonuçlarından olan uluslararası sermaye akımlarının serbestleştirilmesi, özellikle GOÜ'leri finansal krizlere karşı daha kırılgan hale getirdiği iddia edilmektedir. Belirtilen kırılganlığı, finans sistemindeki şeffaflık ve denetim eksikliği daha da artırmaktadır (Stiglitz 1998a, 10). Stiglitz (1998a)'dakine benzer bir iddia **Stiglitz (2000)**'de de sunulmaktadır. Çalışmaya göre, sermayenin serbest dolaşımına yönelik finansal serbestleşme, ticarî serbestleşmeye göre çok tezat sonuçlara yol açabilir. Nitekim, sermaye hareketleri asimetric bilgi, sahip-yönetici sorunları, ters seçim ve ahlâkî tehlike gibi birçok olumsuzluğun etkisi altındadır (Stiglitz 2000, 1077–1078). Finansal küreselleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkilerinin ele alındığı **Devereux; Smith (1994)**'de uluslararası düzeyde bütünleşmiş bir hisse senedi piyasası vasıtasıyla tasarruf sahiplerinin risklerini daha fazla dağıtmak isteyecekleri; bunun için yurt dışı tasarruf araçlarına yönelecekleri ve böylece yurt içi tasarruf düzeyinin düşerek büyüme hızının azalabileceği iddia edilmektedir (Devereux; Smith 1994, 535).

Wagner (2002)'ye göre, genel anlamda küreselleşme enflasyon ve hâsıla düzeyinde belirsizlik yaratmakta ve sonuçta iki durum ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, küreselleşme sürecine bağlı yapısal değişimler, verimlilik büyümesindeki (ve sonrasında potansiyel hâsıladaki) belirsizliği artırır. İkincisi ise, küreselleşme sürecinde fiyat seviyesine ilişkin bilgi muhtevası azalır. Her iki etki, enflasyon ve hâsıla açığı hakkındaki belirsizliği artırır. Belirtilen konulardaki belirsizlik artışı ise, büyümenin istikrarsızlaşmasına ve potansiyel seviyesinin altında kalmasına neden olabilecektir (Wagner 2002, 53–54).

III.3.3.3. Yeni Yapısalci Yaklaşımda Finansal Baskı ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

M-S hipotezine ve bu hipotezin takipçilerine göre her ne kadar finansal baskı politikaları büyük ölçüde olumsuz sonuçlara sahip olsa da, yeni yapısalcılar finansal baskı politikalarının olumlu sonuçlara sahip olabileceğini iddia etmektedirler. Söz konusu literatür dâhilinde, **Stiglitz (1998b)**'de göre, regresyon analizlerinde enflasyonun analiz dışı bırakılması halinde, finansal baskının ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilerinin görülmeyeceği iddia edilmektedir (Stiglitz 1998b, 92). Zira, daha önce de ele alınan ve yeni yapısalci yaklaşımın dayanak çalışmalarından **Tobin (1965)**'e göre finansal baskı para talebini (yani gömülemeyi) azaltarak tasarrufların verimli yatırım alanların yönelmesini sağlayacak ve böylece yükselen sermaye/emek oranı ile ekonomik büyümenin hızı artacaktır (Tobin 1965, 672). Benzer şekilde, **Stiglitz (1998a)** ve **Murdock; Stiglitz (1993)**'de finansal baskı politikaları ile benzer özellikleri olan ılımlı finansal kısıtlama politikalarının ekonomik büyümeye olumlu etkide bulunabileceği iddia edilmektedir (Stiglitz 1998a, 9).

Yeni yapısalci yaklaşımda faiz oranları üzerinde uygulanan finansal baskı politikalarının büyüme üzerinde olumlu etkilere yol açacağı da iddia edilmektedir. Zira, literatürde düşük faiz oranlarının GOÜ'lerdeki yurt içi sermaye hareketliliğini kolaylaştırdığı ileri sürülmektedir. Böylesi bir durumun nedeni, faizin bir maliyet olarak değerlendirilmesi ve faiz oranlarının düşük düzeyde olması halinde, sermaye hareketliliğindeki maliyetlerin göz ardı edilebilmesidir. Böylece, GOÜ'ler açısından sermaye hareketliliği kolaylaşacaktır. Ayrıca, düşük faiz oranları GOÜ'lerde sermaye hareketliliğini kolaylaştırmakla kalmayıp, bankaların piyasa güçlerini ve piyasa değerlerini artırabilir. Literatürde finansal baskı politikaları lehine ileri sürülen başka bir iddia da, belirtilen politikaların oligopolistik bir bankacılık sistemine yol açmasına çok soğuk bakılmaması gerektiğidir. Nitekim, oligopolistik bir bankacılık sisteminin mal piyasalarında olduğu gibi, faiz rekabeti yerine şube ağı ve finansal araçlar açısından ürün rekabetine yol açacağı; belirtilen rekabetin yatırım maliyetlerini düşürmesi suretiyle finansal istikrarsızlıkların azalacağı iddia edilmektedir (Stiglitz 1998a, Stiglitz 1998b; Emek 2000, 74–75).

Finansal baskı politikalarının olası ve olumlu başka bir etkisi ise, kamu finansmanı ile ilişkilidir. Nitekim, vergi gelirlerini artırmada zorlanan bir hükümet için söz konusu politikalar bazı avantajlar sağlayabilir. Zira, rezerv yükümlülüğü, kamu borçlanma kâğıtlarını bulundurma zorunluluğu veya faiz oranlarına ilişkin tavanlar gibi finansal araçlara yönelik finansal baskı politikaları düşük veya sıfır maliyet ile tasarrufların kamu sektörüne yönlendirilmesinde yardımcı olabilmektedir (Eschenbach 2004, 6).

Literatüre göre finansal baskı politikalarının başka bir faydası ise, oluşacak düşük faiz oranları vasıtasıyla kredilerin geri dönmeme ihtimalinin ve asimetrik bilgiden kaynaklanan finansal riskin azalması; böylece bankaların lisans bedellerinin (charter/franchise value) artmasıdır. Belirtilen gelişmeler finans sisteminden kaynaklanan sorunlar nedeniyle ekonomik büyümenin sektöre uğramasını engelleyebilecektir (Stiglitz 1998b; Emek 2000, 72; Emek 2000, 80).

Finansal baskı politikalarının son yıllarda yerini alan ılımlı finansal kısıtlama politikasının temel ilkesi, M-S hipotezinde iddia edildiği üzere, devletin özel sektörden kendisine rant aktarması değil; bilhassa özel sektörde rant yaratılmasıdır. Böylece sosyal olarak faydalı özel projelerin finansmanı daha kolay ve daha düşük maliyetli olacak ve iktisadî etkinlik sağlanacaktır (Stiglitz 1998b; Emek 2000, 71–72). Stiglitz'e göre finansal kısıtlama iktisadî etkinliği aşağıda belirtilen kanallar vasıtasıyla artırmaktadır. Bunlar:

- Finansal kısıtlama ile oluşacak daha düşük faiz oranları, kredi müşterilerinin sağlamlığını artıracaktır.
- Finansal kısıtlama sermaye maliyetini düşüren bir unsur olabileceğinden firmaların da piyasa değerini artıran bir unsur haline gelebilecektir.
- Finansal kısıtlama ekonomik büyüme üzerinde daha etkili olabilecek ve teknolojik açıdan ilerlemeye daha açık sektörleri daha fazla geliştirmek için kullanılabilecek bir stratejidir.

III.4. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ NEDENSELLİĞİN YÖNÜ HAKKINDAKİ YAKLAŞIMLAR

Finans-büyüme ilişkisinin teorik değerlendirmesinde kullanılabilecek farklı bir bakış açısı, söz konusu ilişkinin yönünü ve varlığını tespit etmeye çalışan ve daha ziyade uygulama içerikli yaklaşımlardır. Böylesi bir bakış açısı, literatürde arz ve talep yönlü olmak üzere iki yönden ele alınmıştır. Belirtilen ayrım ilk kez **Patrick (1966)**'da yapılmıştır. **Patrick (1966)**'nın, literatür için orijinal özelliği ise, nedensellik yönünün iktisadî kalkınma sürecine göre belirlendiğinin iddia edilmesidir. Çalışmada iktisadî kalkınmanın ilk aşamalarında nedenselliğin finansal derinleşmeden ve gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu; ileri iktisadî kalkınma aşamalarında ise, belirtilen nedenselliğin tersine döndüğü (yani nedenselliğin ekonomik büyümeden finansal kalkınmaya doğru olduğu) öne sürülmüştür. Nitekim, hızlı büyümenin yakalandığı dönemlerde (iktisadî kalkınmanın ileri aşamalarında) firmalar daha fazla dış fonlara yönelmekte; dışsal fon gereksinimi finansal hizmetlere olan talebi artırmakta ve dolayısıyla finans sisteminin gelişmesi de hız kazanmaktadır. Çalışmada ortaya konulan başka bir iddia da, veri bir büyüme hızında, ekonominin farklı sektörlerindeki veya endüstrilerindeki büyüme hızının varyansı ne kadar yüksek ise, finansal araçlar vasıtasıyla öncü sektörlerle yönelik tasarruf aktarımı yönündeki talebin de o denli yüksek olacağıdır (Patrick 1966, 174–175).

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin tespiti genel kalkınma politikasında uygulanacak stratejiler açısından da önem arz etmektedir (Calderon; Liu 2002, 1). Nitekim, politika yapıcıların ülkenin kalkınma seviyesine göre finans sistemine yönelik politikaları farklı şekilde uygulamaları gerekebilir. Başka bir deyişle, finans sisteminin gelişme seyrinin ve hızının iktisadî kalkınma seyrine ve hızına göre ayarlanması gerekebilir. Bu alt kısımda finans-büyüme ilişkisinde nedensellik yönüne dair yukarıda değinilen görüşler ele alınacaktır.

III.4.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisinde Arz Yönlü Görüş ve Buna İlişkin Literatür

Finans-büyüme ilişkisinde neo-klasik ekole ve M-S yaklaşımına uygun bir teorik çatıda arz yönlü görüşün temel argümanı, finansal hizmet arzının artması halinde ekonomik büyüme ve performansın da artacağı şeklindedir. Yaklaşımına göre finansal hizmet arzının artması esasında rekabetçi koşulların tam manasıyla ilgili piyasalarda tesisi anlamına gelmektedir. Rekabetçi piyasaların tesisi ise, bu piyasaların büyük ölçüde genişletilmesine ve faaliyetlerini serbestçe yapabilmesine bağlıdır. Belirtilenlerin sağlanması ise, finansal serbestleşme ve küreselleşme politikalarının uygulanmasına işaret etmektedir. Arz yanlı görüşe göre, finansal serbestleşme ve küreselleşme sonrası artan finansal rekabet, tasarrufları artırma ve sermaye maliyetini azaltma suretiyle daha verimli alanlar başta olmak üzere yatırımların da artmasına yol açacak; böylece, GSMH büyüme hızı artacaktır. Arz yönlü görüş, belirtilenler dâhilinde, büyük ölçüde M-S hipotezi ile paralellik göstermekte ve bu yaklaşımda finans sistemindeki gelişmenin ekonomik büyümeyi uyardığı iddia edilmektedir (Liu 1998, 37; Kar 2001b, 152; Calderon; Liu 2002, 1; Onur 2005, 128; 138).

Finans-büyüme ilişkisinde arz yönlü görüşe ilişkin literatürdeki öncü görüşler Schumpeter tarafından ileri sürülmüştür. Schumpeter'e göre, finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetler⁶⁵ ve yenilikler ekonomik büyümenin önemli itici güçlerinden biridir. Özellikle, iyi işleyen bir finans sistemi, yeni mamullerin daha etkin ve verimli şekilde üretilmesi için gerekli finansmanı uzun vadeli kredilerle sağlayacak ve finansal yeniliklerin ortaya konulmasıyla, ekonomik büyüme artacaktır. Schumpeter finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, finansal araçların yeniliklere ilişkin kredi politikalarına dayandırmıştır. Nitekim, Schumpeter yeniliklerin finansmanında finans sisteminin kolaylaştırıcı etkilere sahip olduğunu iddia etmektedir. Ayrıca, finans sisteminin tasarrufları bir araya getirme, yatırım projelerinin etkinliğini ve verimliliğini değerlendirme, firma yönetimini denetleme gibi faaliyetlerinin de ekonomik büyümeyi ve etkinliği olumlu etkileyeceğini iddia etmektedir (Neusser; Kugler 1998, 638;

⁶⁵ Belirtilen hizmetler, tasarruf hareketliliğinin sağlanması, yatırım projelerinin değerlendirilmesi ve finansal işlemlerin kolaylaştırılmasıdır.

Asamoah 2003, 3; Çetintaş; Barışık 2003, 2; Caposso 2004, 268; Aslan; Küçükaksoy 2006, 27).

Schumpeter'in ardından ve Patrick (1966)'dan önce söz konusu nedenselliğe değinen çalışmalar da mevcuttur. Bunlardan **Bagehot (1873)**'de finansal gelişmenin büyük işler için sermaye hareketliliğini kolaylaştırma suretiyle İngiltere'deki endüstrileşmede (ve sanayi devriminde) önemli bir rol oynadığı ileri sürülmektedir. **Hicks (1969)**'da da finans-büyüme ilişkisinin arz yönlü mekanizması Schumpeter (1911)'deki hipotezlerle uyumlu bir şekilde açıklanmaya çalışılmıştır. Bu çalışmada da finansal gelişmenin büyük işler için sermaye hareketliliğini kolaylaştırma suretiyle İngiltere'deki endüstrileşmede önemli bir rol oynadığı ileri sürülmektedir. Başka bir deyişle, iktisadî kalkınmanın başlangıç aşamalarında gelişmiş bir finans sistemine sahip ülkelerde sanayinin finansmanı daha kolaylaşmaktadır. Böylesi bir iddia, arz yönlü görüşün argümanlarını da destekler niteliktedir.

Finansal aracılık ve ekonomik büyüme ile ilgili betimsel bir çalışma olan **Gerschenkron (1962)**'de, iktisadî geri kalmışlık bağlamında bankacılık sektörünün rolü ortaya konulmuştur. Çalışmadaki hipoteze göre, sanayileşmenin başlangıç aşamalarında bir ülkenin iktisadî gelişmişlik derecesini bankacılık sektörünün ekonomideki yeri belirlemektedir (Eschenbach 2004, 2). Belirtilen hipotez, finans kesimine iktisadî kalkınma ve büyüme açısından büyük bir önem atfetmektedir.

Patrick (1966)'dan itibaren yukarıda belirtilen görüşler daha sistematik bir şekilde ele alınmış ve arz yönlü görüş finans piyasalarının işlevlerinden yola çıkarak söz konusu nedenselliği açıklamaya çalışmıştır. Buna göre, arz yönlü finans-büyüme ilişkisinde finans sistemi iki önemli fonksiyona sahiptir. Bunlardan ilki, finansal aracılardan büyümedeki temel işlevi kaynakların geleneksel-düşük verimliliğe sahip, gelişme ve büyüme olanağı olmayan sektörden modern özelliklere, yüksek verimliliğe ve büyüme olanaklarına sahip sektörlerle aktarılmasını sağlamadır. Finansal aracılardan ikinci temel işlevi ise, modern sektörün yatırım talebini hızlı bir şekilde karşılaması ve bu sektörde girişimci anlayışın ilerlemesine ve girişimcilerin “büyük düşünmesine” yol açmasıdır (Patrick 1966, 175–176; Kar 2001b, 152; Aslan; Küçükaksoy 2006, 28). Belirtilen iki

işlev, Schumpeter'in girişimciler ve yenilikler ile iktisadî kalkınma ve büyüme arasında kurmuş olduğu ilişkilere oldukça yakındır.

King; Levine (1993b) de finans-büyüme ilişkisine yönelik arz yönlü görüşe ilişkin ve İBM çerçevesinde de değerlendirilebilecek bir çalışmadır. Çalışmanın teorik açıklamalarında Romer (1990) ve Grossman; Helpman (1991)'deki gibi, Schumpeterci teknolojik ilerleme modeli kullanılmış ve finansal araçlar ile hisse senetleri piyasasının, verimlilik artışı vasıtasıyla büyümeyi etkileyen yenilik faaliyetlerinin üstlenilmesinde girişimcilere kısmî destek sağladığı sonucuna ulaşılmıştır (Eschenbach 2004,12).

Arz yönlü görüş, M-S yaklaşımına ve neo-klasik görüşe daha yakın olması itibari ile finansal serbestleşmeye ekonomik büyüme açısından önem atfetmektedir. Yaklaşımında finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi üç kanaldan hızlandırdığı iddia edilmektedir. Bu kanallar, finansal serbestleşmenin yurt içi finans piyasalarında etkinliği artırması; yurt içi firmaların yabancı fon kullanma olanaklarını geliştirmesi ve fon kullanım maliyetlerini azaltması; yurt içi firmaların yurt dışı kurumlarla yaptığı yönetim paylaşımını artırması şeklinde sıralanabilir (Galindo; Micco; Ordenez 2002, 8; Onur 2005, 138).

Yine arz yönlü literatüre göre, finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki başka bir olumlu etkisi ilgili politikaların uygulanmasının ardından ekonomideki iyi ve kötü firmaların ayıklanmasının kolaylaşması ile gerçekleşir. Nitekim, finansal serbestleşme sonrası gelişen finansal araçlar konjonktürün daralma aşamalarında zayıf ve etkinsiz firmaları finanse etmekten imtina ederler. Böylece, bu firmalar piyasadan çekilmek zorunda kalırken; güçlü ve etkin firmalar, finansman olanaklarını devam ettirirler. Ayrıca, konjonktürün yükselme aşamalarında tüm firmalar piyasada kalmak ve dışsal finansal olanaklardan yararlanmak için daha etkin olmaya çalışırlar. Belirtilenlere ilave olarak finansal hizmetlerin niteliğinin ve niceliğinin artmasını sağlayan kurumların çoğalması, ekonomik büyümeyi hızlandırıcı etkiye sahiptir (Silva 2002, 234; Onur 2005, 138–139). Sonuç olarak, ekonomideki firma etkisi dolayısıyla da genel etkinlik finans sistemi aracılığı ile sağlanmış olur.

III.4.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisinde Talep Yönlü Görüş

Keynesyen ve yeni yapısalci görüşlere yakın bir çizgide olan talep yönlü yaklaşıma göre, reel sektördeki gelişme (reel hâsılanın artması, ticaretin yaygınlaşması ve tarım sektörünün çağdaşlaşması) sonucu artan yatırım ve tüketim talebi, finans sisteminin araçlarına ve aracılara olan talebi de artırmakta ve farklı/yeni finansal hizmetlerin ihdas olmasına yol açmaktadır. Böylece, finans sisteminin ilerleme yolu, bu hizmetlerin talebine bağlı olarak gelişme göstermekte; sistem genişlemekte ve daha iyi bir şekilde işlemekte; söz konusu gelişme daha sonra geri dönüşüm etkisi ile ekonomik büyümeyi destekleyici bir unsur olabilmektedir. Belirtilen iddia, talep yönlü görüşün temel argümanı olup; söz konusu argüman bu görüşün büyük ölçüde yapısalci yaklaşımın argümanları ile paralellik taşıdığını göstermektedir. Başka bir deyişle, yeni yapısalci yaklaşımın finans kesiminin ekonomik büyüme sürecinde pasif ve ihtiyatî bir role sahip olduğu yönündeki çıkarımını talep yönlü görüş de paylaşmaktadır (Patrick 1966, 175; Jung 1986, 333; Liu 1998, 38; Kar 2001b, 152; Calderon; Liu 2002, 1; Aslan; Küçükaksoy 2006, 28).

Talep yönlü hipotezin belirtilen görüşleri büyük ölçüde **Robinson (1952)**'de ele alınmıştır. Çalışmada finansal gelişmenin büyüme üzerinde nedensel bir etkiye sahip olmadığı ve finansal gelişmenin finansal hizmetlere yönelik daha yüksek talebin bir sonucu olarak ekonomik büyümenin arkasından geldiği iddia edilmektedir. Bu iddia, bir ekonominin büyümesi halinde finansal ürünlere ve finansal hizmetlere yönelik talebin artacağı şeklindeki argüman ile desteklenmektedir. Başka bir deyişle, çalışmada iktisadî kalkınmanın müteşebbislerin finansal araçlar konusunda yeniliklere ihtiyaç duymasına ve bu surette finans sisteminin de gelişmesine neden olacağı iddia edilmektedir (Levine 1997, 688).

Finans-büyüme ilişkisine yönelik talep yönlü görüşe dair ilk çalışmalardan biri olan **Gurley; Shaw (1967)**'de finansal aracılık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler betimsel olarak ele alınmıştır. Talep yönlü görüşün başka bir önemli çalışması **Goldsmith (1969)**'da büyüme üzerinde finansal aracılığın pozitif etkisinin, yatırımların hem hacim hem de verimlilik etkisi ile ortaya çıkacağı; ancak, belirtilen etkilerin

ekonomik büyümenin ilerleyen aşamalarında azalacağı da iddia edilmektedir (Eschenbach 2004, 5).

III.4.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisinde “Kalkınma Safhası” Hipotezi

Patrick (1966)’da açıklanan ve birbiri ile çatışan talep ve arz yönlü görüşlerin dışında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri açıklayan alternatif bir görüş de kalkınma safhası hipotezidir. Kalkınma safhası hipotezine göre, iktisadî kalkınmanın başlangıç aşamalarında arz yönlü bir ilişki söz konusu iken; iktisadî kalkınmanın ilerleyen aşamalarında talep yönlü bir nedensellik ilişkisi görülmektedir. Daha açık bir deyişle, kalkınmanın ilk safhalarına finansal gelişme reel sermaye oluşumunu olumlu yönde etkilemektedir. Yenilikler ve yeni finansal hizmetlerin ihdası yatırımcılar ve tasarruf sahipleri için yeni fırsatlar sunmakta ve ekonomik büyümeye bir ivme kazandırmaktadır. Ekonominin ve finans sisteminin gelişmesi arttıkça, finansal gelişmenin arz yönlü unsurları aşama aşama gerilemekte ve talep yönlü unsurları ağırlık kazanmaktadır (Calderon; Liu 2002, 1–2; Aslan; Küçükaksoy 2006, 28–29).

Esasında söz konusu ilişki **Patrick (1966)**’da da belirtilmiş, arz ve talep yönlü görüşlerin birbirleri ile etkileşimi olan iki fenomen olabileceği zımnen iddia edilmiş ve ekonomik büyümenin ilerleyen aşamalarında arz yönlü ilişkinin önemini kaybederek yerini talep yönlü ilişkiye bırakabileceği hem endüstri seviyesinde hem de genel ekonomi düzeyinde geçerli olabileceği ileri sürülmüştür (Patrick 1966, 177).

Patrick (1966)’yı destekleyecek bir şekilde ve daha önce de ele alınan **Goldsmith (1969)**’a göre, finansal gelişme ile sağlanan kişi başına büyüme hızındaki artış sonrasında bir geri dönüşüm etkisi oluşarak finans piyasalarının daha fazla gelişmesi söz konusu olabilir (De Gregorio 1998, 3). Benzer bir iddianın yer aldığı **Williamson; Mahar (1998)**’de ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru azalan bir nedensellik ilişkisi olduğu savunulmaktadır. Finansal hizmetlere olan talep artışı, başlangıçta reel büyüme hızını artırabilirken; ilerleyen aşamalarda iktisadî kalkınma finans sistemindeki gelişmeyi azaltabilir (Williamson; Mahar 1998, 3). **Mody; Murshid (2005)**’de de dolaylı sermaye akımlarının yurt içi yatırımları birebir artıracığı; başka bir

deyişle, finansal gelişmenin unsuru olarak görülen dış finansal serbestleşmenin yatırımları ve büyümeyi ilk dönemlerde hızlandıracacağı; ancak, uzun dönemde belirtilen ilişkinin zayıflayacağı iddia edilmiştir. Bu iddia kalkınma safhaları hipotezi ile tutarlılık göstermektedir (Mody; Murshid 2005, 260–262).

Kalkınma safhaları hipotezinin farklı yorumları da söz konusudur. Nitekim, literatürdeki bazı çalışmalarda iktisadî kalkınmanın ilk aşamalarında finans piyasalarının varlığı önemlidir; ancak, bu piyasalar ilk başlarda düşük bir hızda büyüme gösterirler ve bunların gelişmesinde ekonomik büyüme etken olur. Finans piyasalarının ekonomik büyümeye destek olacak bir yapıya bürünmesi ise, ekonominin orta seviye kalkınma düzeyinde söz konusudur. Bu aşamada ekonominin büyüme hızı ve tasarruf oranı birlikte artar iken; gelir dağılımı bozulur. Ekonomi daha da geliştikçe finansal araçlar daha iyi bir yapıya kavuşur. Zira, potansiyel yatırımlar hakkında bilgi toplama ve analiz etme suretiyle finans kurumları daha etkin yatırım projelerinin uygulanmasını sağlar ve bu surette ekonomik büyüme hızlanır. Ekonominin daha ileri kalkınma aşamalarında ise, gelir dağılımındaki adaletsizlik azalmaya başlar; tasarruf oranları düşer ve büyüme hızı kalkınmanın başlangıç aşamalarındaki seviyenin üzerinde durağan ve istikrarlı bir düzeyde seyreder. Bu seviyede artık ekonomik büyümenin sağladığı olanaklar ile finans sistemi gelişir (Greenwood; Jovanovic 1990, 1078–1079; 1099–1100; Atamtürk 2007, 78).

Arz yönlü görüşe göre göreceli getiri oranlarına göre küçük tasarruf sahiplerinden büyük yatırımcılara doğru kıt kaynakların kanallize olmasında finans sistemi önemlidir. Nitekim, ilgili mekanizmanın kurulması ekonomideki büyüme hızının artmasına vesile olur. Belirtilen bakış açısından finansal gelişme sürdürülebilir modern ekonomik büyüme sürecinde giderek daha az önem arz ederken; ekonomi kalkındıkça talep yönlü görüşün ileri sürdüğü ilişkiler ortaya çıkmaktadır (Jung 1986, 333).

Sonuç olarak, finans-büyüme ilişkisindeki nedensellik önceki kısımlarda görüldüğü üzere oldukça tartışmalıdır. Her iki görüşün de haklılık payları olmakla beraber temel üretim faktörleri göz önüne alındığında finans sisteminin rolünün arz yönlü görüşte abartıldığı; talep yönlü yaklaşımın ve kalkınma safhaları hipotezinin daha makul açıklamalarının olduğu iddia edilebilir. Söz konusu nedenselliğin yönü ülke, zaman ve

kalkınmışlık seviyesine göre farklılık arz edebilir. Belirtilen farklılık politika uygulamalarında önem arz etmektedir. Özellikle, 1980’li yıllardan sonra GOÜ’lerdeki finans sistemine yönelik politikaların teorik temelleri M-S yaklaşımına dayanmaktadır. Bu yıllardan itibaren söz konusu ülkelerde ortaya çıkan finansal krizler, politik uygulamaların niteliğinin sorgulanmasına yol açmıştır. Bu krizler bir yandan finans sistemine yönelik politika uygulamalarının niteliğini diğer yandan da zamanlamasını tartışmaya açmış ve finans-büyüme nedenselliğinin tespitine önem kazandırmıştır. Bir sonraki bölümde belirtilen krizlerin finansal gelişmelerle bağlantısı irdelenecektir.

III.5. BÖLÜMÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Daha önce de belirtildiği üzere, finans-büyüme ilişkisine ilişkin teorik literatürde üzerinde en çok durulan iki kavram finansal gelişme ve finansal serbestleşmedir. Finans sisteminin gelişmesi politika yapıcılarının temel hedeflerindendir ve sistemin gelişmesi konusunda McKinnon-Shaw yaklaşımı ve yeni yapısalci yaklaşım, birbirleri ile zıt yönde hipotezler ileri süren iki ekoldür. Yeni yapısalci yaklaşım, Keynesyen temelleri itibariyle müdahaleye, düzenlemeye ve kısıtlamaya daha fazla tâbi bir finans sistemini önerirken; neo-klasik temelleri itibariyle McKinnon-Shaw yaklaşımı daha serbest, dışa açık ve müdahalenin son derece kısıtlı olduğu bir finans sistemini tavsiye etmektedir. Nitekim, Keynesyen ekol ve takipçisi yeni yapısalci yaklaşım finans sistemindeki gelişmeyi finansal istikrar ile özdeşleştirirken; neo-klasik ekol ve takipçisi McKinnon-Shaw yaklaşımı serbest piyasa koşullarında işleyen özel teşebbüs ağırlıklı bir finans sistemini gelişmiş olarak nitelendirmektedir. Neo-klasik yaklaşımın 1970’li yıllardaki reel sektör kaynaklı küresel krizlerin etkisiyle Keynesyen görüşe baskın gelmesi, 1980’li yıllardan sonra GOÜ’lerde reel kesimde olduğu gibi finans kesiminde de neo-klasik yaklaşımın önerdiği “serbestleşme” iktisat politikalarının temel unsuru olmuştur. Böylece, finansal gelişme serbestleşme politikalarına bağlanmış ve GOÜ’lerin önemli bir kısmı finans sistemine yönelik serbestleştirme politikaları uygulamıştır.

M-S yaklaşımı finans-büyüme ilişkisinde finansal serbestleşmeye büyük bir önem atfetmektedir. Yaklaşımın göre, finansal serbestleşmenin de hem içe dönük hem dışa dönük bir şekilde gerçekleştirilmesi ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Finansal serbestleşmeye verilen bu önem finansal baskı politikalarının da tüm unsurları ile ret edildiği anlamına gelmektedir. Nitekim, yaklaşımda finansal baskı politikalarının olumsuzlukları farklı makro ekonomik değişkenler üzerinden gösterilmektedir. M-S yaklaşımının finans-büyüme ilişkisinde kurduğu temel mekanizma ise, modern üretim sürecinin finansmanında gelişmiş bir finans sisteminin çok önemli olduğu fikrine dayanmaktadır. Ayrıca, gelişmiş bir finans sistemi ekonomideki atıl fonların üretim sürecine aktarılmasına yol açacağı ve böylece sermaye birikiminin hızlanarak ekonomik büyümenin hızlanmasına katkıda bulunacağı da bu yaklaşımın temel iddialarındandır. Başka bir deyişle, yeni-yapısalci yaklaşım neo-klasik üretim fonksiyonundan yola çıkarak yatırım kanalı ile üzerinden bir mekanizma ile finans-büyüme ilişkisini

açıklamaktadır. Belirtilen mekanizmada en önemli unsur ise, faiz oranlarının yurt içi piyasalarda piyasa koşullarında belirlenmesi ve ülkeye fon giriş-çıkışının serbest olmasıdır. Bu mekanizmanın esin kaynağı ise, Solow modelinde yakınsamaya ilişkin ileri sürülen iddialar ile İBM’de ileri sürülen kurumsal gelişmeye ilişkin argümanlardır.

M-S yaklaşımı neo-klasik teoriyi ve bu teorinin varsayımlarını temel almaktadır. Neo-klasik iktisadın piyasalar hakkındaki varsayımlarının geçerli olmaması halinde finans-büyüme ilişkisine dair iddiaları da geçerli olmayabilecektir. Bu iddiadan yola çıkan yeni yapısalci yaklaşım, özellikle finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde M-S yaklaşımında iddia edildiği gibi olumlu etkilerinin olmayabileceği ileri sürülmektedir. Nitekim, piyasa aksaklıklarının daha fazla görüleceği GOÜ’lerde finansal serbestleşme başka etkenlerin devreye girmesi ile ekonomik büyümeyi artırmak bir yana önemli ölçüde sektöre uğratabileceği bu yaklaşımın temel iddialarındandır. Yeni yapısalci yaklaşımın önemli bir iddiası da, finansal serbestleşme sonrasında artan reel faiz oranlarının yatırımlar üzerinde olumsuz etkisi olacağı; belirtilen olumsuz etkinin de ekonomik büyümeye yansıyacağıdır.

M-S yaklaşımı ile yeni yapısalci yaklaşımın belirtilen farklılıkları finans-büyüme ilişkisine dair farklı nitelikte mekanizmaları savunan üç yaklaşımı da beraberinde getirmiştir. Bunlardan ilki, neo-klasik iktisat ile McKinnon-Shaw hipotezini destekleyen arz yönlü yaklaşımdır ve bu yaklaşım finans sistemindeki gelişmeden reel sektördeki kalkınmaya doğru bir nedensellik ilişkisini savunmaktadır. İkincisi ise, Keynesyen iktisat ile yeni yapısalci yaklaşımı destekleyen talep yönlü yaklaşımdır ve bu yaklaşımda da reel sektördeki kalkınmadan finans sistemindeki gelişmeye doğru bir nedensellik savunulmaktadır. Belirtilen iki görüşün sentezi olarak görülebilecek kalkınma safhaları hipotezi ise, iktisadî kalkınmanın farklı aşamalarına göre ilişki niteliğinin değiştiği iddia etmektedir. Bütün bunlara ilave olarak, literatürde finans-büyüme ilişkisinin karşılıklı olarak söz konusu olmadığını iddia eden çalışmalar da mevcuttur.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM:

TÜRK EKONOMİSİNDE FİNANS SİSTEMİNİN VE EKONOMİK BÜYÜMENİN GELİŞİMİ

Bu bölümde bir yandan Türk ekonomisinde finans sistemindeki gelişim tarihsel olarak ele alınacak, diğer yandan da ekonomik büyümenin seyri ve dinamikleri ortaya konulacaktır. Böylece, finans sistemi ile ekonomik büyümenin seyri arasındaki olası ilişkilerin tespit edilmesine zemin hazırlanacaktır. Bölümde ilk olarak dönemler itibarı ile büyüme ve büyümenin dinamikleri ortaya konulacak; ardından, finans sistemine yönelik politika uygulamaları ve bunların büyüme açısından sonuçları değerlendirilecektir.

IV.1. TÜRK EKONOMİSİNDE BÜYÜMENİN GELİŞİMİ

Türk ekonomisinde büyümenin seyri Cumhuriyet'in kuruluşundan itibaren farklı iktisat politikalarına göre farklı dinamikleri barındırmıştır. Söz konusu dönem 1980'li yıllara kadar içe dönük ve 1980'li yıllardan sonra dışa dönük kalkınma politikaları ile karakterize olmuştur. Tüm dönemin ortak özelliği ise, büyüme hızı konusunda belirgin bir istikrarın yakalanmamış olması ve büyüme oranlarının son derece dalgalı bir seyir izlemesidir. Tablo (4.1)'de belirtilenler ortaya konulmaktadır.

Tablo 4.1: Türk Ekonomisinde Dönemsel Ortalama Büyüme Oranları ve Dönemsel Gelişmeler

Dönem	Ortalama Büyüme Hızı (%)				Dönemin Açıklaması
	Tarım	Sanayi	Hizmet	GSMH	
1924–2005	3,74 (1,57)	6,68 (0,83)	5,44 (0,64)	4,91 (0,85)	Tüm dönemler
1924–1980	4,85 (2,22)	7,14 (1,11)	5,62 (0,81)	5,12 (1,14)	İthal ikâmecî sanayileşme stratejisi
1924–1938	10,2 (6,15)	9,88 (2,30)	7,33 (1,27)	7,93 (2,80)	Cumhuriyetin kuruluş yılları ve sanayi planlarının uygulandığı dönem
1939–1946	1,64 (8,86)	0,36 (5,01)	-0,63 (3,68)	-0,13 (5,32)	II. Dünya Savaşı yılları
1947–1980	3,28 (1,60)	7,53 (0,90)	6,16 (0,73)	5,11 (0,73)	II. Dünya Savaşı'ndan 1980'li yıllara kadar
1947–1960	5,63 (3,55)	7,21 (1,46)	6,83 (1,26)	5,48 (1,39)	Çok partili rejime geçiş ve ardından ekonomide liberal uygulama yılları
1961–1977	1,70 (1,27)	9,37 (0,81)	6,86 (0,67)	5,83 (0,67)	Planlı kalkınma dönemi
1978–1980	1,29	-1,44	-0,93	-0,68	Siyasal ve ekonomik kriz yılları
1981–2005	1,22 (0,87)	5,64 (1,03)	5,02 (1,06)	4,42 (1,02)	Dışa açılma, serbestleşme ve ihracata dönük sanayileşme stratejisi
1981–1989	0,63 (1,45)	7,01 (1,00)	5,57 (1,27)	4,80 (0,91)	1980 yılından finansal küreselleşmeye kadar geçen dönem
1990–2005	1,56 (1,12)	4,87 (1,50)	4,74 (1,52)	4,21 (1,54)	Finansal küreselleşme sonrası
1990–1993	2,23	6,38	7,03	6,07	Finansal küreselleşmeye geçiş ile 5 Nisan krizi arasındaki dönem
1999–2001	-2,55 (3,23)	-2,16 (4,16)	-1,11 (5,08)	-3,09 (4,82)	2001 krizi
2002–2005	3,00 (2,10)	8,26 (0,70)	8,15 (0,74)	7,82 (0,82)	2001 krizi sonrası

Not: Tabloda dönem ayrımı için Ay; Karaçor (2006)'dan yararlanılmıştır. Parantez içerisindeki değerler standart hataları vermektedir. Ham veriler Devlet Planlama Teşkilatı'nın <http://www.dpt.gov.tr> internet adresinden elde edilmiş ve ortalamalar ile standart sapmalar ise tarafımızca hesaplanmıştır.

Tablo (4.1)'den görüleceği üzere büyüme hızı ve bunların standart sapmaları konusunda dönemler arasında önemli farklılıklar söz konusudur. Belirtilen farklılık istikrarsızlığın göstergesidir ve standart sapmanın farklı dönemlerde artması bu istikrarsızlığı doğrulamaktadır. Dönem boyunca ortalama büyüme hızından aşağı ve yukarı doğru önemli sapmalar söz konusudur ve durum esasında büyüme politikalarının etkin ve

istikrarlı bir şekilde yönlendirilmediğinin; yani, uzun dönemli bir büyüme politikasının izlenmediğinin göstergesidir. Tablo (4.1) sektörler itibariyle değerlendirilecek olursa, sanayi kesiminin ortalama büyüme hızı diğer sektörlerle göre daha yüksektir. Bu durum sanayinin ekonomik büyümenin itici gücü olduğu yönündeki teorik iddiaları doğrular niteliktedir. Sanayi sektörüne ilişkin verilerin standart sapmaları dönem boyunca görece olarak daha düşük değerler almıştır. Bu durum ortalamadan sapmanın uzun dönemde düşük olduğunu göstermektedir. Aşağıdaki alt kısımlarda Türk ekonomisinin büyüme performansı ve dinamikleri alt dönemler itibariyle ele alınacak ve Tablo 4.1'den yararlanılarak açıklanacaktır. Belirtilen dönemsel ayrımlar genel olarak iktisat politikalarındaki değişimler itibariyle yapılmıştır.

IV.1.1. 1923–1947 Yılları Arasında Büyümenin Gelişimi

1930'lu yıllarda kapitalist sisteminin dünya genelinde en büyük buhranlarından birini yaşamasına karşın Türkiye'de korumacılıkla beraber ithal ikâmecî sanayileşme politikasının uygulanması, dünya konjonktürüne zıt ve başarılı sonuçlar elde edilmesine yol açmıştır. 1950'li yıllara kadar büyümenin temel dinamiği devletçi politikalardır ve bu politikalar başarılı etkilere yol açmıştır. Söz konusu dönemde büyümenin temel kaynağının sanayileşme olduğu kabul edilmiş ve sanayileşme devlet eliyle gerçekleştirilmeye çalışılmıştır (Karluk 1999, 60; Ay, Karaçor 2006, 68; Pamuk 2007, 15). Tablo 4.1'den görüleceği üzere Cumhuriyet'in kuruluşundan II. Dünya Savaşı'na kadar GSMH'nin ortalama büyüme hızı diğer dönemlere nispetle en yüksek düzeylerini göstermiştir. Belirtilen büyüme hızının standart sapması özellikle tarım sektöründe yüksektir ve tarım sektöründe yaşanan bu durum ekonomik büyümenin seyrine de yansımıştır. Ekonominin tarıma bağlılığının yüksek olduğu bu dönemde söz konusu yansıma da doğaldır. Özetle, bu dönemde elde edilen yüksek büyüme hızına karşın bu dönemde de büyüme konusunda istikrarsız bir eğilim söz konusudur.

Diğer taraftan, II. Dünya Savaşı boyunca tüm sektörlerdeki ve GSMH'deki büyüme sınırlı kalmış ve standart sapmaların yüksek değerler alması itibariyle de istikrarsız eğilim şiddetle kendini göstermiştir. Yaşanan savaştan ekonomik büyüme açısından böyle bir sonucun ortaya çıkması, yine ekonominin tarım sektörüne olan aşırı bağımlılığını göstermektedir.

IV.1.2. 1947–1980 Yılları Arasında Büyümenin Gelişimi

1947–1980 yılları arasında Türk ekonomisinin tüm alt sektörler ve genel olarak ortalama büyüme hızı %5'in üzerindedir ve bu yıllarda yakalanan büyüme hızı 1980'li yıllardan daha yüksektir. Esasen, bu dönem de 1947–1960 ve 1960–1980 olmak üzere iki alt dönem itibariyle incelenebilir. Bunlardan birinci dönemde, tarım sektörüne önem verilirken; ikinci dönemde, yani 1960 sonrasında, sanayi kesimine önem verilmiştir. Ayrıca, 1950–1960 dönemi çok partili rejime geçişle birlikte ekonomide serbestleşme eğilimleri artmıştır (Karluk 1999, 55; Eroğlu; Albeni 2002, 184–185; Pamuk 2007, 13; 15). Nitekim, 1977 yılına kadar ekonomik büyüme düşük standart hatalardan görüleceği üzere istikrarlı bir seyir gösterirken; bu yıldan sonra istikrar 1980 sonrasını da kapsayacak şekilde önemli ölçüde bozulmuştur.

1950'li yıllardan sonra ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesinde uygulanan temel politika ithal ikâmecî sanayileşme stratejisidir. Her ne kadar belli bir dönem tarıma önem verilse de, daha önceki dönemde olduğu gibi sanayileşme yoluyla, devlet eliyle ve KİT'ler vasıtasıyla büyüme hızının artırılmasına çalışılmıştır (Eroğlu; Albeni 2002, 187; Mangır 2006, 462). Bu dönemde ortalama kişi başına GSYİH büyümesi %5,4 düzeyinde gerçekleşmiştir. Belirtilen büyümenin kaynağı arz cephesinden ve sermaye birikimi kanalı ile gerçekleşirken; teknolojik gelişme ikincil kaynak ve işgücü artışı üçüncül kaynak olmuştur. Ayrıca, büyümenin talep yönlü kaynağı da büyük ölçüde iç talep artışı olmuştur (Ay; Karaçor 2006, 69). Zira, savaş yıllarında ortalamada pozitif büyüme oranlarına rağmen standart sapma itibariyle en yüksek istikrarsızlık tarım sektöründe yaşanmıştır.

1950'li yılların başında ekonomide yapısal bir değişim yaşanmamasına karşın %11 gibi yüksek bir büyüme hızı görülmüştür. Böylesi yüksek bir büyüme hızının nedeni, ülkeye gelen dış mali yardımlardaki artış ile dünya tarım piyasalarındaki gelişmelerdir. 1954 yılından itibaren artış hızı önemli ölçüde düşmüştür. 1954 yılından sonra ekonomideki yapısal değişim gerçekleşmeye başlamış, sanayi sektörü ekonomideki payını önemli ölçüde artırmaya başlamış; ancak, ekonominin tarıma olan bağımlılığı devam etmiştir.

1960'lı yıllara doğru ekonominin büyüme hızı ile sanayinin ekonomideki payının artışı hızı yavaşlamıştır (Erdem; Şanlıoğlu; İlgün 2009, 10–11; 27–29; 40–41).

1960'lı yıllardan sonra nüfusun tarımdan sanayiye yönelmesi ile birlikte, sağlıklı olarak nitelendirilse de, kentleşme gerçekleşmiş; kentleşmenin sağladığı olanaklarla ve sanayinin verdiği dinamikle büyüme hızı kazanmıştır. Bu dönemde kalkınma planları uygulanmış ve temel amaç hızlı sermaye birikimine bağlı olarak sanayileşme ile büyüme hızının artırılması olmuştur. Dönemin ilk beş yıllık kısmında sanayinin %9 oranında büyümesi, kalkınma planındaki hedefin büyük ölçüde gerçekleştirildiğini göstermektedir. Planlarda %7'lik büyüme hedefi belirlenmiş ve bu hedef büyük ölçüde tutturulmuştur. Belirtilen amaca dışa kapalı ekonomi modeli, ithal ikâmecî sanayileşme stratejileri ve kamu müdahaleleri ile ulaşılmaya çalışılmıştır. Büyüme hızı konusunda da 1970'li yıllara kadar yüksek ekonomik büyüme hızı ve fiyat istikrarı birlikte sağlanmıştır. Ancak, dönemin ikinci yarısındaki büyüme hızı birinci döneme göre düşük düzeyde kalmıştır. Zaten, kapitalist dünya genelinde de belirtilen yıllar büyümenin altın yılları olarak nitelendirilmektedir ve bu yıllardan Türk ekonomisi de nasibini almıştır. Bu dönemde kişi başına ortalama GSYİH büyümesi %4,1 düzeyinde gerçekleşmiş ve bu büyüme hızına en önemli katkı sanayi sektöründen gelmiştir (Karluk 1999, 60; Eroğlu; Albeni 2002, 188; Ay; Karaçor 2006, 69; Pamuk 2007, 15; Erdem; Şanlıoğlu; İlgün 2009, 72; 74; 96–98).

1970'li yıllar ise, büyük ölçüde 1960'lı yılların özelliklerini gösteren; ancak, gerek ekonominin yapısal sorunlarının ve dış şokların, gerekse de ekonomi dışı siyasal içerikli sorunların ekonomik büyümeyi istikrarsızlaştırdığı ve söz konusu istikrarsızlıkların etkisini önemli ölçüde hissettirdiği bir dönemdir. Dönemin ilk yarısında olumsuz koşullara karşın dönemin ilk yarısında kamu sektörü kaynaklı yüksek büyüme hızlarına ulaşılmıştır. Bu dönemde de ekonomik büyümeye en önemli katkıyı sanayi sektörü sağlamıştır. Dönemin sonuna doğru ekonominin yaşadığı dar boğazlar nedeniyle büyüme hızı düşmüştür (Erdem; Şanlıoğlu; İlgün 2009, 118–121). Bu dönemdeki iktisadî sıkıntılar büyük ölçüde 24 Ocak kararları için bir zemin hazırlamıştır.

IV.1.3. 1980’li Yıllardan Sonra Büyümenin Gelişimi

1980 sonrası ekonomik büyümenin hızlanmasında uygulanan politikalar Keynesyen (müdahaleci) refah devleti anlayışı yerine düzenleyici devlet anlayışının ve neo-liberal stratejilerin benimsendiği yıllardır. Bu stratejiler çerçevesinde ithal ikâmecî sanayileşme stratejileri terk edilerek ihracata dönük sanayileşme stratejisine geçilmiştir. Dışa dönük sanayileşme stratejisi ile birlikte fiyat oluşumunun, dış piyasalarla uyumlu bir şekilde kaynak tahsisinde etkinliği sağlayıcı bir mekanizmaya dönüşmesi hedeflenmiştir. Belirtilenlerin yanı sıra, kamu harcamalarının altyapı yatırımları ile sınırlandırılması ve finans piyasalarının serbestleştirilmesi 1980 sonrası serbest piyasa mantığı ile uyuşan diğer stratejilerdir. Öte yandan, 1980 sonrasında Türkiye siyasal kargaşadan sıyrılmış ve küreselleşmeye katılım için gerekli “politik istikrarı” elde etmiştir. Söz konusu dönemde ekonomik büyüme hızlanmış ve hızlı büyüme 1990’lı yıllara kadar istikrar ile birlikte yaşanmıştır. Büyüme hızının artışında itici güçleri, iç ve dış talep artışı; bu talep artışına cevap verebilen sanayi sektörü olmuştur (Eroğlu; Albeni 2002, 188; Odekon 2002, 1–2; Ay; Karaçor 2006, 70; Mangır 2006, 463; Pamuk 2007, 15; Erdem; Şanlıoğlu; İlgün 2009, 162–163).

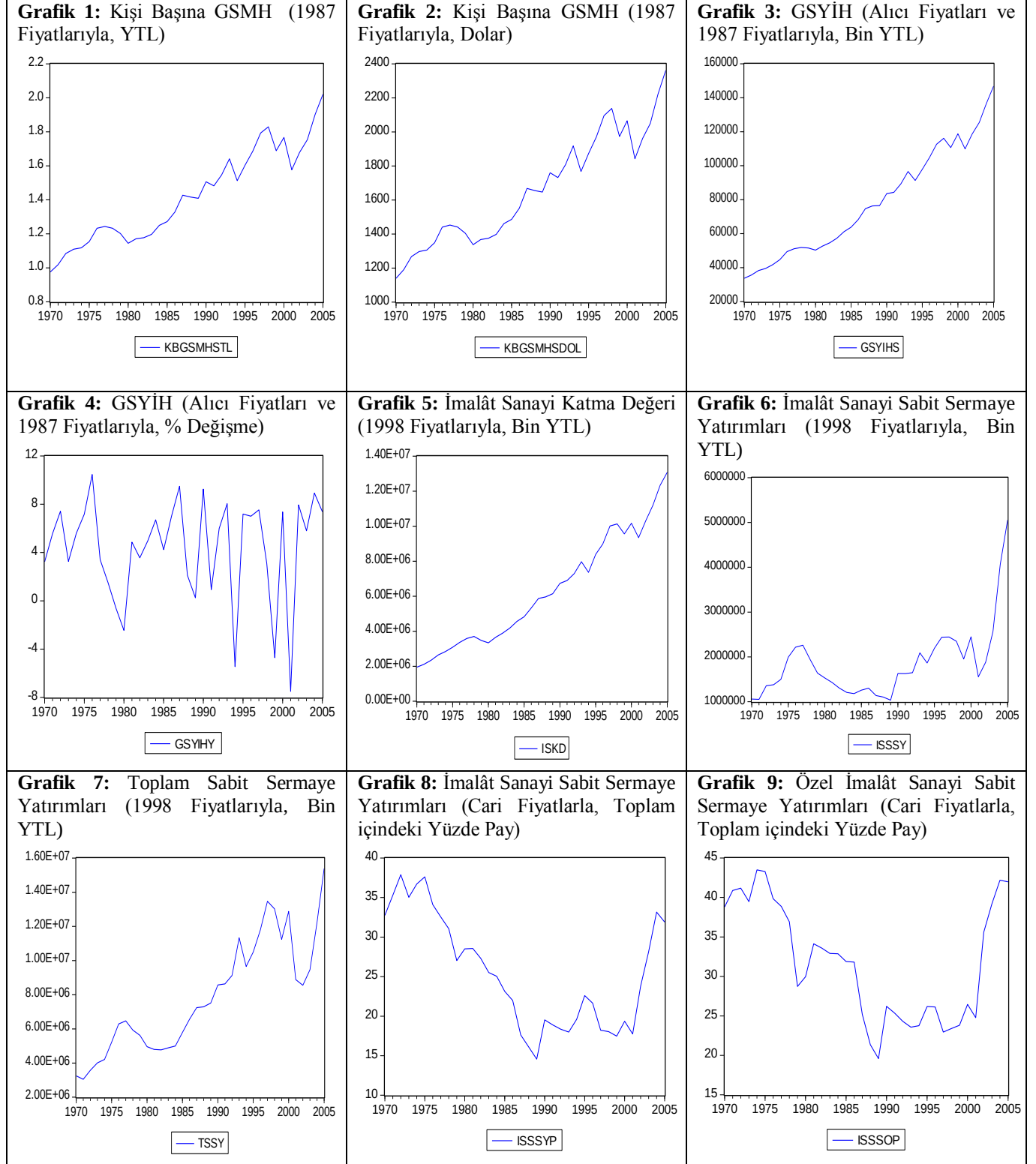
Belirtilen istikrardan 1990’lı yıllar için bahsetmek güçtür. 1990’lı yıllardan sonra Türk ekonomisinde iktisadî performansta ve buna bağlı büyüme performansında oldukça dalgalı, istikrarsız ve dengesiz bir süreç yaşanmıştır. Bu durumun nedenleri olarak yapısal dönüşümün bir ölçüde sathî kalması, büyümenin itici gücü olarak ekonominin talep yönlü kaynaklarından yararlanılması; buna karşın, ekonomik büyümenin arz yönlü kaynaklarına yeterince önem verilmemesi ve bu çalışmanın konusu doğrultusunda finansal serbestleşmenin yanlış yönlendirilmesi gösterilebilir. Nitekim, 1988 yılından itibaren büyüme konusunda 1980’den beri yakalanan olumlu hava tersine dönmüş ve daha sonraki yıllar Türk ekonomisi önemli finansal krizlerin de etkisiyle büyüme açısından oldukça dramatik eğilimler göstermiştir. Belirtilen yılın temel özelliği ise, finansal serbestleşmenin yurt dışı ayağına; yani, dolaylı yabancı sermaye hareketlerine getirilen serbestidir. Bu yıldan itibaren ekonomik büyüme ile dolaylı yabancı sermayenin hareketleri kuvvetli bir ilişki içine girdiği; başka bir deyişle, büyümenin sermaye girişleri gibi istikrarsızlaştığı iddia edilebilir. Nitekim, sanayi üretiminin sermaye hareketlerine bağlı finansal krizlerle birlikte aşırı düşüşler göstermesi belirtilen iddiayı desteklemektedir. Bütün belirtilenlere ilave olarak 1991 Körfez Savaşı, 1994

finansal krizi, 1998 Rusya Krizi, 1999 Marmara Depremi, 2000–2001 finansal krizi ekonomik büyümenin istikrarsızlaşmasında diğer önemli faktörler olarak sıralanabilir (Odekon 2002, 1–2; Yeldan 2002, 187–188; Tarı; Bozkurt 2006, 2; Ay; Karaçor 2006, 71; Erdem; Şanlıoğlu; İlgün 2009, 234–237).

Yukarıda belirtilenleri desteklemek için Tablo (4.2)’de Türk ekonomisindeki büyümeye, imalât sanayine ve sermaye yatırımlarına ilişkin serilerin grafikleri sunulmuştur. Grafiklerden görüleceği üzere, kişi başına GSMH ve kişi başına GSYİH değişkenleri genel olarak trend unsurlarını taşımaktadır. Söz konusu durum Grafik 1, 2 ve 3’te net olarak görülmektedir. Grafik 4’de görülen GSYİH’nin yüzde değişimi ise, 1970’li yıllardan itibaren oldukça dalgalı bir seyir izlemektedir. Dalgalanmanın şiddeti 1980’li yıllardan sonra artarken; dalga boyu ise, daralmıştır.

Grafik 5’te imalât sanayindeki gelişimin ve imalât sanayinin milli gelire katkısının bir göstergesi olarak sektörde yaratılan katma değer trend içerecek şekilde sürekli artış eğilimi görülmektedir. Bu değişkendeki eğilim GSMH ve GSYİH değişkenlerindeki eğilimlerle benzerlik göstermektedir. Diğer taraftan, Grafik 6’da sabit sermaye yatırımlarının 1970’li yıllardan itibaren durağan bir eğilim gösterdiği ve 2000’li yıllara kadar belirgin bir trendin yaşanmadığı; ancak, 2000 yılından itibaren artış yönünde bir trend olduğu görülmektedir. 2000 yılından itibaren imalât sanayi sermaye yatırımlarındaki söz konusu artış Grafik 7, 8 ve 9’da da görülmektedir. Grafik 7’de yer alan toplam sabit sermaye yatırımlarının gelişimi de trend içermektedir. Bu değişken 1990’lı yıllara kadar göreceli bir istikrar gösterir iken; 2000 krizi ile çöküş yönünde önemli bir yapısal kırılma gösterdiği intibakını vermiştir. Ancak, bu çöküşün ardından tekrar söz konusu değişken yine önemli bir artış trendine girmiştir.

Tablodaki grafiklerden belki de en dikkat çekenleri Grafik 8 ve Grafik 9’dur. İmalât sanayinin genel olarak ve özel sektör açısından toplam yatırımlar içindeki payını gösteren bu grafiklerde, 2000’li yıllara kadar genel olarak azalma eğilimi görülmektedir. Söz konusu azalma eğilimini 1990’lı yıllardan sonraki finans sistemine yönelik politikalar da engellememiştir. Bu durum, finansal serbestleşmeye yönelik politikaların yatırımları (özellikle de büyümenin itici gücü olan sanayi yatırımlarını) etkileyeceğini öne süren M-S yaklaşımının önermelerine zıt bir durumdur.

Tablo 4.2: Türk Ekonomisinde Büyümeye İlişkin Temel Eğilimler (1970–2005)

Daha önce de belirtildiği üzere, literatürde 1990 sonrası ekonomik büyümedeki istikrarsızlığa ilişkin birçok neden ileri sürülmektedir. Büyümenin istikrarsızlığına yol açan faktörlerden finansal gelişmelerle ilgili olanlar Yeldan (1996), Uygur (2003) ve Tarı; Bozkurt (2006)'da uygulamalı olarak araştırılmıştır. Yeldan (1996)'ya göre, kısa vadeli sermaye hareketleri; Uygur (2003)'ya göre, reel faiz oranlarındaki gelişmeler büyümenin istikrarsızlığına dair önemli bir finansal faktördür. Tarı; Bozkurt (2006)'ya göre de, finansal küreselleşmeye bağlı olarak bankacılık sisteminin kısa vadeli dış borçlanma olanaklarının artması ile elde ettikleri fonları kamu kesimine yüksek faiz oranlarından aktarmaları büyümenin istikrarsızlaşmasında önemli bir faktördür. Nitekim, oluşan fon bolluğu özel kesimin tüketim eğilimini artırmış ve böylece ekonomik büyüme talep kaynaklı olarak aşırı hızlanmıştır. Diğer taraftan, yine kısa vadeli ve yüksek oranlı borçlanma ile birlikte artan borç stoku ve faiz yükü, yüksek büyümenin ardından ekonominin hızla daralmaya girmesine ve büyümenin istikrarsızlaşmasına neden olmuştur. Belirtilen durumu gidermek için uygulanması gereken malî disiplin ise, siyasal iktidarlar tarafından gerçekleştirilmemiştir (Tarı; Bozkurt 2006, 2-3).

IV.2. TÜRK EKONOMİSİNDE FİNANS SİSTEMİNE UYGULANAN POLİTİKALAR VE FİNANS PİYASALARININ GELİŞİMİ

Bu alt kısımda Türk ekonomisinde finans sistemine yönelik politikalar ve bu politikaların finansal gelişmelere etkileri değerlendirilecektir. Türk ekonomisinde finans sistemine yönelik politikalar, finansal baskı politikalarının uygulanması (1980 öncesi) ve finansal serbestleşme yönünde politikalar uygulanması (1980 sonrası) açısından iki zaman boyutunda değerlendirilebilir. Aşağıdaki alt kısımlar, belirtilen boyutlara göre düzenlenmiştir.

IV.2.1. 1980’li Yıllara Kadar Türk Finans Sisteminde Uygulanan Politikalar ve Finans Piyasalarının Gelişimi

1923 yılından sonra art arda gelen savaşların ekonomi üzerindeki olumsuzluklarını giderme ve ekonomik işleyişi çağdaşlaştırma çabaları finans piyasalarında da uygulanmaya çalışılmıştır. Cumhuriyet’in kuruluşuna dek ülkede bankacılık sistemi son derece zayıf bir yapı arz etmiş⁶⁶ ve ekonominin birçok sektöründe olduğu gibi mevcut bankalarda da yabancı egemenliği söz konusu olmuştur. Cumhuriyet’in ilanından sonra finans sektörüne yönelik ilk adımlar İş Bankası, Ziraat Bankası, Türkiye Sınai ve Maadin Bankası ve Emlak ve Eytam Bankalarını kurulması ile atılmış ve bu dönemde uygulanacak politikaların temel felsefesi bu bankaların kuruluşu ile ortaya çıkmıştır. Nitekim, bu bankalar ticaret, tarım, sanayi ve konut sektörlerini finanse etmeyi amaçlamakta ve belirtilen amaç kalkınma ve büyümenin devlet eliyle ve ulusalcı bir anlayışla gerçekleştirileceğini göstermektedir. 1930’ların başından itibaren de ekonominin genelinde olduğu gibi finans sistemine yönelik politikalar da ulusalcı anlayış çerçevesinde geliştirilmiş ve bu tarihte Merkez Bankası faaliyete geçirilmiştir. Belirtilen yıllarda ulusal bankacılık faaliyetleri güçlendirilmiş ve birçok yeni banka kurulmuştur. Ayrıca, 1933 ve 1936 yıllarında bankaların düzenlenmesine yönelik yasalar da ihdas edilmiştir (Tekeli; İlkin 1997, 180; Tokgöz 1997, 87–89; Aksoy 1998, 262–266; Erdem 2008, 233–235). Tüm bunlar finans sisteminin çağdaş bir yapı kazandırılmasına yönelik çabaların da göstergesidir.

⁶⁶ Osmanlı Devleti’nde sermaye piyasalarının durumu için bakınız: Karluk 1999, 375.

Bu dönemde finans sektörünün geliştirilmesine yönelik çabalar bankacılık dışı finansal araçlar üzerinde de sürdürülmüştür. Finans piyasalarında bankacılık dışı finansal araçların da işlemesi ve özellikle de sermaye piyasalarının canlandırılması amacıyla 1929 yılında çıkarılan 1447 Sayılı Kanun ile “İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası” kurulmuştur. Ancak, dönemin ekonomik koşulları nedeniyle reel sektörün finansmanında menkul kıymetler borsasının rolü çok kısıtlı kalmıştır (Karlı 1989, 219; Çıtak 2007, 184; İMKB 2009).

Cumhuriyetin kuruluş yıllarında yapılan atılımlara karşın finans piyasalarının ihdasına ve güçlendirilmesine yönelik bu çabalar, dönemin sonundaki ekonomik ve siyasal koşullar ile sekteye uğramış; sonraki yıllarda da korumacı-devletçi iktisat politikaları finans piyasalarının gelişmesine çok fazla izin vermemiştir. Belirtilen yıllarda gerek finansal işlemler konusunda tecrübe ve bilgi eksikliğinin, gerekse de tüm dünyadaki iktisadî koşulların sonucu olarak ekonominin ihtiyacını karşılamaktan çok uzak bir finans sistemi söz konusudur. Bu durum 1950’li yıllarda aşılımaya çalışılmış ve özel bankacılık faaliyetlerinin geliştirilmesi amaçlanmıştır. Bankacılık sektöründe vadeli ve vadesiz mevduatların artması, belirtilen çabanın göstergelerinden biridir. Söz konusu dönemde önemli sayıda özel banka kurulmuş ve şube sayısı açısından da yüksek bir artış gerçekleşmiştir. Ayrıca, 1958 yılında çıkarılan Bankalar Yasası ile devlet bankalarının kredi tahsisinde serbestlik tanınmış ve sistemin piyasa koşullarında çalışması amaçlanmıştır. Bu dönemde de devlet eliyle büyük bankalar kurulurken; yerel bankacılık faaliyetleri de ölçek sorunları nedeniyle çok etkin olmamıştır (Karlı 1989, 221; Karlık 1999, 369; 372; Çıtak 2007, 184–185; Erdem 2008, 236–237; Erdem; Şanlıoğlu; İlgin 2009, 17; 72; 74; 96–98).

1960’lı yıllardan 1980’e kadar geçen dönem, kalkınma planları ile kendini gösteren ve ekonomiye devlet müdahalesinin finans sisteminde de yaşandığı yıllar olmuştur. Bu dönemde daha önceki dönemlerde olduğu gibi finans sisteminde bankacılık kesimi ağırlıklı olarak gelişmiştir. Bankacılık kesiminde ise, dönemdeki amaçlara bağlı olarak kalkınma ve yatırım bankalarına önem verilmiştir. Ancak, 1960’lı yılların başında finans sistemi modern anlamda finansman işlevlerini yerine getirememiş; yeterince fon toplayamamış ve toplanan fonlar da genelde ticaret sektörüne ve kısa vadeli bir şekilde

tahsis edilmiştir. Başka bir deyişle, bu dönemde finans sistemi reel sektörü finanse etme işlevini yerine getirememiştir (Erdem 2008, 237–239; Erdem; Şanlıoğlu; İlgün 2009, 78–79). 1965 yılından 1970 yılına kadar finans sistemini etkileyebilecek en önemli gelişme 1970 yılında yürürlüğe konulan ve merkez bankasına para politikası yönetiminde çağdaş işlevler kazandırmaya çalışan kanundur. Dönem içerisinde ise, finans sistemi sanayi sektörünü daha fazla finanse etmeye başlamıştır. 1971–1980 yılları arasında finans sistemi ataletini korumuş; hatta, finansal derinleşmenin göstergeleri (M1/GSMH ve M2/GSMH) itibariyle sistemde bir gerilemenin olduğu iddia edilebilir (Erdem; Şanlıoğlu; İlgün 2009, 123–124).

1980’li yıllara kadar finans kesiminde negatif reel faiz politikası ile birlikte kredi tayinlaması vasıtasıyla öncelikli sektörler için ucuz kredi politikaları uygulanmıştır. Esasen, belirtilen politika daha liberal içerikli olacağı düşünülebilecek 1950–1960 döneminde de uygulanmıştır. Belirtilen dönemde de finansal açıdan dış iktisadî ilişkilerde de (özellikle de sermaye hareketleri konusunda) önemli kısıtlamalar söz konusudur (Eser 1996, 29; Eroğlu; Albeni 2002, 184). Sonuç olarak, 1980’li yıllara kadar Türk ekonomisinde yoğun bir finansal baskı politikası uygulanarak adeta bir finansal korumacılık sistemi hâkim olmuş ve bu sistem aşağıda sıralanan unsurlarla uygulanmıştır⁶⁷:

- Katlı ve kontrollü kur rejimi ile birlikte katı kambiyo sistemi,
- Yeni bankaların kurulmasında ve mevcut bankaların şube açmalarında kısıtlayıcı politikalar,
- Faiz oranlarının (özellikle de mevduat faiz oranlarının) sıkı bir şekilde kontrolü ve tavan uygulaması,
- Finans sisteminin kamu bankaları vasıtasıyla denetimi,
- Öncelikli sektörler için farklı kredi kanalları ve farklı faiz oranları ile kredi tayinlamasının uygulanması,
- Sermaye hareketlerine getirilen sınırlamalar,
- Yüksek rezerv ve likidite oranları,
- Yabancı bankaların yurt içinde faaliyetlerine engeller konulması,
- Dış finansal işlemlere ve yabancı aktif tutumuna yönelik kısıtlamalar.

⁶⁷ 1980’li yıllarda uygulanan finans sistemine yönelik baskı politikalarının unsurları için bakınız: Karluk 1999, 372; Yülek 2000, 5; Kar 2001b, 156; Kula 2003, 145; Mangır 2006, 462–463

IV.2.2. 1980’li Yıllardan Sonra Türk Finans Sisteminde Uygulanan Politikalar ve Finans Piyasalarının Gelişimi

Bu alt kısımda 1980 sonrasında Türk finans piyasalarında uygulanan politikalar ve bu politikaların finans piyasalarındaki değişkenler üzerindeki etkileri ele alınacaktır.

IV.2.2.1. 1980’li Yıllardan Sonra Türk Finans Sisteminde Uygulanan Politikalar

Türk ekonomisinde 1980 yılının ardından dışa açılma ve serbestleşme adına önemli gelişmeler yaşanmıştır. Reel kesimde ve finans sisteminde yaşanan serbestleşme ve dışa açılmanın temelleri ise, 24 Ocak Kararları ile ihdas edilmiştir. Bu kararlar 1970’li yıllarda yaşanan ve büyük ölçüde ekonominin dış dünya ile ilişkilerinden kaynaklanan sıkıntıların doğurduğu bir ortamda uygulanan reformlardır ve ilgili reformlar liberal içeriklidir. Söz konusu kararlar, kısa vadede fiyat istikrarına ve ödemeler dengesine ilişkin sorunları gidermeye çalışan tipik bir istikrar programı görünümünde iken; uzun vadede iktisadî yapıyı serbestleşmeye ve fiyat mekanizmasının ekonomide tek belirleyici faktör olmasına yönelik köklü reformlar dizisinin ilk ve başat halkasıdır. 24 Ocak Kararları ile bir yandan uluslararası finans kuruluşlarının desteğiyle ekonominin kısa ve uzun dönemli kaynak ihtiyacı giderilmeye; diğer yandan da, ekonomi politikalarının ve dolayısıyla iktisadî yapının serbestleşme içerikli olarak değiştirilmesine çalışılmıştır (Karluk 1999, 405–406; Eroğlu; Albeni 2002, 188–190; Günçavdı; Küçükçifçi 2002, 89; Mangır 2006, 463; Erdem 2008, 239). Böylece, Türk ekonomisinde kuruluşundan itibaren uygulanan kalkınma stratejisi büyük ölçüde terk edilmiş ve uluslararası piyasalar ile, özellikle de uluslararası para piyasaları ile, bütünleşme yönünde önemli adımlar atılmıştır. Ancak, programın belirtilenlerle sınırlı olmayan ve ekonominin birikim ve bölüşüm ilişkilerinin yeniden belirlenmesi yönünde hedeflere de sahip olduğu ilerleyen yıllarda görülmüştür (Kar 2001b, 156; Yeldan 2002, 189). Süreç sonunda ise, piyasa kurallarının işlemesi adına etkin sayılabilecek ve uluslararası finans kuruluşlarını ve bağlantılarını büyük ölçüde tatmin edecek bir iktisadî yapıya ulaşılmıştır.

Her ne kadar 24 Ocak Kararları'nın ardından son derece kararlı ve genel bir serbestleşme atağı başlatılsa da, finansal serbestleşmede bir dur-kalk paterni yaşanmıştır. 1980 yılının ardından mevduat ve kredi faiz oranlarının anî bir şekilde serbest bırakılması ile başlatılan finansal serbestleşme politikaları, mevduat hacminin artmasına karşın, 1983 yılında finans piyasalarında yaşanan çöküntü ile askıya alınmıştır. Literatürde bu durumun nedeni olarak, finansal araçları düzenleyecek kurumsal, alt yapısal ve yasal düzenlemelerin yetersizliği gösterilmektedir (Karluk 1999, 407; Odekon 2002, 3). Başka bir deyişle, 24 Ocak Kararları'nın ekonominin birçok alanında olduğu gibi uygun ve gerekli altyapısal hazırlık olmadan serbestleşme stratejilerine geçişin anayasası olduğu yaşanan olumsuzluklar ile ortaya çıkmıştır.

24 Ocak Kararları ile finansal serbestleşmeye destek olacak birçok politika uygulanmıştır. Bu politikalar Türk Lirası'nın devalüasyonu ve ardından "sürünen askı" nominal döviz kuru rejiminin uygulanması; ithalat düzenlemelerinde serbestleşme; yabancı sermaye girişlerine izin verilmesi; ihracat teşvikleri vadeli mevduata olan talebi, dolayısıyla da tasarrufları artırmak için serbest faiz politikaları şeklinde sıralanabilir (Onur 2005, 141; Eroğlu; Albeni 2002, 190; Mangır 2006, 463):

Kronolojik açıdan 24 Ocak sonrasında Türk ekonomisinde finansal serbestleşme ve küreselleşmeye ilişkin önemli dönüm noktaları ve kararlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- 24 Ocak kararlarının ardından finansal serbestleşmeyi sağlamak amacıyla faiz oranlarının, mümkün olduğunca piyasa koşulları tarafından belirlenmesi esas alınmıştır. Belirtilen amaç doğrultusunda, 04.06.1980 tarih ve 8/909 sayılı karar ile 01.07.1980 tarihinden itibaren kredi faizleriyle vadeli tasarruf mevduat faizleri serbest bırakılmış ve bankalara mevduat sertifikası çıkarma izni verilmiştir (Karluk 1999, 376; Mehrez; Kaufmann 1999, 23–24; Parasız 1998, 201). Faiz oranlarının fon piyasasında arz-talep ilişkileri ile belirlenmesi, Türk ekonomisinde finansal serbestleşme ve küreselleşme adına atılan ilk ve önemli bir adımdır. Türk ekonomisinde atılan bu adım, literatürde IMF'nin M-S yaklaşımı çerçevesinde faiz oranlarının serbestleştirilmesinin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkilerine yönelik iddialarını benimsemesi ve standby istikrar paketlerinin ön şartı olarak sürmesi anlamında önemli bir örnek olarak gösterilmektedir (Fry 1982, 747). Bu politika ile kredi tayinlaması ve selektif

kredi politikalarını en az düzeye indirilmesi de amaçlanmıştır (Eser 1996, 30). Bunların yanında hisse senedi piyasasındaki fiyat kontrolleri de kaldırılmıştır (Mangır 2006, 463).

- **1981** yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır (Karslı 1989, 34; Karluk 1999, 375; Çıtak 2007, 185; İMKB 2009).
- **1982** yılında Türk sermaye piyasasını yönetmek, denetlemek ve çağdaş düzenlemeler yapmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu ihdas edilmiş; yani, sermaye piyasaları kurulmuştur (Karluk 1999, 372; Mangır 2006, 463; Çıtak 2007, 185; Karagöz; Armutlu 2007, 3; İMKB 2009).
- **1983** yılında ilk finansal serbestleşme hamlesinin finans piyasalarında bir çöküntüye yol açması, finansal serbestleşme politikalarını sekteye uğratmıştır. Bu durumda finans piyasalarına istikrar kazandırmak adına tekrar bazı kısıtlamalar uygulanmaya başlanmış; piyasada belirlenmesi serbestleştirilen mevduat faizlerine tavan getirilmiştir (Odekon 2002, 3).
- **1983** Aralık ayından itibaren Türkiye’de kur rejiminde önemli bir değişikliğe gidilerek ticarî bankaların döviz işlemleri yapabilmelerine izin verilmiş ve buna bağlı olarak **1984** Temmuzundan itibaren yurt içi yerleşikler bankalarda döviz tevdiat hesabı açmaya başlamışlardır (Parasız 1998, 247; Kula 2003, 145; Kansu 2004, 155; Mangır 2006, 463).
- **1983** yılında 1447 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu’nun yerini almak üzere yeni bir kararname ve yürütmelik ihdas edilmiştir (Karslı 1989, 221).
- **1985** yılında yeni “Banka Kanunu” yürürlüğe konulmuştur (Mangır 2006, 464).
- Yine **1985** yılında İMKB resmen kurulmuş ve **1986**’da hisse senedi alım-satım işlemleri başlatılarak borsa resmen faaliyete geçirilmiştir (Karslı 1989, 221; Çıtak 2007, 185; Karagöz; Armutlu 2007, 3; İMKB 2009).
- **1986** yılından itibaren TCMB para arzı hesaplarında döviz tevdiat hesaplarını da göz önüne alarak M2Y, M3Y para arzı tanımlarını kullanmaya başlamıştır. Ağustos 1989’da 32 Sayılı Karar uyarınca döviz ve sermaye piyasalarında serbestleşme sağlanmış ve uluslararası sermaye hareketlerinin ilgili piyasalarda serbestçe dolaşımına imkân verilmiştir. Bu karar Türk ekonomisi açısından önemli bir dönüm noktasıdır ve hâlâ tartışma konusudur. Nitekim, ekonomi için önemli fırsatlar sunacağı düşünülen dolaylı yabancı sermaye hareketlerinin

serbestçe dolaşımının aynı zamanda yarattığı/yaratabileceği şiddetli iktisadî dalgalanmalar belirtilen tartışmaları da artırmıştır.

- Yine **1986** yılında İnterbank Para Kurulu açılmış ve İMKB tekrar faaliyete geçmiştir (Karluk 1999, 376; Odekon 2002, 3; Mangır 2006, 464).
- **1987** yılında açık piyasa işlemleri uygulanmaya başlanmıştır. Aynı zamanda organize para piyasalarına geçiş de aynı yıl gerçekleşmiştir (Mangır 2006, 464).
- **1988** yılında efektif döviz piyasası kurulmuştur (Mangır 2006, 464). Aynı yıl doğrudan verilen krediler aşama aşama kaldırılmıştır (Karluk 1999, 376; Mehrez; Kaufmann 1999, 23–24).
- **1984–1988** yılları arasında finans piyasalarında gelir payı, kâr ve zarar ortaklık senedi gibi birçok yeni finansal araç kullanılmaya başlanmıştır (Odekon 2002, 3).
- **1989** yılında döviz karşılığı altın piyasası kurulmuştur (Karluk 1999, 375; Mangır 2006, 464).
- Yine **1989** yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu hakkında çıkarılan 32. sayılı kararla finansal işlemler serbest bırakılmış, TL'nin konvertibl olması sağlanmış ve dolaylı yabancı sermaye hareketleri önündeki engeller kaldırılmıştır (Mangır 2006, 460; 464). Belirtilen politika aynı zamanda literatürde denetimsiz finansal küreselleşmeye geçiş olarak da nitelendirilmekte ve finansal serbestleşmenin sermaye hareketleriyle ilgili uygulamalarının doruk noktası olarak değerlendirilmektedir. Bu politika uygulaması ile kur rejimi de yönetimli dalgalanma olarak belirlenmiş ve böylece dolaylı yabancı sermaye girişinin hızlandırılması hedeflenmiştir (Toprak 1996, 173; Kula 2003, 145; Kansu 2004, 157; Bakırtaş; Karbuz 2004, 102).
- **1992** yılında İMKB Uluslararası Borsa Fedarasyonu'na tam üye olarak uluslararası borsa niteliğini kazanmıştır (Karluk 1999, 375).
- **1994** yılından itibaren mevduatlara devlet tarafından sınırsız güvence getirilmiştir. Bu güvence 1994 yılından sonra Türk bankacılık sistemindeki kırılganlığın temel sebeplerinden biri olmuştur. Belirtilen güvence ile birlikte sisteme giren bazı bankalar devletin verdiği güvence altında riskli faaliyetleri rahat bir şekilde yürütmüşlerdir. Böylesi bir durum, sistemin şoklara karşı kırılganlığını artıran bir faktör haline gelmiştir (Ulusoy; Karakurt 2001, 90).

- **1995** yılında İstanbul Altın Borsası'nın açılması ile döviz karşılığı altın işlemleri bu borsada yürütölmeye başlanmıştır (Karluk 1999, 376).
- Yine **1995** yılında Merkez Bankası bünyesinde “Vadeli İşlemler Piyasası” ihdas edilmiştir (Karluk 1999, 376).
- **1995** yılında İMKB'yi geliştirmeye yönelik politikalar da hız kazanmıştır. Bu yıl içerisinde İMKB'nin şeffaf ve organize yapısının geliştirilmesi için Toptan Satışlar Pazarı, Takasbank ve Yeni Şirketler Pazarı borsa bünyesinde ihdas edilmiştir. Aynı zamanda, borsa bünyesinde Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi'nin kurulması da yönetmelikte yer almıştır (Karluk 1999, 376).
- **1999** yılında “Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu” faaliyete geçirilmiştir (Kar 2001b, 157).
- **2005** yılında “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası” İzmir'de faaliyete geçmiştir (Çıtak 2007, 185).
- **2007** yılında İMKB nezdinde Hazine'nin ihraç ettiğı dış borçlanma senetlerinin (Eurotahviller) işlem gördüğü “Uluslararası Tahvil Piyasası” kurulmuştur (Çıtak 2007, 185).

Yukarıda uygulanan stratejilerde göröldüğü üzere 1981–1983 yılları arası Türk finans sistemindeki sınırlayıcı uygulamaların kaldırılması hedeflenmiş ve söz konusu uygulamalar büyük ölçüde döviz kuru ve faiz politikaları üzerinde yoğunlaşmıştır. 1984–1987 yıllarında uygulanan finans sistemine yönelik politikalarda ise, finansal serbestleşmenin yerleşmesini sağlayan yasal ve kurumsal düzenlemelerin tesisi, finans sisteminin gelişmesi ve ekonominin parasallaşması amaçlanmıştır (Eser 1996, 29; Günçavdı; Küçükçifçi 2002, 90). 1987 yılından sonra ise, finansal serbestleşmenin yurt dışı ayağına, yani finansal küreselleşmeye yönelik stratejiler uygulamaya konulmuştur. 1990'lı yılların ortalarından itibaren de yaşanan krizlerin etkisiyle finans sisteminin düzenlenmesine ilişkin kurumlar ve yasal altyapı geliştirilmeye çalışılmıştır.

IV.2.2.2. 1980'li Yıllardan Sonra Türk Finans Sisteminin Gelişimi

1980 sonrasında finans sistemine yönelik serbestleşme ve küreselleşme esaslı politikalar, bir yandan finans sistemini diğer yandan da tüm ekonomiyi önemli ölçüde

etkilemiş ve belirtilen etkiler literatürde ele alınmıştır. Bu bölümde 1980 sonrası finans sistemine ilişkin belli başlı değişkenlerden de yararlanılarak sistemdeki gelişmeler ortaya konulacaktır

1980’li yıllardan itibaren finans piyasalarına ilişkin kurumsal düzenlemelerle birlikte o döneme kadar sığ kalmış finans piyasalarının gelişmesinde önemli adımlar atılmıştır. Atılan adımlardan ilk etkilenen finansal araçlar bankalardır ve 1980 yılı Türk bankacılık sistemi için bir dönüm noktasıdır. Bu yıldan itibaren banka sayısı oldukça hızlı bir şekilde artmıştır. Söz konusu artış, kamu bankaların aleyhine; özel bankaların lehine gelişmiştir. Ayrıca, sektörün GSMH içerisindeki payı artmış; başka bir deyişle, finansal derinleşme hızlanmıştır. Belirtilen gelişme dönemin ilk yıllarından itibaren başlamış ve finansal derinleşme göstergeleri sürekli artış göstermiştir. Ancak, Türkiye’de finansal serbestleşme ve gelişme adına 1980’li yıllardan sonra geliştirilen araçlar genel itibarla kamu açıklarını finanse etmeye yönelik olmuş ve bankacılık faaliyetleri de büyük ölçüde kamu borçlanması üzerine yoğunlaşmıştır. Başka bir deyişle, finansal serbestleşme devlet iç borçlanma araçlarının niteliğini ve niceliğini kuvvetlendirmiştir. Sistemde mevduatların krediye dönüşme oranının gerilemesi belirtilen durumu açıklayabilecek değişkenlerden biridir. Böylece, sayısı artan bankaların reel sektörü finanse etme amacı da sınırlı kalmıştır. 1982 yılında yaşanan banker ve bankalar krizi, finansal serbestleşmenin 1980 sonrasındaki ilk olumsuz sonucudur. Banker krizi finans sisteminin işleyişini sağlam temellerde sağlayacak hukukî ve kurumsal altyapının tesis edilmemesinin ekonomi üzerinde yol açacağı tahribata yönelik önemli bir uyarı olmuştur (Erdem 2008, 240–241; Erdem; Şanlıoğlu; İlgün 2009, 164–166).

1982 yılında yaşanan krize karşın finansal serbestleşme politikalarından vazgeçilmemiştir. Bu politikaların etkisiyle 1988 yılına kadar beş banka birleştirme yoluyla kapatılmış; sisteme yönelik denetim ve düzenleme mekanizmaları geliştirilmiş ve 1987 yılına kadar faiz oranlarına uygulanan serbesti kaldırılmıştır. Bunların yanı sıra, bankacılık sektörü dışındaki finansal aracılığın da geliştirilmesi bu dönemde hedeflenmiştir (Erdem; Şanlıoğlu; İlgün 2009, 188–189). 1987 yılından sonra finansal serbestleşme uygulamalarına, özellikle küreselleşmeye intibak yönünde hız kazandırılmış; 1990’lı yılların sonuna doğru yurt içindeki faiz tavanlarının

kaldırılmasıyla ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte, sermaye hareketlerine karşı döviz kurunun ve faiz oranlarının duyarlılığı artmıştır. Bu durum belirli bir finansal derinliğe ulaşılmasına neden olsa da; istikrarsız bir yapıya sahip olan sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerinin döviz kurunda ve faiz oranlarında görülmesine yol açmıştır. Söz konusu gelişmeler, bankacılık sisteminde önemli istikrarsızlıkların nedeni olmuş; birçok yeni banka kurulmuş ve ekonomiye önemli zararlar vererek kapanmıştır (Eser 1996, 30–31; Karluk 1999 369; 372–373). Bütün bu gelişmelere paralel olarak literatürde 1980 sonrası finans kesiminde yaşanan sıkıntıların nedeni olarak yüksek reel faizlerin yanı sıra bankacılık sisteminin yetersiz denetime tâbi olması gösterilmektedir (Ulusoy; Karakurt 2001, 90).

24 Ocak Kararları'nın ardından artan faiz oranlarının finans sistemi dışındaki başka bir etkisi de kredi imkânları üzerindedir. Artan faiz oranları, kredi sıkışıklığına sebep olmuş; bu durum hem orta ve düşük gelirli tüketiciyi hem de küçük ve orta boy işletme sahibi girişimciyi olumsuz etkilemiş ve üretim maliyetlerini artırma suretiyle yatırım düzeyinin istenen seviyenin altında kalmasına yol açmıştır. Ayrıca, artan faiz oranlarının kamu finansmanı üzerinde de olumsuz etkileri olmuş ve bütçe açıkları ekonomi (ve de finans kesimi) üzerinde önemli bir baskı yaratmıştır (Karluk 1999, 407–408; Onur 2005, 141).

Yukarıda belirtilenleri grafiksel olarak Tablo (4.3)'de yer alan finansal gelişmelere ilişkin değişkenlerin eğilimlerinden de görmek mümkündür. Tabloda yer alan Grafik 1'de M2Y/GSMH değişkeninin 1990'lı yıllara kadar yatay bir seyir izlediği; döviz tevdiat hesaplarının serbest bırakılması ile birlikte ilgili değişkenin hızlı bir artış trendine girdiği ve 2000'li yıllarda doruk noktasına ulaştığı görülmektedir. Bu değişkenin göze çarpan başka bir özelliği de, kriz dönemlerinde hızlı bir artış göstermesidir. Zaten, bu değişken para ikâmesinin derecesini; yani, iktisat politikalarına ve siyasal istikrara olan güvenin ölçütü olarak literatürde sıkça kullanılmaktadır. M2Y/GSMH değişkenini içinde barındıran ve Grafik 10'da görülen M2/GSMH değişkeninde ise, kriz dönemlerinde (1980, 1994 ve 2001 yıllarında) şiddetli düşüşler göstermiştir. İlgili dönemlerde GSMH'nin azalmasına rağmen, bu değişkenin çok düşük değerler almasının nedeni para arzının IMF tipi istikrar programları nedeniyle azaltılması; yani, sıkı para politikaların uygulanması olabilir.

Grafik 2’de ise malî müesseselerin GSMH içindeki payı görülmektedir. Bu değişken 1980’li yılların ortalarına kadar durağan bir seyir izlerken, 1985 yılından itibaren hızlı bir artış sürecine girmiş; 1994 ve 2001 krizinde şiddetli bir düşüş göstermiştir. Söz konusu değişken ile bağlantılı olarak Grafik 3’de verilen malî müesseselerin GSMH’ye katkısı ise, yıllar itibariyle belirgin bir trend göstererek 2000’li yıllara kadar sürekli artış eğiliminde olmuştur. 2000 yılından itibaren de ilgili değişken önce azalma eğilimine sonra da durağan bir eğilime girmiştir.

Grafik 4’de yer alan hisse senetlerinin toplam malî varlıklar içindeki payı İMKB’nin kuruluşu ile birlikte 1994 krizine kadar sürekli ve hızlı bir artış gösterir iken, krizden sonra aynı şiddette bir düşüş göstermiş ve neredeyse 1980’li yıllardaki seviyesine inmiştir. Böylesi bir durum, hisse senetleri piyasasının halkın gözünde çok fazla itibarının olmadığı ve yetersiz bir gelişmeye sahip olduğu intibakını vermektedir.

Grafik 5’de yer alan yurt içi tasarrufların GSMH içindeki payı finansal gelişmelerin etkilerini birinci dereceden görme açısından önemlidir. Nitekim, daha önce de belirtildiği üzere, M-S yaklaşımının finans sistemine yönelik serbestleştirme önerileri tasarrufların artması ile ilişkilendirilmiştir. İlgili değişken yıllar itibariyle oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. Söz konusu dalgalanmalar özellikle kriz dönemlerinde ciddi bir şekilde artmaktadır. Grafikten görüleceği üzere değişkenin dalga boyu ve şiddeti oldukça yüksek seviyededir. Belirtilen dalgalanma görsel olarak 1980’li yıllardan sonra (yani finansal serbestleşme yönündeki politikaların ardından) daha da yüksek seviyededir. Böylesi bir durum, 1994 ve 2001 krizlerinin finans sisteminden kaynaklandığına ve tasarrufların da finans sistemindeki “istikrara” son derece duyarlı olduğuna delil teşkil etmektedir.

İlginçtir ki, Grafik 6’da yer alan sabit sermaye yatırımlarının GSMH içindeki payı da tasarruflara benzer bir eğilim göstermektedir ve dalga boyu ile şiddeti açısından oldukça yüksek bir konjonktür görülmektedir. Belirtilen değişken de M-S yaklaşımının ileri sürdüğü hipotezler açısından önemlidir ve finansal serbestleşme politikalarının ardından yaklaşımda ileri sürülen eğilimi belirgin bir şekilde göstermemiştir. Hatta, bu değişken finansal krizlerin etkisi ile 1980’li yıllardan önceki seviyenin de altına düşmüştür.

Grafik 7’de yer alan M1/GSYİH değişkeni ise, ele alınan dönem itibariyle sürekli azalan bir trend göstermiştir. Söz konusu azalma çok büyük dalgalanmalar göstermemekte ve krizlerden de belirgin bir şekilde etkilenmemektedir. Grafiğin başka bir özelliği de 2000 krizinden sonra ilgili değişkendeki azalmanın kesilmesi ve artış eğilimine girmesidir. Belirtilen durumun nedeni olarak para ikâmesinin tersine dönmesi ve TL’ye olan talebin artması gösterilebilir.

Finans sistemindeki gelişmişliğin önemli göstergelerinden vadeli mevduatların GSYİH’ye oranı ise, Grafik 8’de yer almaktadır. Bu değişkenin en dikkat çeken özelliği 1980’li yıllardan itibaren çok bariz bir artış trendine girmesidir. Söz konusu değişken de, birçok finansal değişkende olduğu gibi krizlere karşı son derece duyarlı olmuş ve kriz dönemlerinde doğal olarak yüksek düzeyde azalma göstermiştir. Banka parasının GSYİH’ye oranı bankaların kaydı para yaratma gücünü gösteren; başka bir deyişle, bankacılık sisteminin ekonomideki gücünü temsil eden bir değişkendir. Grafik 9’da görülen bu değişken de vadeli mevduatlardaki gelişmelere paralel bir şekilde istikrarsız ve oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. Belirtilen durum 1980 sonrasında finans sistemindeki istikrarsızlığın kanıtlarından biridir.

Grafik 11’de yer alan M2Y/GSYİH değişkeni döviz tevdiat hesaplarına getirilen serbesti ile birlikte 1990’lı yılların ardından önemli bir artış göstermiş ve kriz dönemlerinde söz konusu değişkenin artış hızı yükselmiştir. Literatürde para ikâmesinin derecesini göstermede sıkça kullanılan bu değişkenin belirtilen eğilimi, finansal serbestleşmenin olumsuz bir sonucu olarak değerlendirilebilir. 1983 yılı sonrasında kambiyo rejiminde de önemli serbestlikler getirilmiş, mevcut kısıtlamalar kaldırılmıştır. Belirtilen kısıtlamaların kaldırılması ile birlikte elde döviz bulundurma, bankalarda döviz hesabı açtırma ve bu hesaplardan yurt dışına transfer yapabilme olanakları sağlanmıştır (Eser 1996, 30). Böylesi bir politika ise, para ikâmesinin önünü açmış ve döviz tevdiat hesaplarının serbest bırakılması ile M2Y’nin M2’den daha hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur (Odekon 2002, 3). Oluşan para ikâmesi de 1990’lı yıllardan sonra yaşanan finansal krizlerde piyasalara müdahale konusunda para otoritesinin gücünü zayıflatan bir unsurdur. Para politikasının zayıflayan gücü ile yaşanan krizlerin büyüme açısından düşük maliyet ile atlatılması mümkün olmamıştır.

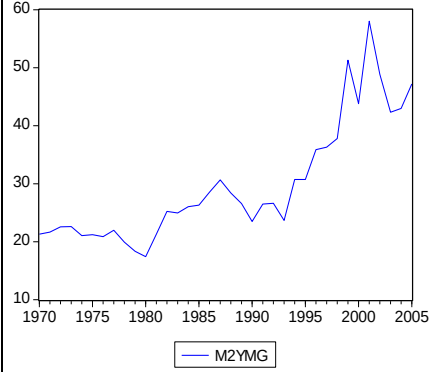
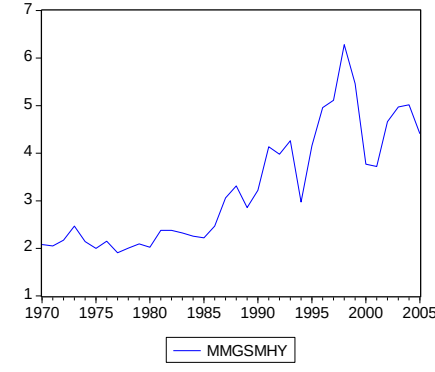
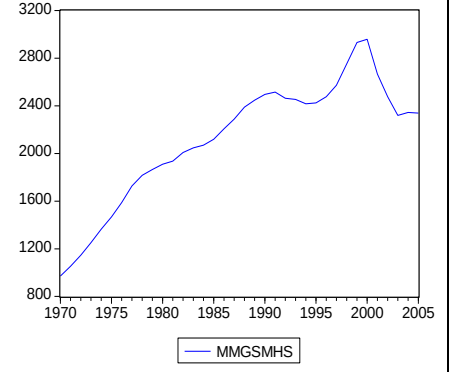
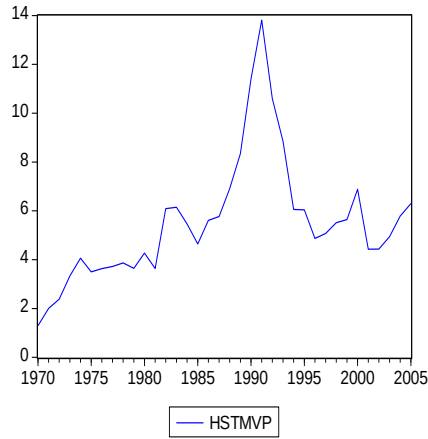
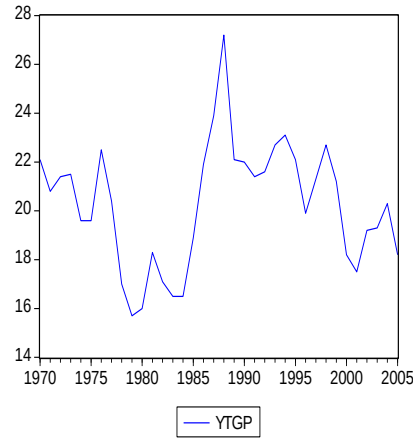
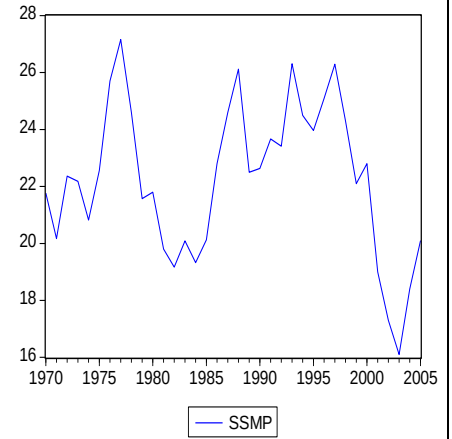
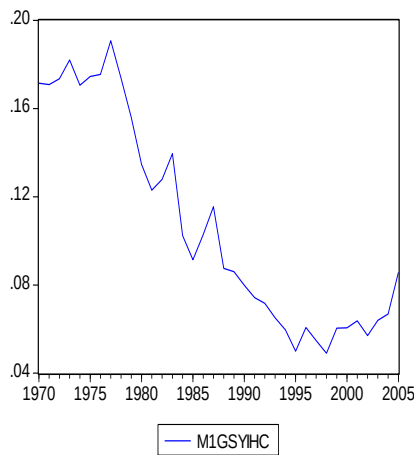
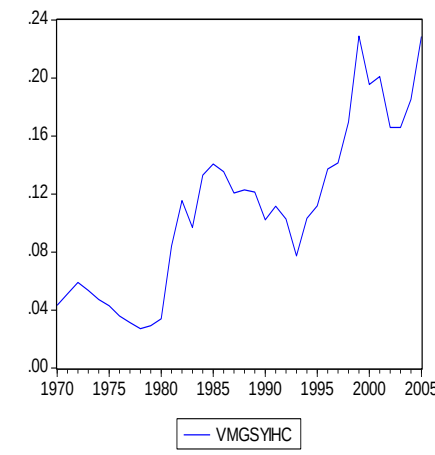
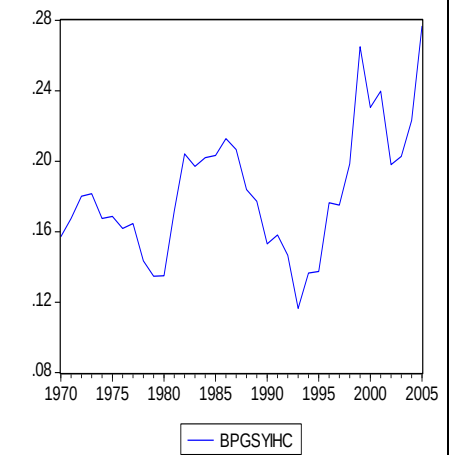
Grafik 12’de görülen mevduat bankalarının kredi hacminin GSYİH’ye oranı M-S yaklaşımı doğrultusunda uygulanan politikaların sonuçlarını görme açısından son derece önemlidir. Bu değişkenin seyri, birçok finansal göstergede olduğu gibi, oldukça dalgalıdır; ancak, belirgin bir trend göstermemekte ve daha ziyade ekonominin konjonktürüne bağımlı gözükmektedir. Başka bir deyişle, ilgili değişken konjonktürün daralma ve kriz dönemlerinde düşüş; genişleme ve patlama dönemlerinde artış göstermektedir.

Grafik 13 ve Grafik 14 birbirleri ile benzer eğilimlere sahip iki değişkeni göstermektedir. Sırasıyla toplam mevduatların GSYİH içindeki payını ve toplam malî varlıkların GSMH içindeki payını gösteren bu grafiklerde, ilgili değişkenler 1990’lı yılların ardından ciddi bir sıçrama göstermiştir. Diğer taraftan, her iki değişkenin 1994 ve 2001 krizinden aynı ölçüde etkilendiğini söylemek güçtür. Hatta, bu değişkenler 1994 krizinde artış eğiliminden sapmaz iken, 2001 krizinde sert bir düşüşe yaşanmıştır. Böylesi bir durum, bazı açılardan 1994 ve 2001 krizinin farklı nitelik ve sebeplere sahip olduğu kanısını uyandırmaktadır.

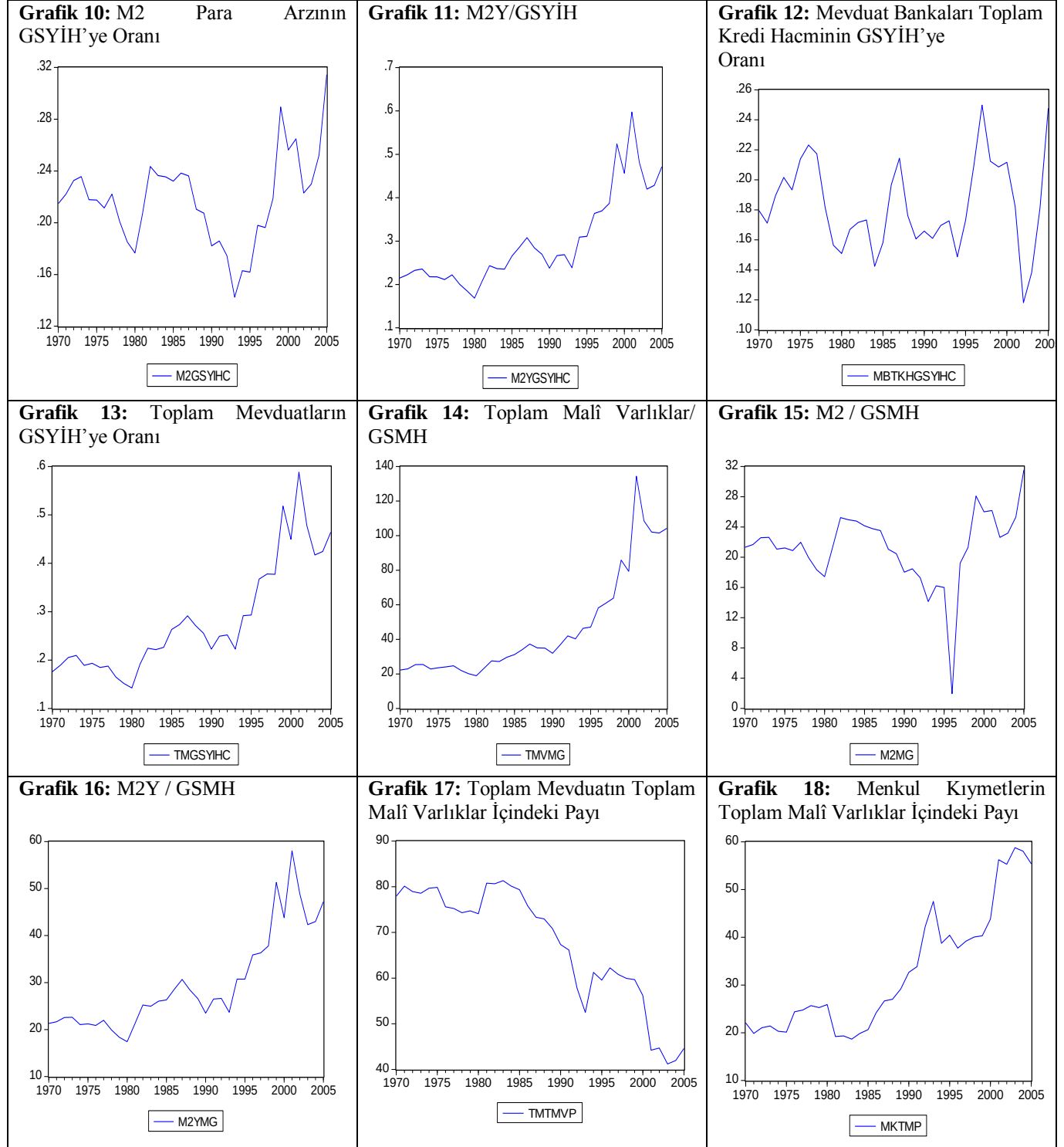
Grafik 15’de yer alan ve finansal gelişmenin ölçümünde uygulamalı literatürde sıklıkla kullanılan $M2/GSMH$ değişkeninin 1970’li yıllardan itibaren belirgin bir trend göstermemekle beraber, özellikle 1994 krizinde ciddi bir düşüş görülmüştür. GSMH’nin de azalmasına rağmen ilgili değişkenin bu denli bir düşüş göstermesi ulusal paradan kaçışın ve para ikâmesinin bir göstergesidir. Söz konusu oranda 2001 krizinde 1994 krizinde olduğu kadar bir değişim olmamıştır. Böylesi bir durumun nedeni ise, döviz kurunun 2001 krizinde 1994 krizine göre daha aşırı bir şekilde değerlenmesini ve böylece para ikâmesinin bir ölçüde kısıtlı kalması olabilir.

Literatürde hem finansal gelişmenin hem de finansal serbestleşmenin göstergelerinden biri olan ve Grafik 16’da görülen $M2Y/GSMH$ değişkeni, $M2Y/GSYİH$ değişkenine paralel bir şekilde, serbestleşmenin gerçekleştiği 1990’lı yıllara kadar durağan bir seyir izlerken; bu yılın ardından hızlı enflasyona bağlı olarak yüksek bir artış trendine girmiştir.

Son olarak, bankacılık sistemindeki gelişmeleri betimlemek üzere toplam mevduatın toplam malî varlıklar içindeki payını gösteren Grafik 17 ve menkul kıymetler piyasasındaki gelişmeleri betimlemek üzere menkul kıymetlerin toplam malî varlıklar içindeki payını gösteren Grafik 18 birlikte değerlendirildiğinde, her iki değişkenin birbirleri ile ters yönde geliştiği izlenimini vermektedir. Başka bir deyişle, tüm finans sistemi göz önüne alındığında menkul kıymetler piyasası bankacılık piyasası aleyhine bir gelişme göstermiş; Türk halkı menkul kıymetler piyasasına daha fazla tevessül etmiştir. Ayrıca, toplam mevduatların toplam malî varlıklar içindeki payının 1980 sonrasında azalan bir seyir izlemesi, ilgili yıllarda finansal serbestleşmenin ve gelişmenin M-S yaklaşımında iddia edilen sonuçlara yol açmadığı şüphesini uyandırmaktadır.

Tablo 4.3: Türk Ekonomisinde Finansal Gelişmelere İlişkin Temel Eğilimler (1970–2005)**Grafik 1:** M2Y / GSMH (Bin YTL, 1970–2005)**Grafik 2:** Malî Müesseselerin GSMH İçerisindeki Payı (Cari Üretici Fiyatlarıyla, % Pay, 1970–2005)**Grafik 3:** Malî Müesseselerin GSMH'ye Katkısı (1987 Fiyatlarıyla, Bin YTL, 1970–2005)**Grafik 4:** Hisse Senetlerinin Toplam Malî Varlıklar İçindeki Payı**Grafik 5:** Yurt İçi Tasarrufların GSMH İçindeki Payı**Grafik 6:** Sabit Sermaye Yatırımlarının GSMH İçindeki Payı**Grafik 7:** M1 Para Arzının GSYİH'ye Oranı**Grafik 8:** Vadeli Mevduatların GSYİH'ye Oranı**Grafik 9:** Banka Parasının GSYİH'ye Oranı

Tablo (4.3)'ün devamı:



Belirtilen gelişmelere karşın günümüzde de Türk finans piyasaları yeterince gelişmiş bir görünüm arz etmemekte ve birçok yapısal sorunu içersinde barındırmaktadır. Örneğin, finans sisteminde hâlen bankaların baskın bir rolü bulunmaktadır. Bu sistemde yoğunlaşma oranı da yüksek düzeylerde. Nitekim, banka sayısındaki artışa karşın

birkaç banka, mevduat ve kredi açısından büyük paya sahiptir. Başka bir deyişle, sistemde yoğunlaşma oranları kuvvetli bir oligopolcü yapının varlığını göstermektedir. Diğer taraftan, kamusal sermayeli bankalar sistem içerisinde ağırlığını hâlâ kaybetmemiştir. Tüm bunlar sistemde etkin bir rekabetin halen oluşmadığını göstermektedir (Kar 2001b, 157; Erdem 2008, 305).

Hanehalkının tasarruf eğiliminin düşük olması; kurumsal yatırımların gün geçtikçe artmasına karşın hâlen yetersiz seviyede bulunması; reel faizlerin hâlen yüksek düzeylerde seyretmesi ve döviz kurlarının düşük seviyede tutulması, iktisadî ve siyasî istikrarsızlık olasılığının hâlen önemli bir tehdit oluşturması, dünya piyasalarındaki likidite bolluğunun azalması, finansal yeniliklerin uygulanmasında kurumsallaşma ve mevzuat yetersizlikleri gibi nedenler sistemin gelişmesi önündeki engeller olarak sıralanabilir (Yıldırım 2004, 7; Çıtak 2007, 209).

IV.3. BÖLÜMÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Cumhuriyetin kuruluşu ile birlikte birçok alanda olduğu gibi ekonomiye de çağdaş bir yapı kazandırarak ülkenin refah düzeyinin artırılması hedeflenmiştir. Bu hedefe ulaşmak için reel sektöre ve finans sistemine yönelik politikalar dönemin konjonktürüne ve siyasal zihniyetine uygun bir şekilde geliştirilmiştir. Cumhuriyet'in ilk dönemlerinde özel sektör esaslı bir büyüme ve kalkınma hedeflense de dönemin olanakları ve koşulları bu hedefe uygun düşmemiş; esasen, tüm dünyada olduğu gibi, Keynesyen içerikli politikalar daha çok tercih edilmiştir. Genel olarak, 1980 yılına kadar çoğu GOÜ'de olduğu gibi Türk ekonomisinde de ekonomik büyümeye yönelik politikalar Keynesyen içerikli olarak uygulanmıştır. Nitekim, bu politikaların öngördüğü şekilde 1980'lere kadar ekonomik büyüme daha istikrarlı bir şekilde sürdürülmüştür. 1980'li yıllara kadar finans sistemine yönelik politika tercihleri de genel ekonomi politikaları ile büyük ölçüde uyumlu olmuştur. Nitekim, Türk finans sisteminde de yeni yapısalıcıların önerdiği finansal baskı stratejileri dâhilinde uygulanmış; içe dönük ve müdahaleci ekonomi politikaları temel alınmış; Keynesyen iktisada yakın bir perspektifte sistemin gelişimi yönlendirilmiştir. Belirtilen yıllarda bankacılık sektörü kamu mülkiyeti ağırlıklı olarak finans sisteminde hâkim pozisyonda olmuş; bankacılık dışı finans kurumlarının gelişimi sağlanamamıştır. Türk finans sistemi 1980 öncesinde gerek kurumların gerek araçların çeşitliliği açısından bir zenginlik arz etmemiş; finansal gelişmenin bu yönü ile geri bir görüntü sergilemiştir.

1980 sonrasında ise, çoğu GOÜ'nün finans sisteminde olduğu gibi Türk finans sistemi de serbestleştirme yönünde politika uygulamaları ve sonrasında kurumsal yapı açısından değişim geçirmiştir. Finans sistemine yönelik serbestleştirme politikalarının, daha hızlı iktisadî kalkınmanın ve büyümenin kaynağı olacağı varsayımı ile hem içe hem dışa dönük finansal serbestleşme kısa bir zaman zarfında gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, modern anlamda finansal araçların ve kurumların sistemde yerleşmesi ve etkinleşmesi için devletin ön ayak olduğu bir süreç sonucunda finans sistemi yeni bir yapı kazanmıştır. Devlet bir yandan bankacılık alanında finans sisteminden kısmen çekilmiş; diğer yandan da, sistemde özel teşebbüsün ağırlığını önemli ölçüde artırdığı bir yapıyı teşvik etmiştir. Bölümde sunulan grafiklerden de görüleceği üzere finans sisteminin 1980'li yılların ardından Türk ekonomisindeki önemi artmıştır. Diğer taraftan, 1980

sonrasında ekonomik büyüme hem hız hem de istikrar konusunda 1980 öncesine göre daha olumsuz bir görüntü sergilemiştir. Esasen, ekonomik büyümede görülen bu görüntü finansal gelişmelere ilişkin değişkenlerin birçoğunda da yaşanmıştır.

1980 sonrasında finans sisteminde yaşanan sorunların kaynağı olarak literatürde finansal serbestleşme sürecinin kontrolsüz ve denetimsiz bir şekilde gerçekleştirildiği iddia edilmektedir. Başka bir deyişle, Türk finans sisteminde finansal serbestleşme süreci GÜ'lerde uygulanan düzenlemelerden ve denetlemelerden yoksun bir şekilde gerçekleştirilmiş; sonuçta da, asimetrik bilginin tasarruf sahiplerini oldukça olumsuz etkilediği; finansal araçların bir kısmının da finans sistemine, kamu bütçesine ve dolayısıyla tüm ekonomiye zarar vererek battığı bir süreç yaşanmıştır. Belirtilen gelişmelerin sonucunda ise, iktisadî etkinliğin ve verimliliğin artması için uygulanan finans sistemine yönelik politikaların kimi durumlarda istenmeyen etkilere yol açabileceğini göstermesidir.

Türk finans sisteminin 1980 sonrasında Keynesyen teorinin ve yeni yapısalci yaklaşımların tanımladığı şekilde geliştiğini iddia etmek zordur. Nitekim, bu yaklaşımlar finans sisteminin istikrarını finansal gelişme ile özdeşleştirmektedirler. Türk finans sistemi serbestleşme politikalarının ilk etkilerini oldukça olumsuz bir şekilde yaşamıştır. Bu politikaların uygulanması ile kısa vadede sistemin kırılabilirliği artmış, sistemde asimetrik bilgiden kaynaklanan sorunları gidermede etkin güvenlik ağlarının olmadığı ortaya çıkmış ve finans piyasalarındaki birçok aracının batması ile sonuçlanan krizler yaşanmıştır. Ancak, şu da bir gerçektir ki, 1980 sonrasında finans sisteminde aracı ve araç çeşitliliği artmış, finans piyasaları genişlemiş ve bir ölçüde sermaye tabana yayılmıştır. Zaten, neo-klasik ve McKinnon-Shaw yaklaşımının taraftarları finans krizlerine çok olumsuz bakmamakta ve hatta bu krizlerin sistemin gelişmesine katkıda bulunduğunu iddia etmektedirler. Politika yapıcılar ise, bu süreçten oy kaybı ile çıktıkları için bir ölçüde cezalandırılmışlardır. Belirtilen görüş açısından Türk finans sisteminin geliştiği ileri sürülebilir.

BEŞİNCİ BÖLÜM:

FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLERE YÖNELİK UYGULAMALI LİTERATÜR VE TÜRK EKONOMİSİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA

Finans-büyüme ilişkisine yönelik uygulamalı literatür, oldukça geniş bir hacimdedir ve bu literatürün sonuçları ele alınan ülkelere, bölgelere, zaman aralığına, kullanılan yöntem ve seçilen verilere göre farklılıklar göstermektedir. Ayrıca, uygulamalı çalışmaların sonuçları temel aldıkları yaklaşımlar itibariyle de değişmektedir. Özellikle, neo-klasik ve McKinnon-Shaw ekolünü baz alan uygulamalı çalışmalarda finansal gelişmenin ve serbestleşmenin ekonomik büyümede birinci dereceden etkileyici unsur olduğu iddia edilmektedir. Uygulamalı çalışmaların bir kısmında ise, finansal gelişmeler ile ekonomik büyüme arasında belirgin bir nedensellik ilişkisinin söz konusu olmadığı; ancak, finansal gelişme ile ekonomik büyümenin birlikte gerçekleştiği; ortaya çıkan ilişkilerin de sahte olduğu iddia edilmekte ve yapılan uygulamalarla belirtilen iddia desteklenmektedir. Başka bir deyişle, söz konusu çalışmalarda ekonomik büyüme hızının artması sonucunda finansal gelişmenin de kendiliğinden ortaya çıktığı ve ileri sürülen nedensellik ilişkilerinin hatalı olduğu iddia edilmektedir. Bu görüş çerçevesindeki kimi uygulamalı çalışmalarda ve bazı durumlarda finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye zarar verici bir unsur olacağı da ileri sürülmektedir (Eschenbach 2004, 22; Graff; Karmann 2006, 127–128).

İlgili literatürün belirtilen hacminin ve sonuç farklılığının nedeni, ekonomik büyümenin tüm sektörleri kapsayan bir olgu olmasıdır. Bu durum büyümeyi etkileyen faktörlere ilişkin nedensellik ilişkilerinin ortaya konulmasını güçleştirmektedir. Yukarıdaki ifadelerden de anlaşılacağı üzere, belli başlı finansal gelişmeler (özellikle de finansal gelişme) ile ekonomik büyüme eş-anlı olarak gözlemlenebildiği için, finans sistemi ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin ve ilişki yönünün tespiti de güçtür

(Kar; Taş 2004, 171). Belirtilen güçlük ise, nedensellik ilişkilerinin tespitine yönelik gelişmiş ekonometrik yöntemlerin kullanılması ile aşılmaya çalışılmaktadır.

İlgili literatürde çok farklı sonuçlara ulaşılmasının başka bir nedeni de, finans sistemine ilişkin kavramların çok farklı değişkenler ile tanımlanmasıdır. Birinci bölümde de gösterildiği üzere, uygulamalı literatürde finansal gelişmeyi ve finansal serbestleşmeyi temsil ettiği iddia edilen oldukça fazla değişken söz konusudur.

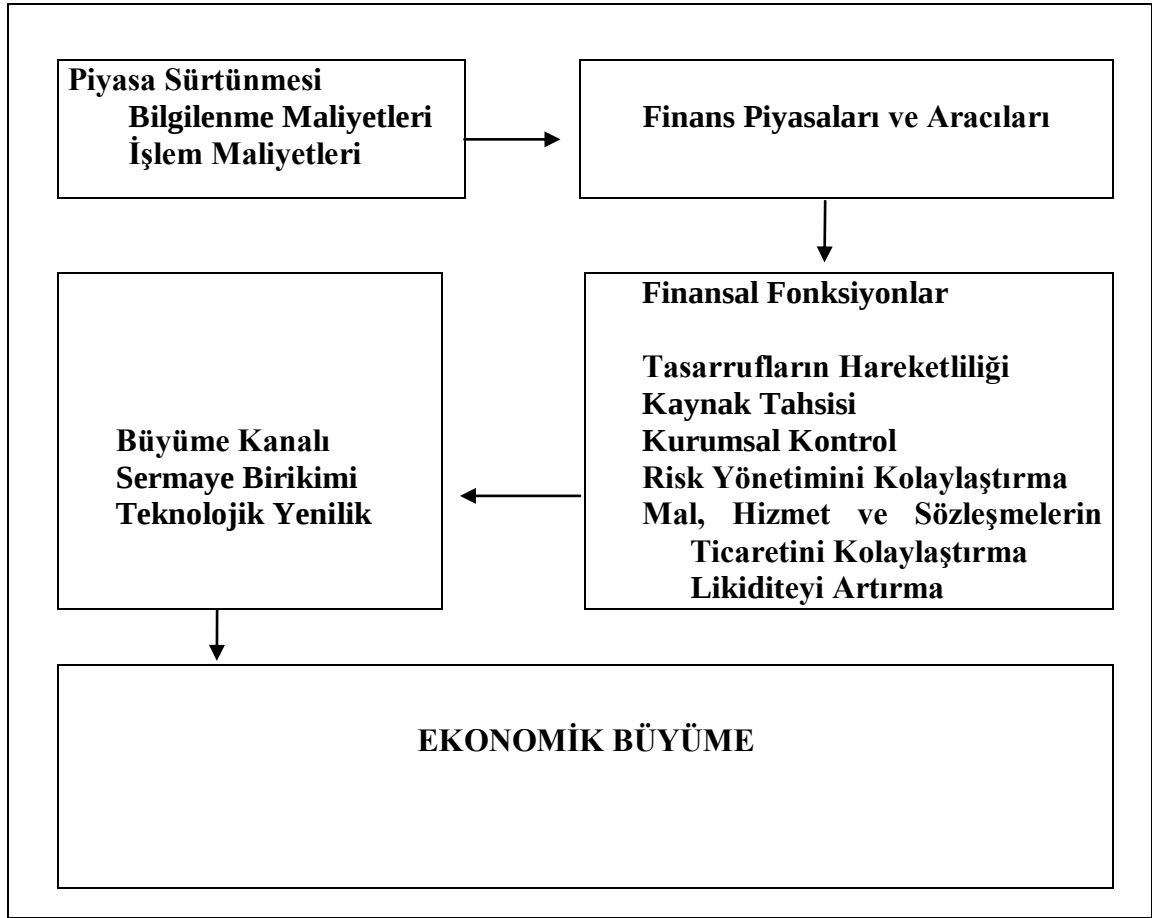
Yukarıda belirtilenler göz önünde tutulmak suretiyle bu bölümde ilk olarak finans-büyüme ilişkisi ile ilgili ulusal ve uluslararası uygulamalı literatür, belirlenen temel kıstaslara göre analiz edilecek ve yorumlanacak; uygulama kısmında kullanılacak yöntemler teorik olarak açıklanacak ve son olarak Türk ekonomisindeki finansal gelişmeler ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşim, yapılacak uygulama ile ortaya konulacaktır. Belirtilenler doğrultusunda bölüm dört alt kısımdan oluşmaktadır.

V.1. FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE DAİR ULUSLARARASI UYGULAMALI LİTERATÜR VE BUNLARIN ANALİZİ

Bu alt bölümde ilk olarak finans-büyüme ilişkisine dair seçilmiş uluslararası uygulamalı çalışmalarda ele alınan mekanizmalar gösterilecek; ardından çalışmaların belirlenen ölçütler doğrultusunda analizi yapılacak ve son olarak da kullanılan yöntemler tasnif edilecektir. Böylece, bir yandan konu ile ilgili uluslararası uygulamalı literatürün finans-büyüme ilişkisini tespit etmede geldiği nokta ortaya konulacak; diğer yandan da, bu çalışmanın uygulaması ve uygulamanın sonuçları için bir zemin hazırlanmış olacaktır.

V.1.1. Finans Sistemi ve Ekonomik Büyüme İlişkisine Dair Uygulamalı Literatürde Ele Alınan Mekanizmalar

Finans sistemindeki gelişmelerin etkilerine ilişkin M-S hipotezi ve arz yönlü görüş doğrultusunda oluşan uygulamalı literatürde genel olarak yatırım, tasarruf ve büyüme ilişkileri ele alınmaktadır. Uygulamalı çalışmalar belirtilen değişkenleri iki mekanizma kanalı ile incelemektedir. Bunlardan ilkinde, sırasıyla finansal serbestleşme, tasarruflar, yatırımlar ve nihaî olarak ekonomik büyümeye giden nedensellik; ikincisinde ise, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru var olduğu düşünülen nedensellik araştırılmaktadır. Belirtilen literatürde genel olarak finansal serbestleşmenin tasarruf hacminden ve miktarından ziyade, yatırımların kalitesi üzerinde pozitif bir etki gösterdiği ortaya konulmaktadır. Yine bu literatür çerçevesindeki uygulamalı çalışmalar, makro iktisadî istikrarın, bankacılık sistemi üzerindeki güçlü düzenlemenin ve denetlemenin, finansal serbestleşmenin başarısı üzerinde önemli bir rolü olması üzerinedir (Silva 2002, 233; Eschenbach 2004, 13; 16). Şekil 5.1’de belirtilen mekanizmalar daha ayrıntılı bir şekilde gösterilmektedir.



Şekil 5.1: Finans Sistemi ile Ekonomik Büyüme İlişkilerine Yönelik Uluslararası Uygulamalı Çalışmalarda Ele Alınan Mekanizmalar

Kaynak: Levine 1997, 691; Kularatne 2001, 11; Çetintaş; Barışık 2003, 4.

Tablo 5.1'e göre, finansal araçların tasarrufların hareketliliğini sağlama sureti ile ekonomik büyümeye ve yatırım artışına katkıda bulunduğu görülmektedir. Nitekim, finansal gelişme ile birlikte ödünç verenler daha yüksek kaliteye ve düşük riske sahip finansal araçları kullanabilirken; borç alanlar, daha yüksek bir borç miktarı için daha düşük bir faiz ödeyebilirler. Böylece, yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme hızı artar. Tabloya göre, finans sisteminin ekonomik büyümeye olumlu katkı kanallarından bir diğeri de sistemin asimetrik bilgi ve işlem maliyetlerine ilişkin olumsuzlukları giderebilmesidir. Gelişmiş bir finans sisteminin ödünç talebinde bulunanların bireysel risk profiline ilişkin bilgi elde etme sureti ile oluşturduğu süreç, sistemin aynı zamanda risk toplulaştırmasına ve portföy farklılaştırmasına olanak tanıyarak risk aktarım mekanizması kurabilmesidir. Finans sisteminin ekonomik büyümeyi etkilemesinin başka bir kanalı da, finansal araçların ödünç alanlarının uygun yönetim tekniklerinin uygulayıp uygulamadıkları yönündeki şirket yönetim esaslarını denetlemeleridir.

(Kularatne 2001, 8). Bu kısmın devamı var. Belirtilen mekanizmalar dikkate alınmakla birlikte uygulamalı literatürde son dönemde finansal serbestleşmenin ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri doğrudan mekanizmalarla incelenmektedir.

V.1.2. Finans Sistemi ile Ekonomik Büyüme İlişkisine Dair Seçilmiş Uluslararası Çalışmaların Nitelikleri ve Sonuçları

Finans-büyüme ilişkisini araştıran uluslararası uygulamalı literatür birçok açıdan analiz edilebilir. Bu kısımda uluslararası uygulamalı çalışmalar analiz dönemi, ele alınan ülke sayısı ve bu ülkelerin niteliği, çalışmaların uygulamalarında ortaya çıkan nedensellik ilişkisinin yönü ve niteliği ele alınacaktır. Tablo 5.1’de belirtilen kriterler sütunlarda yer almaktadır. Tabloda yer alan çalışmaların seçiminde iki kriter göz önünde tutulmuştur. Birinci kriter çalışmaların finansal serbestleşmenin ve/veya finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini ele almalarıdır. İkinci kriter ise, ilgili literatürde yoğun bir şekilde atıf almalarıdır. Uygulamalı çalışmalar büyük ölçüde elde edilmeye çalışılsa da elde edilemeyen kaynaklar da diğer çalışmaların literatür taramalarına göre tabloda yer almıştır. Tabloda yer alan $[F \rightarrow B]$ şeklindeki ifade ise, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye; $[B \rightarrow F]$ şeklindeki ifade ekonomik büyümenin finansal gelişmeye yol açtığını göstermektedir. Tabloda yer alan $[S \rightarrow B]$ ifadesi de, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeye yol açacağını göstermektedir. Tablonun son sütununda da belirtilen ilişkilerin niteliğini; yani, pozitif veya negatif yönlü ilişkiyi betimlemektedir.

Tablo 5.1: Finansal Gelişme, Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisine Dair Seçilmiş Uluslararası Uygulamalı Çalışmalar ve Bunların Çözümlemesi

Çalışmanın Künyesi	Uygulamanın Zaman Aralığı	Uygulamanın Ele Aldığı Ülke Sayısı ve Ülkelerin Niteliği			İlişkinin Yönü	İlişkinin Niteliği
		Tek Ülke	Çok Ülke	Ele Alınan Ülke(ler)nin Niteliği		
Goldsmith (1969)	1860–1963		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Fry (1978)	1962–1972		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Fry (1980)	1964–1976		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
King; Plosser (1982)	1953–1973	+		GÜ	$F \rightarrow B$	+
Fritz (1984)	1969–1981	+		GOÜ	$F \leftrightarrow B$	+
De Melo; Tybout (1986)	1962–1983	+		GOÜ	$F \rightarrow B$ $S \rightarrow B$	+
Gupta (1986)	1960–1981		+	GOÜ	$F \rightarrow B$ $S \rightarrow B$	+
Jung (1986)	1950–1980		+	GÜ	$B \rightarrow F$	+
				GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Fry (1988)	1961–1972		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Khatkhate (1988)	1971–1980		+	GOÜ	$F; B$	İlişki yok
Gelb (1989)	1965–1985		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Ghani (1992)	1965–1989			GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Roubini; Sala-i Martin (1992)	1960–1985		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Atje; Jovanovic (1993)	1966–1988		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Bayoumi (1993)	1971–1988	+		GÜ	$S \rightarrow B$	-
King; Levine (1993a)	1960–1989		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
King; Levine (1993b)	1960–1989		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
King; Levine (1993c)	1960–1989		+	GÜ	$F \rightarrow B$	+
Wood (1993)	1946–1990	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Murinde; Eng (1994)	1972–1990	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Warman; Thirwall (1994)	1960–1990	+		GOÜ	$S \rightarrow B$	-
Berthelemy; Varoudakis (1995)	1960–1985		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$ $F \rightarrow B$	+
De Gregorio; Guidotti (1995)	1960–1985 1950–1985		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Demirgüç-Kunt; Levine (1995)	1986–1993		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Demetriades; Hussein (1996)	1960–1987		+	GOÜ	$B \rightarrow F$	+
Demetriades; Luintel (1996)	1961–1991	+		GOÜ	$F \leftrightarrow B$	Zayıf
Jayaratne; Strahan (1996)	1972–1992	+		GÜ	$S \rightarrow B$	+
Murinde (1996)	1970–1992		+	GOÜ	$S \rightarrow B$	-
Odedokun (1996)	1962–1981		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	Belirsiz

Tablo 5.1'nin Devamı (I)

Çalışmanın Künyesi	Uygulamanın Zaman Aralığı	Uygulamanın Ele Aldığı Ülke Sayısı ve Ülkelerin Niteliği			İlişkinin Yönü	İlişkinin Niteliği
		Tek Ülke	Çok Ülke	Ele Alınan Ülke(ler)nin Niteliği		
Fry (1997)	1.1971–1995 2.1970–1980		+	GÜ	$F \rightarrow B$	+
				GOÜ	$S \rightarrow B$	-
Hansson; Jonung (1997)	1834–1991			GÜ	$F \leftrightarrow B$	+
Harris (1997)	1980–1991		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	Zayıf
Ahmed; Ansari (1998)	1973–1991		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Agung; Ford (1998)	1960–1996	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Allen; Ndikumana (1998)	1970–1996		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Athurkorala (1998)	1955–1995	+		GOÜ	$S \rightarrow B$	+
Demirgüç-Kunt; Detragiache (1998)	1980–1995		+	GÜ GOÜ	$S \rightarrow B$	-
Levine; Zervos (1998a)	1976–1993		+	GOÜ	$S \rightarrow B$	+
Levine; Zervos (1998b)	1976–1993		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Rousseau; Wachtel (1998)	1870–1929		+	GÜ	$F \rightarrow B$	Belirsiz
Neusser; Kugler (1998)	1960–1993		+	GÜ	$F \rightarrow B$	Zayıf
Rousseau; Watchtel (1998)	1870–1929		+	GÜ	$F \rightarrow B$	+
Harrison; Susman; Zeira (1999)	1965–1995	+		GÜ	$F \leftrightarrow B$	+
Luintel; Khan (1999)	1951–1995		+	GOÜ	$F \leftrightarrow B$	+
Mehrez; Kaufmann (1999)	1977–1997		+	GÜ GOÜ	$S \rightarrow B$	-
Ram (1999)	1960–1989		+	GÜ	$F \rightarrow B$	+
				GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Beck; Levine; Loayza (2000)	1971–1995		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Benhabib; Spiegel (2000)	1965–1985		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Rousseau; Wachtel (2000)	1980–1995		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Levine vd. (2000)	1960–1995		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Xu (2000)	1960–1993		+	GÜ GOÜ	$B; F$	İlişki yok
Wang (2000)	1961–1996	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Arestis, Demetriades; Luintel (2001)	1968–1998		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Kularatne (2001)	1954–1992	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Shan; Morris; Sun (2001)	1970–1998		+	GÜ	$F \leftrightarrow B$	+

Tablo 5.1'in Devamı (II)

Çalışmanın Künyesi	Uygulamanın Zaman Aralığı	Uygulamanın Ele Aldığı Ülke Sayısı ve Ülkelerin Niteliği			İlişkinin Yönü	İlişkinin Niteliği
		Tek Ülke	Çok Ülke	Ele Alınan Ülke(ler)nin Niteliği		
Al-Tamimi; Al-Awad; Charif (2002)	1958–1999		+	GOÜ	$F; B$	İlişkisiz
Al-Yousif (2002)	1970–1999		+	GOÜ	$F \leftrightarrow B$	+
Deidda; Fattou (2002)	1960–1989		+	GÜ	$F; B$	İlişkisiz
				GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Levine (2002)	1980–1995		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Asomoah (2003)	1970–1998		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Calderon; Liu (2003)	1960–1994		+	GÜ GOÜ	$F \leftrightarrow B$	+
Beck; Levine (2004)	1976–1993		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Christopoulos; Tsionas (2004)	1970–2000		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Ghirmay (2004)	30 yıllık veri		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
					$F \leftrightarrow B$	+
Guiso vd. (2004)	1946–1989		+	GÜ	$F \rightarrow B$	+
Al-Awad; Harb (2005)	1969–2000		+	GOÜ	$B \rightarrow F$	+
Ang; Mckibbin (2005)	1960–2001	+		GOÜ	$B \rightarrow F$	+
					$S \rightarrow B$	-
Atindehou; Gueyie; Amenounve (2005)	1961–1997		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	Ülkelere göre farklı
Bolbol; Fatheldin; Orman (2005)	1974–2002	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	Değişkenler itibarıyla farklı
Hondroyannis; Lolos; Papapetrou (2005)	1986–1999	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Graff; Karmann (2006)	1960–2000		+	GÜ GOÜ	$F \leftrightarrow B$	+
Hao (2006)	1985–1999	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Habibullah; Eng (2006)	1990–1998		+	GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Liang; Teng (2006)	1952–2001	+		GÜ	$B \rightarrow F$	+
Liu; Hsu (2006)	1981–2001		+	GÜ	$F \rightarrow B$	+
				GOÜ		-
Shan; Jianhong (2006)	1978–2001	+		GÜ	$F \rightarrow B$	+
Van Nieuwerburgh; Buelens; Cuyvers (2006)	1830–2000	+		GÜ	$F \rightarrow B$	+
Güryay; Şafaklı; Tüzel (2007)	1986–2004	+		GOÜ	$F; B$	İlişkisiz
Apergis; Filippidis; Economidou (2007)	1975–2000		+	GÜ GOÜ	$F \rightarrow B$	+
					$F \leftrightarrow B$	

Tablo 5.1'in Devamı (III)

Çalışmanın Künyesi	Uygulamanın Zaman Aralığı	Uygulamanın Ele Aldığı Ülke Sayısı ve Ülkelerin Niteliği			İlişkinin Yönü	İlişkinin Niteliği
		Tek Ülke	Çok Ülke	Ele Alınan Ülke(ler)nin Niteliği		
Abu-Bader; Abu-Qarn (2008)	1960–2001	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Agu; Chukwu (2008)	1970–2005	+		GOÜ	$F \leftrightarrow B$	+
Klein; Olivei (2008)	1986–1995 1976–1995		+	GÜ GOÜ	$S \rightarrow B$	+
Yang; Yi (2008)	1971–2002	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Enisan; Olufisayo (2009)	1980–2004		+	GOÜ	$F \rightarrow B$ $F \leftrightarrow B$	+
Odhiambo (2009)	1960–2006	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Gamra (2009)	1980–2002		+	GOÜ	$S \rightarrow B$	+
Acharya; Amanulla; Joy (2009)	1981–2002	+		GOÜ	$F \rightarrow B$	+
Ang (2009)	1967–2005	+		GOÜ	$S \rightarrow B$	+

Tablo 5.1'den görüleceği üzere 88 uluslararası uygulamalı çalışma analiz edilmiştir. Analiz edilen çalışmaların bazılarında uygulama dönemi ikiye ayrılmıştır. Esasında böyle bir strateji uygulama sonuçlarını daha güvenilir kılabılır. Zira, finansal serbestleşmeye ve gelişmeye ilişkin politikaların yapısal kırılma yarattığı düşünülürse ve analizler bu politikaların uygulandığı zaman itibarıyla iki alt kısımda yapılırsa, politika tercihlerinin etkileri daha iyi bir şekilde görülebilir.

Tablo 5.1'de analiz edilen çalışmalardan 74'ünde GOÜ'ler; 45'inde ise, GÜ'ler ele alınmıştır. GOÜ'leri ele alan çalışmaların 64'ünde finans-büyüme ilişkisi araştırılmış ve 46'sında finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru pozitif nitelikte bir nedensellik tespit edilmiştir. GOÜ'leri ele uygulamalı çalışmalardan üçünde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilirken; 10 çalışmada da çift yönlü nedensellik tespit edilmiş; bu 10 çalışmanın dokuzunda ilişkinin pozitif yönlü olduğu ve bir çalışmada da ilişkinin niteliğinin belirsiz olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Dört çalışmada herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Üç çalışmada ise, finans-büyüme ilişkisinin belirsiz olduğu ülkelere ve değişkenlere göre farklı olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Söz konusu 74 çalışmanın 13'ünde ise, finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bunların altısında finansal serbestleşmeden ekonomik büyümeye doğru pozitif ilişki; altısında da negatif ilişki

tespit edilmiştir. Bir çalışmada ise, ülkelere göre negatif veya pozitif ilişki olabileceği bulgusuna ulaşılmıştır.

Tablo 5.1’de yer alan ve finans-büyüme ilişkisini GÜ’ler için ele alan 45 çalışmadan 26’sı M-S yaklaşımının ve arz-yönlü görüşün iddialarını doğrular niteliktedir. Söz konusu çalışmalardan birinde ilişki yönünün belirsiz olduğu; iki çalışmada ilişkinin zayıf olduğu; iki çalışmada ise, herhangi bir ilişkinin olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Çalışmalardan ikisinde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru; altısında da çift yönlü ve pozitif nitelikli nedensellik ilişkisi söz konusudur. Bir çalışmada ise, karşılıklı nedenselliğin varlığına karşın ilişkinin zayıf olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Söz konusu 45 çalışmanın beşinde finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki araştırılmış; bunlardan ikisi pozitif ilişkiyi; üçü de negatif ilişkiyi göstermiştir.

Tablo 5.1’de görüleceği üzere finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru pozitif yönde bir nedensellik GÜ’ler için genel olarak doğrulanmaktadır. Başka bir deyişle, GÜ’ler için genelde arz yönlü finans-büyüme ilişkisi geçerlidir. Ancak, GOÜ’ler için söz konusu nedensellik daha az çalışmada tespit edilmiştir. Finansal serbestleşme konusunda ise, birçok çalışmada ekonomik büyümeye doğru negatif bir nedensellik ilişkisi görülmektedir. Çalışmalarda ilişkilerin yönü seçilen ülke örneklerine göre farklılık gösterebilmektedir. Ayrıca, GÜ’ler için uygulama sonuçları büyük ölçüde benzerlik gösterir iken; GOÜ’ler için söz konusu benzerlik oluşmamaktadır. Belirtilen durumun nedeni kalkınma sebeplerinin GÜ’lerin yapılarını özdeşleştirmesi; geri kalma sebeplerinin de GOÜ’lerin yapılarını farklılaştırması olabilir.

Çalışmaların zaman aralıkları ise, 1960’lı yıllardan 1980 ve 1990’lı yılları kapsayacak şekilde yoğunlaşmıştır. Belirtilen dönemler GÜ’lerde daha eski tarihlere gitmektedir. GÜ’lerde M-S hipotezinin ve yeni yapısalcı yaklaşımın görüşlerini doğrulayan sonuçlar, veri aralığının genişliğine bağlı olabilir. Böylesi bir durum, finans sistemine yönelik politikaların geçmişi ne kadar eskiye dayanıyor ise, finans-büyüme ilişkisi o kadar kuvvetli ve nedenselliğin yönü de o denli arz yönlü anlamına gelebilir.

V.1.3. Finansal Gelişmeler ve Ekonomik Büyüme İlişkisine Dair Uluslararası Uygulamalı Literatürde Kullanılan Yöntemler

Bu alt kısımda Tablo 5.1’de ele alınan uygulamalı çalışmaların kullandığı metotlar Tablo 5.2’de ortaya konulacaktır. Tablo 5.3’de görüleceği üzere çalışmaların genelinde tek bir yöntem kullanılırken; bazılarında ise, birkaç yöntem birlikte uygulanmıştır. Ayrıca, analizler eş-bütünleşme ve vektör oto-regresyon uygulamalarında; yani, zaman serisi analizlerinde yoğunlaşmaktadır. Bu durumun nedeni, finansal gelişmelere ilişkin verilerin belirtilen iki analize daha uygun olmalarıdır.

Finans-büyüme ilişkisini tespit etmede kullanılan ekonometrik metodoloji iki grupta sınıflandırılabilir. Birinci grup metodoloji, panel veri analizlerine dayanan çok ülkeli uygulamalardır. İkinci grup metodoloji ise, tek ülke (bazen de birkaç ülke) üzerine yoğunlaşan zaman serisi modellemeleridir. Literatürde iki metodolojinin de sonuçlarının güvenilirliği konusunda tartışmalar mevcuttur ve finans sisteminin ekonomik büyümeye yol açması konusunda panel veri yöntemi ile yapılan çok ülkeli analizlerin zaman serisi analizlerine göre daha net bir sonuç verdiği iddia edilmektedir. Bazı çalışmalarda ise, panel veri analizleri eleştirilmektedir. Nitekim, çok ülkeli panel veri yöntemlerinde ele alınan tüm ülkelerin aynı iktisadî yapıya ve teknolojiye sahip olduğu zımnen varsayılmakta ve bu varsayım tartışmaya yol açmaktadır. Ayrıca, panel veri analizlerinin incelenen değişkenlerin gecikmeli ilişkilerine ait yetersizliklerden dolayı Granger nedensellik testine uygun olmadığı da iddia edilmektedir (Eschenbach 2004, 22; Shan; Jianhong 2006, 239–240).

Tablo 5.2: Finansal Gelişme, Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkileri Araştıran Uluslararası Uygulamalı Literatürde Kullanılan Yöntemler

KULLANILAN YÖNTEMLER	İLGİLİ YÖNTEMİ KULLANAN ÇALIŞMALAR
ARDL Modelleri	Ang (2009); Enisan; Olufisayo (2009)
Çapraz kesit genelleştirilmiş momentler araçsal değişken tahmini	Asomoah (2003)
Çapraz ülke regresyonları	Levine; Zervos (1998b); Rajan; Zingales (1998)
Dinamik en küçük kareler yöntemi	Ang (2009)
Eş-anlı denklemler yöntemi	Gupta (1986); Fry (1997)
Eş-bütünleşme analizi	Demetriades; Hussein (1996); Hansson; Jonung (1997); Agung; Ford (1998); Al-Tamimi, Al-Awad; Charif (2002); Arestis; Demetriades; Luintel (2001); Kularatne (2001); Chen (2002); Doğan (2002); Ghirmay (2004); Al-Awad; Harb (2005); Ang; Mckibbin (2005); Hondroyiannis; Lolos; Papapetrou (2005); Liang; Teng (2006); Van Nieuwerburgh; Buelens; Cuyvers (2006); Abu-Bader; Abu-Qarn (2008); Agu; Jude (2008); Odhiambo (2009)
Genelleştirilmiş momentler yöntemi	Hao (2006); Liu; Hsu (2006)
Genelleştirilmiş momentler dinamik panel tekniği	Rioja; Valev (2004)
Geweke ayrıştırma yöntemi	Calderon; Liu (2003)
Gruplandırılmış zaman serisi analizleri	Fry (1978); Gupta (1987); Fry (1997)
İki aşamalı en küçük kareler yöntemi	Harris (1997); Allen; Ndikumana (1998); Rousseau; Wachtel (2000)
Korelasyon analizi	King; Levine (1993a); Levine; Zervos (1998a); Ito (2006)
Lagrange çarpanı testi	Ang; Mckibbin (2005)
Panel veri analizi	Jayaratne; Strahan (1996); Rousseau; Wachtel (2000); Schich; Pelgrin (2002); Asomoah (2003); Christopoulos; Tsionas (2004); Habibullah; Eng (2006); Apergis; Filippidis; Economidou (2007); Gamra (2009); Acharya; Amanulla; Joy (2009)

Tablo 5.2'nin Devamı

KULLANILAN YÖNTEMLER	İLGİLİ YÖNTEMİ KULLANAN ÇALIŞMALAR
Regresyon analizi	Feldstein; Horioka (1980); Fry (1980); King; Plosser (1982); Fry (1988); Gelb (1989); Atje; Jovanovic (1993); King; Levine (1993a); Warman; Thirwall (1994); De Gregorio; Guidotti (1995); Murinde (1996); Odedokun (1996); Quinn (1997); Ahmed; Ansari (1998); Levine; Zervos (1998a); Neusser; Kugler (1998); Kang; Sawada (2000); Arestis; Demetriades; Luintel (2001); Barro (2001); Jalilian; Kirkpatrick (2002); Levine (2002) Bolbol; Fatheldin; Orman (2005); Hao (2006); Ito (2006); Güryay; Şafaklı; Tüzel (2007); Klein; Olivei (2008); Yang; Yi (2008)
Standart Granger nedensellik testi	Gupta (1984); Jung (1986); Wood (1993); Demetriades; Hussein (1996); Ahmed; Ansari (1998); Saltz (1999); Al-Tamimi; Al-Awad; Charif (2002); Shan; Morris; Sun (2001); Al-Yousif (2002); Shan; Morris (2002); Onur (2005); Shan; Jianhong (2006)
Stokastik üretim sınırı	Nourzad (2002)
Tam değiştirilmiş en küçük kareler yöntemi	Christopoulos; Tsionas (2004); Acharya; Amanulla; Joy (2009)
Translog üretim fonksiyonu	Evans; Green; Murinde (2002)
Üç aşamalı regresyon analizi	King; Levine (1993b); Fry (1997)
VAR analizi	Demetriades; Hussein (1996); Rousseau; Wachtel (1998); Luintel; Khan (1999); Xu (2000); Ansari (2002); Chen (2002); Shan; Morris (2002); Ang; Mckibbin (2005); Atindehou; Gueyie; Amenounve (2005); Hondroyiannis; Lolos; Papapetrou (2005); Liang; Teng (2006); Shan; Jianhong (2006); Abu-Bader; Abu-Qarn (2008); Enisan; Olufisayo (2009)
Yapısal kırılma testi	Levine; Zervos (1998a)

V.2. FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLERE DAİR TÜRK EKONOMİSİ İLE İLGİLİ UYGULAMALI LİTERATÜR VE BUNUN ANALİZİ

Uluslararası literatürde üzerinde yoğun bir şekilde çalışılan finans-büyüme konusu Türk ekonomisine ilişkin literatürde 2000’li yıllardan itibaren irdelenmeye başlanmıştır. Bu kısımda finans-büyüme ilişkisini ele alan Türk ekonomisi ile ilgili 2000’li yıllardan itibaren oluşan uygulamalı çalışmalar analiz edilecek ve yorumlanacaktır. Çalışmaların analizinde izlenecek strateji, bunların ele aldıkları dönem, uygulanan yöntemler, kullanılan değişkenler ve ortaya çıkan bulgu ve sonuçlar şeklinde özetlenmesidir.

Daha önce de belirtildiği üzere, finans sisteminin ekonomik büyümeye etkisi (veya tam tersi) değişken tanımlarına göre farklı bulgulara neden olmaktadır. Uluslararası literatürde görülen ve daha önce de belirtilen bu durum Türk ekonomisine ilişkin uygulamalarda da görülmektedir. Başka bir deyişle, finans-büyüme ilişkisinin varlığı ve yönü Türk ekonomisine ilişkin uygulamalarda da net değildir.

Tablo 5.3’den görüleceği üzere Türk Ekonomisi ile ilgili 34 uygulamalı çalışma analiz edilmiştir. Ele alınan 26 çalışmada finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler araştırılmış; dokuz çalışmada ise, finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler araştırılmıştır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri ele alan 26 çalışmadan 11’inde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru pozitif ilişki; bir çalışmada ise, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru ilişki tespit edilmiştir. Dört çalışmada ise, ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında karşılıklı etkileşim olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Üç çalışmada ise, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir ilişki olmadığı veya ilişkinin oldukça sınırlı olduğu bulgusu elde edilmiştir. Yedi çalışmada ise, ilişkinin yönünün ve niteliğinin dönemler, değişkenler, ele alınan gecikme sayısı ve yöntemlere göre değiştiği ortaya çıkmıştır.

Türk ekonomisi ile ilgili finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri araştıran dokuz çalışmanın birinde finansal serbestleşmeden ekonomik büyümeye doğru

pozitif ilişki tespit edilirken; üç çalışmada negatif ilişki; bir çalışmada da ilişki yönünün belirsiz olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Tablo 5.3'den görüleceği üzere Türk ekonomisi ile ilgili uygulamalı çalışmalarda eş-bütünleşme analizleri daha yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Diğer metotlar ise, çok az sayıdaki çalışmada uygulanmıştır. Veri aralıkları ise, yıllık verilerde 1970'li yıllardan başlamaktadır. Bu çalışmanın uygulamasında da 1970 yılından başlayan veriler kullanılmıştır. Uygulamalı literatürde yıllık düzeyde veri sayısı çok yeterli gözükmesine de, bu durumun nedeni istatistik olanaklarıdır.

Diğer taraftan Türk ekonomisine ilişkin çalışmalarda bağımlı değişken olarak genelde milli hâsılaya ilişkin seriler toplulaştırılmış düzeyde kullanılırken, az sayıda çalışmada yatırımlara ilişkin seriler kullanılmıştır. Başka bir deyişle, gerek M-S yaklaşımın gerekse yeni yapısalci yaklaşımın finans sisteminin ekonomik büyüme üzerindeki etki mekanizması irdelenmemiştir.

Tablo 5.3: Türk Ekonomisi İçin Finansal Gelişme, Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisini Ele Alan Uygulamalı Çalışmalar ve Bunların Analizi

Çalışmanın Künyesi	Çalışmada Ele Alınan Dönem ve Kullanılan Yöntem	Çalışmada Kullanılan Değişkenler	İlişkinin Yönü	İlişkinin Yönü
Rittenberg (1991)	1964–1986 - Regresyon Analizleri	- Özel yatırımlara ilişkin çeşitli göstergeler, - Reel faiz oranı.	$S \rightarrow B$	+
Akçoraoglu (2000)	1968–1995 - Engle vd. (1983) dışsalılık çatısı	-Finansal gelişmenin derecesini ölçmek için, finansal araçların boyutunu gösteren toplam finansal araçların GSMH'ye oranı ve toplam yurt içi krediler (bankalara verilen krediler haricinde) içinde özel sektöre verilenlerin payı, - Kişi başına reel GSMH, - Reel toplam yatırımlar, - Dış ticaretin GSMH'ye oranı, - Bankalar dışındaki toplam yurt içi kredilerden özel girişimcilere tahsis edilen oransal kısım, - Kukla değişkenler.	$S; B$	İlişkisiz
Kar; Pentecost (2000)	1963–1995 -VHDM ve eş-bütünleşme uygulamalı nedensellik testi.	-Finansal gelişmeyi temsil eden değişkenler: Yurt içi kredilerin GSMH'ye oranı, M2/GSMH, banka mevduat yükümlülüklerinin gelire oranı, özel sektöre verilen kredilerin yurt içi kredilere oranı, özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı. -Kişi başına GSMH.	$F \leftrightarrow B$	+
Kar (2001b)	1963–1995 -D-F birim kök testi, -Johansen eş-bütünleşme testi, -VHDM, -Granger nedensellik testi.	-Finansal gelişmenin göstergesi olarak geniş tanımlı para arzının ve banka mevduat yükümlülüklerinin GSMH'ye oranı, -Ekonomik büyümenin göstergesi olarak kişi başına GSMH.	$F \leftrightarrow B$	+
Kar; Kara (2001)	1980–1998 -D-F birim kök testi, -Eş-bütünleşme analizi.	-Yatırımların milli gelire oranı, -Tasarrufların milli gelire oranı.	1980 sonrasında Türk finans sisteminin uluslararası bütünleşme derecesi düşüktür.	
Doğan (2002)	1982–1998 (Üç aylık veriler) -Mevsimsellik analizleri, -GDF birim kök testi, -Eş-Bütünleşme ve Granger Nedensellik analizi.	-M2 -M2/GSYİH, -M3/GSYİH -Reel GSYİH.	$F \rightarrow B$	+
Odekon (2002)	1986–1996 - Genişletilmiş hızlandırıcı modeli.	- Finansal serbestleşmenin başarısı, imalat sektöründeki üretken özel sermaye teşekkülünün artışına bağlanmıştır.	$S; B$	İlişkisiz

Tablo 5.3'ün devamı (I)

Çalışmanın Künyesi	Çalışmada Ele Alınan Dönem ve Kullanılan Yöntem	Çalışmada Kullanılan Değişkenler	İlişkinin Yönü	İlişkinin Yönü
Çetintaş; Barışık (2003)	1989–2000 (Aylık veriler) - KPSS ve GDF birim kök testi, -Engle-Granger ve Johansen eş-bütünleşme analizi, -HDM'ye dayalı nedensellik analizi.	-Bankacılık kesiminin gelişmişliğini göstermek üzere, mevduat bankalarının özel sektöre verdiği krediler, -Toplam piyasa kapitilizasyonu, -Kişi başına reel GSYİH.	$F \rightarrow B$	+
Gökdeniz vd. (2003)	1989–2002 (Üç aylık veriler) -Regresyon analizi.	-Kişi başına büyüme, -Finansal derinliği temsil etmek üzere M2/GSYİH, -Özel bankaların varlık artışları, -Hisse senedi piyasası değerinin GSYİH'ye oranı, -Tahvil piyasasındaki özel tahvillerin toplam tahvil hacmi içindeki payı, -Enflasyon.	İlişkisiz	İlişkisiz
Kula (2003)	1969–1998 -Korelasyon analizi.	-Sermaye hareketleri ve buna ilişkin alt kalemler.	$F \rightarrow B$	+ -
Günçavdı; Küçükçiftçi (2005)	-1973–1996 -Leontief girdi-çıkıtı analizleri.	- Finansal hizmetlere ilişkin çıktının artış hızı, -Finansal hizmetlerin sektör payı	$S \rightarrow B$ Dönemler itibariyle ilişkinin niteliği değişmektedir.	
Işık; Doğan; Kadılar (2005)	1985–2003 (Üç aylık veriler) -GDF birim kök testi, -Johansen eş-bütünleşme analizi, -VHDM.	-GSYİH, -Para talebi (M2), -Özel yatırımların milli gelire oranı, -Kamu yatırımlarının milli gelire oranı, -Toplam yurt içi kredilerin gelire oranı.	$F \rightarrow B$ Dönemler itibariyle ilişkinin niteliği değişmektedir.	+
Onur (2005)	1980–2002 -Granger Nedensellik Analizi.	-M2 para arzı, -İthalât-ihracat toplamı, -Sermaye hareketleri toplamı, -GSMH büyümesi.	$B \rightarrow F$ $F \rightarrow B$ Değişkenler itibariyle ilişkinin yönü değişmektedir.	
			$S \rightarrow B$	-
Utkulu; Kahyaoğlu (2005)	1990–2004 -Doğrusal olmayan zaman serisi (TAR ve STAR) modellemesi, - Markow rejim değişimi modellemesi.	-GSMH -Ticarî açıklık oranını temsil etmesi için ithalât ve ihracatın toplamının GSMH'ye oranı, -Finansal açıklık oranını temsil etmesi için ülkeye giren ve çıkan özel finansal akımların toplamının GSMH'ye oranı kullanılmıştır.	$S \rightarrow B$	-
Aktaş (2006)	1986–2005 - Trend analizi.	- İMKB'ye ilişkin piyasa kapitilizasyon oranı, piyasa dönüş oranı, yabancı sermaye girişi, - GSYİH.	$F \leftrightarrow B$	İlişki yönü belirsizdir.

Tablo 5.3'ün devamı (II)

Çalışmanın Künyesi	Çalışmada Ele Alınan Dönem ve Kullanılan Yöntem	Çalışmada Kullanılan Değişkenler	İlişkinin Yönü	İlişkinin Yönü
Aslan; Korap (2006)	1987–2004 (Üç aylık veriler) -Mevsimsellik analizleri, -Johansen eş-bütünleşme analizi, -VHDM'ye dayalı Granger nedensellik testi.	-Reel GSYİH, -Finansal gelişmenin göstergesi olarak: mevduat, yatırım ve kalkınma bankalarının özel sektöre verdikleri kredilerin mevsimsellikten arındırılmış nominal GSYİH'ye oranı; M2Y para arzının mevsimsellikten arındırılmış nominal GSYİH'ye oranı.	$B \rightarrow F$ $F \rightarrow B$ Değişkenler itibariyle ilişki yönü değişmektedir.	+
Aslan; Küçükaksoy (2006)	1970–2004 -Granger Nedensellik testi, -VAR modeline bağlı Granger nedensellik testi.	-Kişi başına GSMH düzey verileri, -Finansal gelişme göstergesi olarak özel sektör kredi hacminin doğal logaritması.	$F \rightarrow B$	+
Kar; Ağır (2006)	1987–2002 (Üç aylık veriler) -D-F ve GDF birim kök testleri -Johansen Eş-bütünleşme analizi	- Geniş tanımlı para arzının GSYİH'ye oranı, - Özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı, - Borsa kapitalizasyon oranı, - Yurt içi kredi hacmi, - Reel işlem hacmi.	$F \leftrightarrow B$	+
Mangır (2006)	1989–2001 -Oran analizleri	-Finans sisteminin gelişmesini ölçmek üzere M2/GSMH.	Finans sistemi 2000'li yıllara kadar gelişmiştir.	
Uçak (2006)	1991–2006 (Üç aylık veriler) -GDF birim kök testi, -Eş-bütünleşme analizi, -VAR analizi, -Granger nedensellik testi.	-Sıcak para akımları, -Vadeli mevduat faiz oranı, -GSYİH, -Yatırımlar, -Reel efektif döviz kuru, -Özel tüketim harcamaları.	$S; B$	İlişkisiz
Atamtürk (2007)	1975–2003 -Trend analizi.	-Çeşitli tasarruf oranları.	$F \rightarrow B$	+
Çıtak (2007)	1990–2005 -Korelasyon analizi.	-Finansal gelişmeyi ölçmek için menkul kıymetler borsası piyasa değeri/GSYİH, -GSYİH büyüme oranı.	GÜ'lerde: $F \rightarrow B$	+
			GOÜ'lerde: $F \rightarrow B$	-
			Türkiye'de: $F \rightarrow B$	-

Tablo 5.3'ün devamı (III)

Çalışmanın Künyesi	Çalışmada Ele Alınan Dönem ve Kullanılan Yöntem	Çalışmada Değişkenler	Kullanılan	İlişkinin Yönü	İlişkinin Yönü
Demir; Öztürk; Albeni (2007)	1995–2005 (Aylık veriler) -GDF birim kök testi, -Johansen eş- bütünleşme analizi, -HDM ve Granger nedensellik testi.	-Finansal gelişmeyi temsil etmek üzere özel sektöre verilen ticarî kredilerin GSYİH'ye oranı ve toplam piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı -Reel GSYİH.		$F \leftrightarrow B$ Sınırlı ilişki söz konusudur	Belirsiz
Ekinci; Gül (2007)	1960–2006 -GDF birim kök testi, -Johansen eş- bütünleşme analizi, -HDM ve Granger nedensellik testi.	- GSYİH büyüme oranı, -Yurt içi tasarrufların büyüme oranı.		Eş-bütünleşme analizi: $F \rightarrow B$	+
				Granger nedensellik analizi: $B \rightarrow F$	+
Kandır; İskenderoğlu; Önal (2007)	1988–2004 -Johansen eş- bütünleşme testleri, -Hata düzeltme modeli, -Nedensellik analizi.	-Kişi başına reel milli gelir, -Finansal gelişmeyi temsil etmek üzere, İMKB işlem hacminin milli gelire oranı, İMKB piyasa değerinin milli gelire oranı, İMKB işlem görme oranı ve özel sektöre verilen banka kredilerinin milli gelire oranı.		$B \rightarrow F$	+
Karagöz; Armutlu (2007)	1988–2006 (Üç aylık veriler) -Granger nedensellik testi (üç dönem gecikmeli Sims testi).	-GSYİH, -İMKB 100 endeksi.		Üç gecikmeli model: $F \rightarrow B$	+
				İki gecikmeli model:	İlişkisz
Yapraklı (2007)	1990–2006 -Johansen eş- bütünleşme analizi, -Zayıf dışsalılık testi, -Granger nedensellik testi, -VHDM tahminleri.	-GSMH büyüme oranı, -Ticarî dışa açıklık oranını temsil etmesi için $[(\text{İhracat} + \text{İthalat}) * 100 / \text{GSMH}]$, -Finansal dışa açıklık oranını temsil etmesi için $[(\text{gayri safi özel sermayegirişi} + \text{gayrisafi özel sermayeçıkışı}) * 100 / \text{GSMH}]$.		$S \rightarrow B$	-
Altunç (2008)	1970–2006 -GDF ve P-P birim kök testleri, -Johansen eş- bütünleşme testi, VAR analizi, -VHDM'ye dayalı Granger nedensellik testi.	-M2/GSYİH, -Bankacılık sektörünün reel sektöre verdiği krediler, -Toplam finansal varlıkların GSYİH'ye oranı, -Menkul kıymetlerin GSYİH'ye oranı, -Kişi başına reel GSYİH artışı oranı.		$F \rightarrow B$ $B \rightarrow F$ $F \leftrightarrow B$ Değişkenler itibariyle ilişki yönü değişmektedir.	+
Aydemir (2008)	1998–2008 (Üç aylık veriler) -DF, GDF ve P-P birim kök testleri, -Johansen eş- bütünleşme testi.	-Reel GSYİH, -İMKB 100 endeksi, -Reel özel kesim tüketim ve yatırım harcamaları.		$F \rightarrow B$	+

Tablo 5.3'ün devamı (IV)

Çalışmanın Künyesi	Çalışmada Ele Alınan Dönem ve Kullanılan Yöntem	Çalışmada Kullanılan Değişkenler	İlişkinin Yönü	İlişkinin Yönü
Başcı vd. (2008)	1992–2007 (Üç aylık veriler) -Zivot-Andrews birim kök testi, -Johansen eş-bütünleşme testi, -Genelleştirilmiş etki tepki fonksiyonu.	Finansal gelişmeyi temsil eden değişkenler -Likit aktifler, -Krediler, -Duran aktifler, -Diğer aktifler, -Toplam aktifler, -Mevduat, -Mevduat dışı kaynaklar, -Diğer pasifler Ekonomik büyümeyi temsil eden değişken -GSYİH.	$F \leftrightarrow B$ $F \rightarrow B$ $B \rightarrow F$ Değişkenler itibarıyla ilişki yönü değişmektedir.	+
Kaplan (2008)	1987–2006 (Üç aylık veriler) -GDF birim kök testi, -Eş-bütünleşme analizleri.	-Hisse senetleri piyasası fiyat indeksi, -Reel GSYİH.	$F \rightarrow B$	
Kar; Peker; Kaplan (2008)	1963–2005 (Yıllık veriler) -Temel bileşenler analizi, -DF ve GDF birim kök testi -Eş-bütünleşme analizleri.	-Ticari serbestleşme ile ilgili değişkenler, -M1/GSYİH, -M1/M2, -M2/GSYİH -M2Y/GSYİH -GSMH	$F \rightarrow B$	+
Altıntaş; Ayırcay (2009)	1987–2007 (Üç aylık veriler) (Aylık veriler) -GDF birim kök testi, -ARDL testi.	-M2/GSYİH, -(İhracat+ithalat)/GSYİH, -Üç aylık reel faiz oranı.	$F \rightarrow B$	+
Yücel (2009)	1997–2007 (Aylık veriler) -Temel Bileşenler analizi.	-Hisse senedi yatırımlarının İMKB tüm endeksine oranı, -İMKB işlem hacminin nominal GSYİH'ye oranı, -İMKB toplam işlem hacminin İMKB tüm endeksine oranı, -İMKB tüm endeksinin GSYİH'ye oranı.	$F \rightarrow B$	+

Tablo (5.3)'de sunulan çalışmalar sonuçları itibariyle de değerlendirilebilir. İlk olarak değerlendirilecek çalışmalar Türk ekonomisinde finansal gelişmenin sağlanıp sağlanmadığı ile ilgili olanlardır. Türk ekonomisinde 1980 sonrası politikaların finansal gelişmeye etkilerinin ölçüldüğü çalışmalardan **Onur (2005)**'e göre, Türk ekonomisinde M2 para arzı ölçütüne göre finansal gelişme 1983–1987 arasında artma ve azalma yönünde dalgalı bir seyir izlerken; daha sonraki yıllarda, azalma eğilimi göstermiştir (Onur 2005, 143). **Çıtak (2007)**'ye göre, finansal gelişmenin bir ölçütü olarak literatürde kullanılan “menkul kıymetler borsası piyasa değeri/GSYİH” oranında Türk ekonomisinde 1990 yılından sonra dalgalı ancak artan bir eğilim söz konusudur (Çıtak 2007, 196–197). Başka bir deyişle, finansal gelişme ekonomik büyümeye paralel bir şekilde dalgalı ve artan bir seyir izlemektedir. **Mangır (2006)**'da da finans sisteminin gelişmesini görme açısından M2/GSMH oranı değerlendirilmiş ve bu değişken 1980'de %15 iken; 2000 yılına kadar artarak %31'e kadar yükselmiştir (Mangır 2006, 467). **Günçavdı; Küçükçiftçi (2002)**'nin bulgularına göre, 1980 sonrasında M2Y/GSMH ile toplam finansal varlıklar içinde menkul kıymetlerin oranı artarken; M2/GSMH oranı azalmıştır. Çalışmaya göre, toplam finansal varlıklar içerisindeki menkul kıymetler arasında en yüksek pay kamu borçlanmasına ilişkindir. Belirtilen bulgu esasen Türk ekonomisinin 1980'li yıllarda 1970'li yıllara göre daha fazla parasallaştığını; ancak, finansal gelişmeye ilişkin gelişmenin sunî olduğunu ima etmektedir. Çalışmanın çarpıcı bir bulgusu da finansal serbestleşmenin ardından finansal hizmetlerden yararlanmayanların çıktı düzeylerinde fazlaca bir düşüş yaşanmamıştır (Günçavdı; Küçükçiftçi 2002, 90; 104).

Yukarıda sıralanan çalışmaların tam tersi bulgulara sahip çalışmalar da literatürde mevcuttur. Örneğin **Bayri; Güloğlu (2005)**'de Türk ekonomisi için finansal bütünleşme 1989–2001 ve 2001–2004 yılları olmak üzere iki dönemde incelenmiştir. Çalışmada Türkiye ile ABD ve AB finans piyasaları arasında kuvvetli bir uzun dönem ilişkisi ortaya çıkmıştır (Bayri; Güloğlu 2005, 25–29). Finansal küreselleşmenin bir boyutu olarak yabancı bankaların yurt içinde faaliyet göstermesinin olumlu etkileri olduğu da literatürde iddia edilmektedir. Nitekim, **Yıldırım (2004)**'e göre yabancı bankaların Türk finans sisteminde faaliyet göstermesi, rekabetin artmasına, yönetim, pazarlama ve müşteri ilişkileri konusunda daha profesyonel bir anlayışın yerleşmesine ve sistemde şeffaflık ilkesinin benimsenmesine olumlu katkıda bulunmuştur. Belirtilenlerin yanı sıra

yabancı bankaların sisteme girişi finans sisteminde güçlü finansal yapıya ve finansal standartların öneminin anlaşılmasına da katkıda bulunmuştur (Yıldırım 2004, 5).

Literatürde Türk ekonomisinde 1980’li yıllardaki finans sistemine yönelik politikaların reel sektör ve büyüme üzerindeki etkileri konusunda birbiri ile çelişen veya ilişkilerin net olmadığını gösteren sonuçlar mevcuttur (Eser 1996, 33–34). Örneğin, **Doğan (2002)**’deki analizlere göre Türk ekonomisi için finansal derinleşme ile ekonomik büyüme arasında bir denge ilişkisinin varlığı desteklenmemiştir. Granger nedensellik testlerinde ise, finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Doğan 2002, 69). Benzer şekilde **Kar; Pentecost (2000)**, **Altunç (2008)** ve **Başcı vd. (2008)**’de farklı değişkenlere göre talep ve arz yönlü görüşün hipotezlerini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır (Kar; Pentecost 2000, 13; Altunç 2008, 124; Başcı vd. 2008, 13–14). Benzer sonuçlar **Kar (2001b)**’de de mevcuttur ve çalışmada finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ve karşılıklı bir etkileşim tespit edilmiş; ancak, arz veya talep yönlü görüşün iddiaları doğrulanmamıştır. Sonuçta, finansal gelişmeye ilişkin kullanılan değişkenler setine göre finans-büyüme nedenselliğinin yönü değişmektedir (Kar 2001b, 163).

Yukarıda belirtilen çalışmalara paralel şekilde **Aslan; Korap (2006)**’da da finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin değişken tanımına göre farklılık göstereceği iddia edilmektedir. Ayrıca, ekonomik büyümeden finansal gelişme göstergesi olarak ele alınan M2Y’ye doğru ve özel sektör kredi hacminden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Aslan; Korap 2006, 15–16). **Aktaş (2006)**’da sermaye piyasası ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki olduğu; ancak, ilişkinin yönünün belli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Aktaş, 2006, 53). Diğer taraftan **Kandır; İskenderoğlu; Önal (2007)**’de de Türkiye için talep yönlü teoremin görüşlerini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır (Kandır; İskenderoğlu; Önal 2003, 323).

Türk ekonomisindeki finansal gelişme/büyüme ilişkisine dair uygulamalı literatürün bir kısmında neo-klasik iktisattaki ve M-S yaklaşımındaki iddiaların aksine bulgular mevcuttur. Bunlardan **Akçoraoğlu (2000)**’de neo-klasik teoremin finans sisteminin ekonomik büyüme sürecinde öncü sektör olduğu yönündeki iddiasını destekler nitelikte

sonuçlara ulaşılmamış; aksine, neo-klasik teoriye yönelik eleştirileri destekleyecek bulgulara ulaşılmıştır. Ayrıca, çalışmada ekonomik büyümeden finansal gelişmeye (toplam finansal araçların GSMH'ye oranı) doğru bir nedensellik de tespit edilememiştir. Çalışmada son on yıllardaki finansal gelişmelerin Türk ekonomisinin büyüme performansına olumlu etkide bulunmadığı da iddia edilmektedir (Akçoraoğlu 2000, 20–21). **Günçavdı; Bleaney; McKay (1999)**'da da özellikle finansal serbestleşme politikalarının (özellikle de faiz oranlarındaki artışın) Türk ekonomisinde sermaye maliyetini artırdığı ve yatırımlar üzerinde olumsuz etkide bulunduğu; ancak, kredilere ilişkin kısıtlamaların kaldırılması yönündeki stratejilerin uzun dönemde sermaye artışına olumlu etkilerinin olduğu iddia edilmektedir (Günçavdı; Bleaney; McKay 1999, 221). Yine belirtilen çalışmalara paralel olarak **Gökdeniz; Erdoğan; Kalyüncü (2003)**'de hisse senedi ve tahvil piyasalarındaki gelişmenin ekonomik büyüme ile ilişkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Gökdeniz; Erdoğan; Kalyüncü 2003, 13–14). **Çıtak (2007)**'de de, finansal gelişmişlik ölçütü ile ekonomik büyüme arasında düşük ve negatif korelasyon ilişkisi tespit edilmiştir. Ancak, çalışmaya göre iktisadî istikrarın sağlandığı dönemlerde söz konusu korelasyon artmaktadır (Çıtak 2007, 198–199). **Demir; Öztürk; Albeni (2007)**'de finansal gelişmeyi temsil etmede kullanılan değişkenler ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin ve en az bir yönde nedenselliğin varlığı tespit edilmiş; ancak, söz konusu ilişkilerin sınırlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın başka bir sonucu da, ekonomik büyüme sürecinde bankacılık sistemiyle finansmanın hisse senediyle finansmana göre daha önemli olduğudur (Demir; Öztürk; Albeni 2007, 453–454).

Finansal gelişme ile serbestleşmenin Türk ekonomisindeki etkilerini McKinnon tamamlayıcılık hipotezi çerçevesinde test eden çalışmalardan **Işık; Doğan; Kadılar (2005)**'in uygulamasına göre söz konusu hipotez Türk ekonomisi için reddedilmiştir. Ancak, uzun dönemde faiz oranları ile yatırımlar arasında bulunan pozitif ilişki McKinnon yaklaşımının bu konudaki argümanını destekler niteliktedir (Işık; Doğan; Kadılar 2005, 49–50).

Yukarıda belirtilenlerin aksine, Türk ekonomisinde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini iddia eden çalışmalar da mevcuttur. Bunlardan **Çetintaş; Barışık (2003)**'de sermaye piyasası ve bankacılık sektöründeki gelişmenin birlikte

ekonomik büyüme ile pozitif ilişkili olduğu ve bu ilişkinin dolaylı bir nitelikte işlediği sonucuna ulaşılmıştır (Çetintaş; Barışık 2003, 15). **Aslan; Küçükaksoy (2006)** ve **Atamtürk (2007)**'de genel finansal gelişmenin, ekonomik büyümeye olumlu etkide bulunduğu; başka bir deyişle, arz yönlü görüşün önermelerinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Aslan; Küçükaksoy 2006, 36; Atamtürk 2007, 77–78).

Literatürdeki bazı çalışmalara göre Türk ekonomisinde 1980'li yıllardan sonra uygulanan politikaların finansal küreselleşmeye etkileri beklenen düzeyde gerçekleşmemiştir. Nitekim, Türk ekonomisinin finansal küreselleşmesini değerlendirmek üzere yapılan çalışmalarda, genellikle düşük korelasyon ilişkileri tespit edilmektedir. Örneğin **Mandacı; Taşkın (2005)**'e göre, 1995–2004 yılları için AB borsalarının kendi aralarında yüksek korelasyona sahip olmalarına karşın; İMKB'nin AB borsaları ile düşük korelasyon ilişkisine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Mandacı; Taşkın 2005, 136–137). **Tunay (2002)**'deki 1992–2001 yılları arasında para ve sermaye piyasaları temel alınarak yapılan uygulamada Türkiye ve AB arasındaki finansal bütünleşmenin düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Tunay 2002, 26–27). **Kar; Kara (2001)**'e göre de, 1980–1998 yılları için Türk ekonomisinin uluslararası finans piyasaları ile bütünleşmesinin zayıf olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Kar; Kara 2001, 70). **Onur (2005)**'de ise, Türk ekonomisinde sermaye hareketleri ölçütüne göre finansal serbestleşme 1980–1988 arasında artış gösterirken; 1989 sonrasında belirli bir azalma göstermiştir. Çalışmaya göre, Türk ekonomisinde sermaye hareketleri ölçütüne göre finansal açıklık 1980–1983 arasında anî bir artış, 1983–1989 yılları arasında anî bir azalma ve daha sonraki yıllarda da azalma yönünde bir seyir izlemiştir (Onur 2005, 143).

Türk ekonomisine ilişkin literatürde finansal gelişmenin finansal serbestleşme ile birlikte ele alındığı çalışmalar da mevcuttur. Bunlardan **Doğan (2002)**'ye göre, finansal serbestleşmeye ve derinleşmeye ilişkin gelişmelerin üç ve altı aylık gecikmelerle olsa da ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmış; fakat, finansal derinleşme ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkiye dair kanıt elde edilememiştir (Doğan 2002, 69–70). Gecikmeli analizlerin uygulandığı **Karagöz; Armutlu (2007)**'de de Doğan (2002)'yi kısmen destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. Çalışmaya göre üç dönem gecikmeli analizde hisse senedi piyasasındaki gelişmenin

ekonomik büyümenin nedeni olduğu; tersinin geçerli olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. İki dönem gecikmeli analizde ise, değişkenler arasında herhangi bir nedensellik görülmemiştir (Karagöz; Armutlu 2007, 5). **Aydemir (2008)**'de de hisse senedi getirilerinde meydana gelen artışın özel kesim yatırım ve tüketim harcamaları vasıtasıyla ekonomik büyümenin sebebi olduğu ve aralarında uzun dönemli bir ilişkinin söz konusu olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Aydemir 2008, 50–51).

Türk ekonomisine ilişkin literatürde finansal serbestleşmenin yurt dışı ayağının, yani finansal küreselleşmenin büyüme üzerindeki etkilerini değerlendiren çalışmalarda söz konusu ilişkinin negatif yönlü olduğu iddia edilmektedir. Nitekim, 1980'li yıllarda dışa açılma politikaları sonucunda Türk ekonomisi dış şoklara daha duyarlı bir yapı arz etmiştir. 1989 yılından itibaren izlenen aşırı değerli döviz kuru ve yüksek faiz politikaları ise, ülkeye giren sıcak para hacmini artırmıştır. Sıcak para akımlarını ülkeye yönlendirme adına uygulanan yüksek faiz politikaları yatırım maliyetini artırıcı bir unsur haline gelmiştir (Eser 1996, 31). Artan yatırım maliyeti ve azalan yatırım hacmi uzun dönem büyüme hızının istikrarına ve artışına bir sınır getirmiştir. Başka bir deyişle, finansal serbestleşme süreci Türk ekonomisinde yatırım maliyetini, faizlerdeki yükselme nedeniyle, artıran bir faktör haline gelmiş ve sonuçta ekonomik büyümenin önünde bir engel teşkil etmiştir.

1990 sonrasında bir yandan aşırı değerli TL ile artan ithalât diğer yandan finansal serbestleşme ile artan dış borçlanma olanakları da ekonominin yapısal makro dengesizliklere yol açmıştır. Sonuçta, GSYİH'deki dalgalanmalar ile sermaye giriş ve çıkışlarındaki dalgalanmalar paralel bir şekilde gerçekleşmiştir. Söz konusu durumu ele alan çalışmalardan **Onur (2005)**'deki Granger nedensellik testlerine göre, Türk ekonomisinde finansal serbestleşmenin, finansal gelişmenin ve finansal açıklığın ilk iki yıl için GSMH'nin nedeni olmadığı; tam tersine, GSMH'nin gecikmeli olarak finansal serbestleşmenin, finansal gelişmenin ve finansal açıklığın nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmadaki oto-regresif modele göre, GSMH üzerinde finansal serbestleşmenin olumsuz; finansal gelişme ve açıklığın olumlu etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Onur 2005, 149–150).

Utkulu; Kahyaoğlu (2005)'de Türkiye'de finansal küreselleşmeye dönük politikaların ekonominin sürekli resesyonda kalmasına yol açtığı bulgusuna ulaşılrken, **Yapraklı (2007)**'de finansal dışa açıklığın Türk ekonomisindeki büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. **Uçak (2006)**'da da yatırımların, finans sisteminin serbestleştirilmesinden etkilenmediği; kısa vadeli spekülâtif özelliklere sahip sermaye hareketlerinin, M-S yaklaşımında iddia edildiği gibi, tasarrufları artırmak bir yana azalttığı sonucuna ulaşılmıştır (Utkulu; Kahyaoğlu 2005, 2; Uçak 2006, 151). Uçak (2006) ile bağlantılı olarak **Ekinci; Gül (2007)** büyümeden yurt içi tasarruflara doğru tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Başka bir deyişle, bu çalışma finansal serbestleşme ve gelişmeye yönelik politikaların tasarruf artışı mekanizması ile ekonomik büyümeyi hızlandırması yönünde bir bulgu oluşmamıştır (Ekinci; Gül 2007, 167; 177). **Kula (2003)**'e göre, finansal sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir korelasyon olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca, sermaye hareketlerinin alt kalemi olarak portföy yatırımlarının üretim etkinliği ile kaynak dağılımındaki etkinliğe olumlu bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Kula 2003, 147).

Türk ekonomisine ilişkin uygulamalı literatürde, uluslararası uygulamalı literatürde olduğu gibi, finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi farklı değişkenler, yöntemler ve dönemler itibarıyla farklı sonuçlara ulaşılmaktadır. Başka bir deyişle, finans-büyüme ilişkisinin niteliği ve yönü konusunda farklı çalışmalarda ve hatta aynı çalışmada birbirine zıt sonuçlar elde edilebilmektedir. Finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini irdeleyen çalışmalarda ise, genel olarak ilişkilerin negatif yönde olduğu veya ilişki niteliğinin belirsiz olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

V.3. EKONOMETRİK METODOLOJİ: TEORİK AÇIKLAMALAR VE UYGULAMA AŞAMALARI

Daha önce de belirtildiği üzere, hem Türkiye ile ilgili hem de uluslararası tek ülkeli uygulamalı çalışmalarda birçok ekonometrik yöntem uygulanmakla birlikte genel olarak eş-bütünleşme, vektör oto-regresyon ve bunlara bağlı testler yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Uygulamalı literatürde ortaya çıkan başka bir durum da, finansal serbestleşmeye ve gelişmeye ilişkin birçok değişkenin varlığı ve uygulama sonuçlarının kullanılan değişkenlere göre farklılık arz etmesidir. Belirtilen sorunu gidermek için son dönem literatürde ilgili kavramları daha iyi bir şekilde betimleyecek indeksler oluşturulmaya başlanmıştır. Bu indekslerde kullanılan değişkenlerin ağırlıkları araştırmacılara göre değişmektedir. Ancak, indekslerin oluşturulmasında istatistiki tekniklerden de yararlanılmaktadır. Bu tekniklerden temel bileşenler analizi son dönem finans-büyüme literatüründe kullanılmaya başlanmıştır. Bu alt kısımda temel bileşenler, durağanlık, vektör oto-regresyon, eş-bütünleşme analizleri ve bunlarla birlikte uygulanan testler açıklanacak; belirtilen testlerin uygulama aşamalarından bahsedilecektir. Böylece, Türk ekonomisi üzerine yapılacak uygulamanın ekonometrik tekniği ve altyapısı ortaya konulacaktır.

V.3.1. Temel Bileşenler Analizi

Faktör analizi dâhilinde ele alınabilecek bir yaklaşım olan temel bileşenler analizi (TBA), birbirleri ile ilişkili olabileceği düşünülen değişkenler kümesini aralarındaki korelasyonlardan veya ko-varyanslardan yararlanarak ve verilerdeki değişimleri mümkün olduğunca koruyarak veri setinde indirgeme yapmak için kullanılmaktadır. Böylece, belirli bir olguyu veya gelişmeyi temsil edebilecek ve birbirleri ile ilişkili olabilecek birçok değişkenin daha az bir veri setine (veya birbirleri ile ilişkisi olmayan birkaç veri setine) indeks halinde indirgenmesi sağlanabilmektedir. Elde edilen her bir temel bileşen ise, bir veri setinin gözlenen değerlerine ilişkin optimal olarak ağırlıklandırılmış doğrusal bir kombinasyonudur. Örneğin, TBA sonucu oluşan ilk bileşen skorlarının varyansını maksimize etme suretiyle örnekleme en yüksek düzeyde dağıtan değişkenlerin doğrusal bir bileşimidir. İkinci bileşen, ilk bileşenden bağımsız bir şekilde maksimum değişkenlikten çıkarılmış değişkenlerin doğrusal bileşimidir ve hata

terimlerinin korelasyonundan oluşturulmaktadır. (Nakip 2003, 403–404; Lehman vd. 2005, 418–419; Tabachnick; Fidel 2007, 635; Kar; Peker; Kaplan 2008, 30–31; Raykov; Marcoulides 2008, 211–212; Yücel 2009, 89; 421; Ang 2009, 461).

TBA ile birbirlerine ortogonal (ilişkisiz) olan verilerin doğrusal dönüşümü gerçekleştirilebilir. TBA, verilerin orijinal değerlerinde veya verilerin ortalamalardan sapmalarına veya standartlaştırılmış değerlerinde uygulanabilir (Kar; Peker; Kaplan 2008, 31). Bu yöntem gözlem sayısının düşük olduğu durumlarda oluşabilecek ekonometrik sorunların giderilmesinde de yararlıdır (Ang 2009, 461)

TBA, ele alınan dönem için standartlaştırılmış değişkenlerin logaritmik farklarına ilişkin bir veri matrisi üzerinden uygulanmaktadır. Temel bileşenlerin varyansları, verilerin varyans-kovaryans matrisine (Σ) ilişkin öz-değerleridir. Birinci temel bileşene denk gelen öz-vektörün elemanları, oluşturulan vekil değişkenin doğrusal bileşimi için kullanılan katsayılarıdır (Kar; Peker; Kaplan 2008, 31). TBA’da bu ağırlıklar regresyona çok benzer bir mantıkla ve öz-değerlerden hareketle elde edilmektedir. Öz-değerler, bir veri seti için ele alınan değişkenler arasındaki varyanslardan hareketle optimal olarak ağırlıklandırılan bileşenlerin oluşturulmasında kullanılmaktadır (Lehman vd. 2005, 423). Bu analizde kullanılan değişken sayısının üç katı ve daha fazla gözlem sayısı olması gerekmektedir (Nakip 2003, 407).

TBA aşağıda belirtilen aşamalar ile uygulanmaktadır (Lehman vd. 2005, 422–451; Nakip 2003, 408–417).

- Aşama 1: Temel bileşenlerin ortaya çıkarılması,
- Aşama 2: Anlamlı bileşen sayısının ortaya çıkarılması,
- Aşama 3: Sonuç çözümüne dönüştürme,
- Aşama 4: Dönüştürülmüş sonuçların yorumlanması,
- Aşama 5: Faktör skorlarının veya faktör tabanlı skorların ortaya konması,
- Aşama 6: Sonuçların özetlenmesidir.

TBA’nın ilk aşamasında temel bileşenlerin ortaya çıkarılmasına çalışılır. Bu aşamada ilk olarak veriler standartlaştırılır. Nitekim, TBA verilerin ölçüm birimlerine son derece duyarlıdır. Bu nedenle değişkenlerin farklı birimlerde ölçüldüğü durumlarda

standartlaştırılmış değerlerin kullanması gerekmektedir (Kar; Peker; Kaplan 2008, 31). Bunun için kullanılacak formül $[z = (x_i - \mu) / \sigma]$ şeklinde tanımlanabilir. Böylece, bütün veriler aritmetik ortalaması sıfır ve standart sapması bir olan bir dağılıma sahip olur. Faktör analizinde ölçülemeyen (örneğin kriz gibi) değişkenler için kukla değişkenler kullanılabilir (Nakip 2003, 407–408).

İkinci aşamada ise, anlamlı bileşen sayısının ortaya çıkarılmasına çalışılır. Bunun için korelasyon analizi aşamasında ele alınan faktör modelinin güvenilirliği test edilmekte ve bu testte iki yöntem kullanılmaktadır. Bunlar küresellik testi ve Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) testidir. Küresellik testinde ele alınan ana kütledeki değişkenler arasındaki ilişki test edilir. Burada istatistiki olarak sıfır hipotezinde “ilişki yoktur” a karşı “ilişki vardır” hipotezi test edilir. İlgili katsayı yüksek bir değer alırsa alternatif hipotez kabul edilir ve analize devam edilir. KMO testinde de, belirli bir oran elde edilir ve söz konusu oranın %60’ın üzerinde olması arzu edilir. Bu yöntemde oluşan her faktördeki değişkenler arasındaki korelasyon en üst düzeyde iken, faktörler arasındaki korelasyon minimum seviyededir (Nakip 2003, 408–410).

TBA’da oluşturulan bileşen sayısı analizde kullanılan değişken sayısına eşittir. Ancak, analizlerde genellikle ilk bileşenler daha sonra yapılacak analiz için dikkate alınmaktadır (Lehman vd. 2005, 421). Bu bileşenlerden hangisinin daha sonraki analizlerde ele alınacağı konusunda farklı ölçütler söz konusudur. Bunlar:

- Öz-değer bir kriteri,
- Serpilme diyagramı testi,
- Hesaplanan varyansın oranı kriteridir (Nakip 2003, 410–412; Lehman vd. 2005, 421; 441; 434–436; Raykov; Marcoulides 2008, 224).

Faktör sayısının belirlenmesinin ardından, üçüncü aşamada hangi değişkenlerin hangi faktörlerde yer alacağını belirlenmesi; yani, faktör dönüşümünün gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken husus faktör yüklerini gösteren “faktör modeli” matrisidir. Bu matriste yer alan faktör yükleri, ele alınan değişkenlerin her bir faktördeki ağırlığını göstermektedir. Faktör yükleri her bir değişkenin seçilen faktörlerle korelasyon ilişkisini göstermektedir. Hangi değişkenin hangi faktörde yer alacağı, faktör yüklerine (yani, değişken ile faktör arasındaki korelasyona) bağlı olarak tespit edilir.

Faktör yüklerinin belirlenmesinde de farklı dönüşüm işlemleri kullanılmaktadır. Dönüşüm işlemleri ise, yatay ve dikey olmak üzere iki şekilde uygulanır ve bunlara bağlı olarak varimax, equmax, promax ve quartimax yöntemleri kullanılır. Bunlardan en yaygın kullanılanı varimax yöntemidir ve bu yöntemle faktör skor katsayılarına da ulaşılabilir. Faktör dönüşümünün gerçekleştirilmesinden ve faktör seçiminin yapılmasından sonra dördüncü aşamada oluşan birden fazla faktör değişken içeriklerine göre adlandırılabilir. Eğer faktörler arasında ilgisiz değişkenler bir arada olursa, faktör yükü en fazla olan değişken esas alınarak isimlendirme yapılabilir (Nakip 2003, 413–415).

Dönüştürülmüş faktörlerin adlandırılmasından sonra beşinci aşamada ortaya çıkan faktörlerin daha sonraki analizler için uygun hale getirilmesi gerekebilir. Bunun için uygulanacak üç temel yöntem vardır. Bunlar:

- Değişkenlerin ortalamasının alınması,
- Vekil değişken bulunması,
- Faktör değerlerinin hesaplanmasıdır (Nakip 2003, 416).

Bu yöntemlerden ilk ikisi fazlaca kullanılmamakta; üçüncüsü ise, daha sıklıkla uygulanmaktadır. Faktör değerlerinin hesaplanmasında faktör skor katsayılar matrisi ile değişkenlerin standartlaştırılmış değerlerinden yararlanılır. Belirtilenlerin daha iyi açıklanması için (5.1) numaralı denklem kullanılabilir:

$$\hat{F}_{jk} = \sum_{i=1}^p W_{ji} X_{ik} \quad (5.1)$$

(5.1) numaralı denklemde $(\hat{F}_{jk})$, k . gözlem (veya dönem) için j . faktörlerini (veya indekslerini); (W_{ji}) , i . değişkenin j . faktördeki faktör skor katsayısını; (X_{ik}) , i . değişkenin k 'daki gözleminin standartlaştırılmış değerini göstermektedir (Nakip 2003, 416). Müşterek faktörler (5.2) numaralı denklemdeki gibi betimlenebilir:

$$F_i = W_{i1} X_1 + W_{i2} X_2 + \dots + W_{ik} X_k \quad (5.2)$$

(5.2) numaralı denklemde (F_i) , i . faktörün tahmin edilen değerini; (W_i) , faktör katsayısını ya da ağırlığını; k ise, faktör sayısını vermektedir (Nakip 2003, 404–405). standartlaştırılmış i . değişken (X_i) ise, (5.3) numaralı denklemde gösterildiği gibi elde edilmektedir.

$$X_i = A_{i1}F_1 + A_{i2}F_2 + \dots + A_{im}F_m + U_i \quad (5.3)$$

(5.3) numaralı denklemde (A_{ij}) , müşterek j faktöründe standartlaştırılmış çoklu regresyon katsayısını; (F) , ortak faktörü; (U_i) , i . değişken için tek faktörü; (m) , müşterek faktör sayısını göstermektedir. Denklemde yer alan ve tek (eşsiz) faktör (U_i) , müşterek faktörler tarafından açıklanamayan kısmı gösterir. Burada oluşan katsayılar bir anlamda regresyon ilişkisindeki gibi tanımlanabilir. Her bir katsayı ilgili değişkenin ağırlığını temsil etmektedir (Lehman vd. 2005, 422).

V.3.2. Durağanlık Analizleri

En küçük kareler yönteminde değişkenlerin ko-varyansının ve ortalamasının sabit ve zamandan bağımsız olduğu varsayılmaktadır. Ancak, ekonomiye ilişkin değişkenler birim kök testlerine tâbi tutulduğunda birçoğunun belirtilen özelliğe sahip olmadığı; başka bir deyişle, ilgili değişkenlerin durağan olmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu noktada durağanlığın anlamı bir serideki geçmiş şokların ilgili veriyi zaman içerisinde azalan dozda etkilemesi veya serinin zaman içinde belirli bir değere yaklaşması (yani, serinin beklenen değeri etrafında dalgalanması) demektir. Durağanlığa sahip olmayan bir seri için, yüksek (R^2) değerlerine rağmen standart istatistik testleri geçersizdir (Kadılar 2000, 5; Salvatore; Reagle 2002, 245; Tarı 2006, 382). Nitekim, fark alma işlemleri ile tesadüfî (stokastik) trend giderilebilmekte ve zaman serisinde mevcut olan kalıcı şok yok edilmekte ve belli bir değere yaklaşan geçici şokların seri içinde kalması sağlanmaktadır. Ancak, fark alma işlemleri uzun dönemli serilerde önemli veri ve bilgi kaybına neden olabilmektedir. Bu da analizlerde önemli bir dezavantaj teşkil edebilir (Kadılar 2000, 114; Utkulu 2003, 48; 50; Tarı 2006, 395).

İktisadî zaman serilerinde durağanlığın test edilmesinde iki yaklaşım kullanılmaktadır. Bunlar korelogram testleri ile birim kök testleridir. Bu çalışmada temel olarak Geliştirilmiş Dickey-Fuller, Phillips-Perron gibi yapısal kırılmayı göz ardı eden birim kök testleri açıklanacak ve uygulanacaktır.

V.3.2.1. Geliştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Literatürde olarak kullanılan ilk birim kök analizlerinden Dickey-Fuller (D-F) testlerinin geçerli olması, hata terimlerine ilişkin iki varsayımın da geçerli olmasını gerektirir. Bunlar, hata terimlerinin ardışık bağımlı ve değişen varyanslı olmamasıdır. Geliştirilmiş Dickey-Fuller (GDF) birim kök testi, bir zaman serisinin birim köke sahip olup olmadığını değerlendirmede sıkça kullanılan yöntemlerden biridir. Bu testte hata terimleri arasındaki ardışık bağıntı sorununu gidermek için bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri de göz önünde tutulur. Nitekim, hata teriminin beyaz gürültüye sahip olabilmesi için yüksek dereceden oto-regresif süreçler gerekebilir. İlgili seriye ilişkin önemli bir gecikmenin ihmal edilmesi belirlenim (spesifikasyon) hatasına yol açar ve bu durumda hata terimleri oto-korelasyon içerebilir. GDF birim kök testi (p) gecikme serisini içeren oto-regresif bir süreç için [yani $AR(p)$ için] kullanılmaktadır. Belirtilen yönü ile D-F testine göre bir üstünlüğü söz konusudur. Bu testlerdeki modeller için sabitsiz-trendsiz, sabitli-trendsiz ve sabitli-trendli olmak üç farklı belirlenim geliştirilebilir. Bir (y_t) zaman serisi için geliştirilmiş Dickey-Fuller testine ilişkin denklemler sabitsiz-trendsiz, sabitli-trendsiz ve sabitli-trendli versiyonları sırasıyla (5.4), (5.5) ve (5.6) numaralı denklemlerde gösterildiği gibidir⁶⁸:

$$\Delta y_t = \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim WN(0, \sigma^2) \quad (5.4)$$

$$\Delta y_t = \beta + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim WN(0, \sigma^2) \quad (5.5)$$

⁶⁸ GDF testine ve test ile ilgili denklemlere ilişkin açıklamalar için bakınız: Enders 1995, 225–226; Davidson; MacKinnon 1999, 610–613; Kadılar 2000, 20; Utkulu 2001, 120; Doğan 2002 64; Utkulu 2003, 52; Al-Tammam 2005, 39; Bayri; Güloğlu 2005, 18; Asteriou; Hall 2007, 297; Sevrüktekin; Nargeleçekenler 2007, 322–323.

$$\Delta y_t = \beta + \alpha T + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^n \phi \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim WN(0, \sigma^2) \quad (5.6)$$

(5.4), (5.5) ve (5.6) numaralı denklemlerde (α) ve (δ) , denklemlere ilişkin katsayıları; (Δ) , birinci fark işlemcisini, (T) , doğrusal bir zaman trendini; (ε_t) , klasik doğrusal regresyon modelinin varsayımlarına uyan durağan tesadüfî hata terimini göstermektedir. (WN) terimi ise, beyaz gürültüyü temsil etmektedir. İlgili formlardan hangisinin kullanılacağı da literatürde tartışmalı olmakla beraber, sonuçların benzer çıktığı iddia edilmektedir. Yine de sonuçların dirençli çıkması için sabit içeren formun kullanılması da tavsiye edilmektedir. Ayrıca, serinin trend içerdiği düşünülüyorsa trendli model; trend içermediği düşünülüyorsa sabit içeren modelin kullanılması uygundur. Sabitsiz ve trendsiz modelin ise, özellikle iktisadî veriler için istatistiksel açıdan sorunlara yol açacağı iddia edilmektedir (Kadılar 2000, 33; Utkulu 2001, 120; Asteriou; Hall 2007, 297).

GDF testi yukarıdaki denklemde (α) 'nın veya (δ) 'nin negatifliğini test etmektedir. Sıfır hipotezinin (trendsiz modeller için $H_0 : \delta = 0$ ⁶⁹ ve trendli modeller için $H_0 : \delta = \alpha = 0$) alternatif hipotez lehine ret edilmesi, ilgili zaman serisinin durağan olduğunu (birim kökün olmadığını) gösterir. Böyle bir durumun matematiksel gösterimi, $y_t \sim I(0)$ şeklindedir. (H_0) hipotezinin ret edilmesi için, GDF istatistiğinin buna karşılık gelen ve D-F tablosundan elde edilen kritik değerden büyük ve negatif değer alması gerekir. Aksi takdirde, (yani GDF test istatistiğinin mutlak değeri belirlenmiş anlamlılık düzeylerinde MacKinnon kritik değerlerinin mutlak değerlerinden küçük olduğunda) serinin durağan olmadığı (seride birim kökün mevcut olduğu) sonucuna ulaşılır. (y_t) 'nin durağan olmamasının anlamı ise, (y_t) 'nin (t) ve (F) dağılımına uygun olmadığıdır⁷⁰.

⁶⁹ Bu noktada kullanılan sıfır hipotezi, (y_t) 'nin belirlenimci (deterministik) bir trend etrafında olmasının zıttına birim kök içermesidir

⁷⁰ Belirtilen testin açıklamaları ve uygulamaları için bakınız: Utkulu 2001, 120; Salvatore; Reagle 2002, 246–247; Utkulu 2003, 52–53; Al-Tammam 2005, 39; Aslan; Küçükaksoy 2006, 34; Tarı 2006, 396–398.

V.3.2.2. Phillips-Perron (P-P) Durağanlık Testi

D-F ve GDF testleri hata teriminin beyaz gürültüye sahip olduğu; yani hata terimlerinin birbirinden bağımsız ve homojen dağılıma sahip olduğu varsayımı altında geçerlidir. Bu testlere alternatif olarak geliştirilen P-P durağanlık testinde hata terimlerine ilişkin beklenen değerin sıfıra eşit olduğu ($E\mu_t = 0$) varsayılmakla birlikte, hata terimlerinin değişen varyanslı hali ele alınmış; başka bir deyişle, GDF testindeki varsayımlar yumuşatılmıştır (Enders 1995, 239; Asteriou; Hall 2007, 297). Bu test hareketli ortalama (MA) sürecini de göz önünde tutan (yani ARIMA içerikli) ve parametrik olmayan bir testtir. Aynı zamanda, bu test küçük örneklemeler için daha iyi sonuç vermektedir (Yavuz 2006, 967).

P-P testi Philips; Perron (1988)'e dayanmaktadır. Testin uygulanmasında (5.7) ve (5.8) numaralı denklemlerde belirtilen iki regresyon modelinden yola çıkılmaktadır (Enders 1995, 239; Kadılar 2000, 21):

$$y_t = a_0^* + a_1^* y_{t-1} + \mu_t \quad (5.7)$$

$$y_t = \tilde{a}_0 + \tilde{a}_1 y_{t-1} + \tilde{a}_2 (t - T/2) + \mu_t \quad (5.8)$$

(5.7) ve (5.8) numaralı denklemlerde yer alan (T) , gözlem sayısını; (μ_t) , hata terimini; (a_0^*, a_1^*) , trendsiz modelin sıradan EKK katsayılarını; $(\tilde{a}_0, \tilde{a}_1, \tilde{a}_2)$, trendli modelin sıradan EKK katsayılarını göstermektedir. P-P testlerinde (5.7) ve (5.8) numaralı denklemlerden hareketle t istatistikleri hesaplanır ve $\{(a_1^* = 1), (\tilde{a}_1 = 1), (\tilde{a}_2 = 0 \text{ ve } \tilde{a}_1 = 1; \tilde{a}_2 = 0)\}$ hipotezleri sınanır. P-P istatistiklerinin kritik değerleri ve t istatistiklerinin asimptotik dağılımları GDF testlerindeki ile özdeştir ve test sürecinde de aynı strateji izlenir. Başka bir deyişle, P-P istatistiklerinin mutlak değerleri, anlamlılık düzeylerindeki kritik değerlerin mutlak değerlerinden büyük olduğunda serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılır⁷¹.

⁷¹ P-P testi ile ilgili daha geniş açıklamalar için bakınız: Enders 1995, 239–243; Kadılar 2000, 21–23; Asteriou; Hall 2007, 298–299; Sevüktekin; Nargeleçekenler 2007, 363–365.

V.3.3. Vektör Oto-Regresyon (VAR) Modelleri: Genel Açıklamalar ve Uygulama Aşamaları

VAR modelleri yapısal modellere ve denklem kümelerine ilişkin yoğun eleştirilerin ardından iktisat literatüründe çok yoğun bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. VAR yöntemi iktisadî analizde birçok avantaj sağlamakta ve daha önce de belirtildiği üzere finans-büyüme ilişkisine dair literatürde yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Ayrıca, bu çalışmanın uygulama metotlarından biri olan eş-bütünleşme analizleri de VAR yöntemine dayanmakta ve bu nedenle ele alınması gerekmektedir. Bu kısımda VAR analizlerine ilişkin teorik alt yapı sunulacak ve VAR modellerinin uygulama aşamaları ele alınacaktır.

En basit anlamda bir VAR modeli, zamanın herhangi bir döneminde ekonomik serilerin tahminini sağlayan bir yöntemdir. VAR modelleri, yapısal modellerdeki gibi, bir değişkenin kendi geçmiş değerlerinden gelecek değerlerini tahmin edilebilecek serileri içeren denklemler setini tanımlamaktadır. Yapısal modellere benzerliklerine karşın VAR modelleri eş-anlı denklem sistemlerindeki içsel-dışsal değişken ayırımına gerek kalmaksızın (başka bir deyişle, tüm değişkenler içsel olarak ele alınarak) ve iktisat teorisinden yola çıkılarak uygulanan bir yöntemdir. Ayrıca, bu modeller yapısal modellerdeki gibi herhangi bir kısıtlamaya sahip olmaksızın dinamik ilişkileri ortaya koyabilmektedir. VAR modellerinde bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin yer alması, geleceğe yönelik güçlü tahminlerin yapılmasını da mümkün kılmaktadır. Bunların yanında, eş-bütünleşik değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem nedensellikler VAR analizleri ile ayrıştırılabilmektedir. Belirtilenlerin yanı sıra, VAR analizleriyle uygulanan etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması kurulan modellerin dinamik özelliklerini de ortaya çıkarmaktadır⁷².

VAR modelleri seviyesinde durağan olmayan ve eş-bütünleşme ilişkisinin de söz konusu olmadığı veriler için kullanılmaktadır (Yavuz 2006, 964). Aralarında eş-

⁷² VAR modelleri ile ilgili belirtilen açıklamalar için bakınız: Kadılar 2000, 2; 41; Ang; McKibbin 2005; Tarı; Bozkurt 2006, 4–5; Asteriou; Hall 2007, 279–280; Johnston; Dinardo 1997, 297; Korkmaz; Çevik 2008, 165.

bütünleşme ilişkisinin söz konusu olduğu verilere fark alarak VAR modeli uygulamak doğru bir yaklaşım değildir. Bu nedenle VAR modellerinin uygulanması eş-bütünleşme ilişkisinin olmadığı değişkenler için söz konusudur.

VAR analizinden önce yapılması gereken birkaç önemli aşama vardır. Bunlar, durağanlık ve eş-bütünleşme analizleridir. VAR analizinde kullanılacak verilerin öncelikle durağan olması gerekmektedir. Daha sonra VAR modelini kurmak için uygun gecikme uzunluğu bulunmaya çalışılır. Uygun gecikme uzunluğunu belirlemek için AIC (Akaike bilgi kriteri), SC (Schwartz kriteri), HQ (Hannan-Quinn kriteri), FPE (Final Prediction Error) logaritmik olasılık (loglikelihood) kriterleri kullanılabilir. İlgili kriterler yüksek gecikmeden düşük gecikmeye doğru araştırılır ve kriterler açısından en düşük olan tespit edilebilir (Tarı; Bozkurt 2006, 7). Uygun gecikme sayısı belirlenirken modele ilişkin tanısal istatistiklere de bakılmalıdır. Tanısal istatistikler modelin doğru belirlenip belirlenmediği hakkında da bilgi vermektedir. Belirtilen testlerden en önemlileri Portmanteau oto-korelasyon, oto-korelasyon LM ve Jarque-Berra normallik testleridir (Heij vd. 2004; 567; Asteriou; Hall 2007, 322).

VAR modellerinin teorik açıklaması için (X_t) gibi bir değişkenin geçmiş ve cari değerlerinden etkilenen (Y_t) gibi bir zaman serisi vektörü ele alınabilir. Sürecin işleyişi (5.9) ve (5.10) numaralı denklemlerde gösterildiği gibidir (Kadılar 2000, 43; Asteriou; Hall 2007, 279–280):

$$Y_t = \beta_{10} - \beta_{12}X_t + \gamma_{11}X_{t-1} + \gamma_{12}X_{t-1} + u_{yt} \quad (5.9)$$

$$X_t = \beta_{20} - \beta_{21}Y_t + \gamma_{21}Y_{t-1} + \gamma_{22}X_{t-1} + u_{xt} \quad (5.10)$$

(5.9) ve (5.10) numaralı denklemlerde yer alan (Y_t) ve (X_t) durağan serileri; (u_{yt}) ve (u_{xt}) birbiri ile ilişkisiz ve beyaz gürültüye sahip hata terimlerini göstermektedir. Bu denklemler gecikme uzunluğunun bir tane olması nedeniyle VAR (1) modelini temsil etmektedir. VAR (P) modelinin genel gösterimi ise, (5.11) numaralı denklemdeki gibidir (Johnston; Dinardo 1997, 287).

$$y_t = m + A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (5.11)$$

(5.11) numaralı denklemde yer alan (m) , $(k \times 1)$ boyutundaki matrisi; (y_t) , k sayıda farklı değişkenin yer aldığı sütun vektörünü; $(A_1, \dots, A_p)$, tahmin edilen katsayılar matrisini ve (ε_t) de denklemin sağ tarafında yer alan değişkenlerle ilişkisi olmayan ortalaması sıfır ve varyansı sabit hata terimlerini ifade etmektedir

(5.9) ve (5.11) numaralı denklemleri matris cebiri ile (5.12) numaralı denklemdeki gibi gösterilebilir:

$$Bz_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 z_{t-1} + u_t \quad (5.12)$$

(5.12) numaralı denklemin her iki yanını (B^{-1}) ile çarpılırsa (5.13) numaralı denklem elde edilir:

$$z_t = A_0 + A_1 z_{t-1} + e_t \quad (5.13)$$

(5.13) numaralı denklem VAR (P) modeli için genişletilirse, (5.14) numaralı denklem elde edilebilir:

$$z_t = \sum_{i=0}^p A_i z_{t-i} + Cu_t, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (5.14)$$

(5.14) numaralı denklemde (T) , gözlem sayısını; (z_t) , t zamanında d değişkeninin $(d \times d)$ boyutlu katsayılar matrisini; (u_t) , $(d \times 1)$, boyutlu hata terimi vektörünü; (C) , $(d \times d)$ boyutlu (X) vektörünün hatasına ilişkin katsayılar matrisini ve (p) gecikme sayısını göstermektedir.

Tahmin edilen VAR modeline ilişkin hata terimlerinin durağan bir yapıya sahip olması, aynı zamanda değişkenler arasında uzun dönem ilişkiyi de gösterir. Modelin durağanlığı

(istikrarı) ise, katsayı matrisinin öz-değerlerine bağlıdır ve öz-değerlerin tamamı birim çemberin içinde ise, kurulan model istikrarlıdır. Söz konusu katsayılardan biri dahi birim çember dışında ise, sistem durağan olmamaktadır. Daha sonraki aşamada ise, tahmin edilen VAR modelindeki hata terimine ait tanısıl test sonuçlarına göre hata terimlerine ilişkin değişen varyans ve ardışık bağımlılık problemleri ile normal dağılım test edilir (Batmaz; Tunca 2007, 218–219).

V.3.4. Eş-bütünleşme Analizleri

Daha önce de belirtildiği üzere, bir seriyi durağanlaştırmak için farkını almak bazı durumlarda yeterlidir. Ancak, fark alma işlemleri seriden veri ve bilgi kaybına neden olmaktadır. Farkı alınan bir seride, serinin geçmiş dönemlerde maruz kaldığı şoklar giderilir; ancak, seriler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin tespiti de güçleşebilir. Bu noktada eş-bütünleşme analizleri serilerdeki veri kaybını önlemek ve uzun dönemli ilişkiyi tespit etmek için kullanılmaktadır (Maddala 1988, 216; Tarı 2006, 405; Özaktaş 2007, 80).

Eş-bütünleşme analizlerinin altında yatan mantık, iktisat teorisinde bazı değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiler olabileceğine dair varsayımdır. Durağan olmasalar da, birbirleri arasında uzun dönem ilişkisi bulunan değişkenlerin uzun dönemde birbirlerinden uzaklaşmamaları beklenir. Nitekim, birbirleri ile ilişkisi olan değişkenlerin birbirlerinden uzaklaşmaları halinde piyasa güçleri vasıtasıyla birbirlerine tekrar yaklaştırılacakları varsayılır⁷³ (Enders 1995, 365–366; Kar 2001b, 159; Kadılar 2000, 112; Bayri; Güloğlu 2005, 18). Belirtilen mantıktan hareketle birbiri ile bağlantısı olduğu düşünülen değişkenlere ilişkin değerlerin uzun dönemde birbirlerine yaklaşması, aralarında gerçek anlamda bir ilişkinin göstergesidir.

Eş-bütünleşmenin istatistiksel anlamı, uzun dönem regresyon ilişkilerinde hata teriminin durağan olması; başka bir deyişle, hata teriminin ortalama ve varyansının zaman içerisinde değişmemesi demektir. Böylesi bir durumda, regresyon ile ilişki kurulan değişkenler eş-bütünleşik olur ve değişkenler arasında iktisadî anlamda bir

⁷³ Belirtilen varsayımdan hareketle hata düzeltme modelinin mantığı oluşturulmaktadır.

nedensellikten bahsedilebilir (Utkulu 2003, 48). Nitekim, durağan olmayan iki serinin aynı mertebede durağan bir doğrusal bileşiminin mevcut olması, dışsal ve kalıcı şokların farklı dozlarında ve biçimlerinde dahi, ilgili değişkenlerin müştereken etkilenmesi anlamına gelebilir. Böylece, aynı dereceden eş-bütünleşik iki serinin regresyonu yanıltıcı olmaz. Başka bir deyişle, aynı dereceden bütünleşik iki seri arasında kurulan regresyon, serilerde bulunan trend değerlerinin birbirini götürmesine ve trendden arındırılmış bir ilişkinin elde edilmesine yol açabilir. Bu noktada önemli olan, incelenen değişkenlerin durağan olmasından ziyade hata terimlerinin durağan olmasıdır (Çetintaş; Barışık 2003, 8; Tarı 2006, 405–406).

Yukarıda belirtilenleri denklemler ile ifade edilecek olursa, öncelikle herhangi bir rassal yürüyüşe sahip (y_t) serisini (5.15) numaralı denklemdeki gibi ele alınması gerekmektedir (Maddala 1988, 217):

$$y_t = y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.15)$$

(5.15) numaralı denklemde (ε_t) normal dağılıma sahip $[IN(0, \sigma^2)]$ bir seri ise, bu serinin sıfırıncı dereceden bütünleşik $[I(0)]$ olduğu söylenebilir (Maddala 1988, 217). (5.15) numaralı denklem $(y_0 = 0)$ varsayımı altında ardıl ikâme sürecine tâbi tutulursa, (5.16) numaralı eşitlik elde edilir:

$$y_t = \sum_{j=0}^{t-1} \varepsilon_{t-j} \quad (5.16)$$

(5.16) numaralı eşitlik itibarı ile (y_t) 'nin (ε_j) 'nin başka bir ifadesi olduğu kabul edilirse (5.17) numaralı eşitlik yazılabilir (Maddala 1988, 217):

$$\Delta y_t = \varepsilon_t \quad (5.17)$$

Bir veri seti arasında eş-bütünleşme ilişkisi olması halinde, ilgili değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığı da kesinleşir. Bu noktada, eğer (Y_t) , (d) kez farkı alındığında durağan hale geliyorsa, (Y_t) 'nin (d) düzeyinde bütünleşik olduğu söylenir

ve $[(Y_t) \sim I(d)]$ şeklinde gösterilir. (X_t) değişkeni de (Y_t) değişkeninin belirtilen özelliklerini taşıyor ve her iki değişkenin doğrusal kombinasyonları $(\beta_1 Y_t + \beta_2 X_t)$, $(d-b)$ 'ye bütünleşik ise, (Y_t) ve (X_t) , (d,b) düzeyinden eş-bütünleşik denir. Belirtilen durumun anlamı, her iki değişkenin ortak bir trende sahip olmasıdır. Böylece eş-bütünleşme regresyon denkleminin hata terimleri durağan olmaktadır. Burada $[\beta_1, \beta_2]$ vektörüne, eş-bütünleşme vektörü adı verilir. Belirtilen durumda eş-bütünleşme analizleri ile sahte regresyon/korelasyon ilişkileri ortaya çıkmakta; regresyon uygulamalarında trendin yol açtığı sahte regresyon sonuçları önlenemilmekte ve ilgili analizler ekonometrik tahmin aşamasında ön test olarak kullanılabilir⁷⁴.

Yukarıda açıklanan faydalarına karşın eş-bütünleşme analizleri uygulanacak değişkenler arasındaki ilişki, iktisat teorisi tarafından ileri sürülmüş olmalıdır. Aksi takdirde, eş-bütünleşme analizi uygulamanın mantığı yoktur (Utkulu 2001, 119). Ayrıca, eş-bütünleşme analizinde kullanılan verilerin yıllara yayılmış bir şekilde uzun dönemli olması daha uygundur. Başka bir deyişle, eş-bütünleşme analizinde veri sayısından ziyade veri periyodunun yıllar itibarıyla uzun bir döneme yayılmış olması daha uygundur. Bu nedenle, dar bir yıl aralığında verilerin periyodlarını yükselterek serileri artırmanın çok doğru bir yaklaşım olmadığı iddia edilmektedir (Utkulu 2001, 122; Utkulu 2003, 53). Finans-büyüme ilişkisinin tespit edilmesine yönelik literatürde de kullanılan verilerin yüksek frekanslı olmasının ve veri aralığının uzun tutulmasının dönemsel değişmelerin tespit edilmesinde eş-bütünleşme yönteminin daha iyi bilgi sağladığı iddia edilmektedir (Kandır; İskenderoğlu; Önal 2007, 318).

Eş-bütünleşmenin belirlenmesinde literatürde sıkça kullanılan iki yöntem söz konusudur. Bunlar Engle-Granger yöntemi ve Johansen (1988) ile Stock; Watson (1988)'de sunulan yöntemlerdir. Literatürde ilk eş-bütünleşme analizi Engle; Granger (1987)'de geliştirilmiştir. Bu metot ile düzeyde durağan olmayan; ancak, birinci farkı alındığında durağanlaşan değişkenler seviyelerinde modellenenilmekte ve denge ilişkisindeki hata terimlerinin durağanlığı araştırılmaktadır. Engle-Granger yöntemi tek bir eş-bütünleşik vektörün varlığında etkin iken; birden fazla eş-bütünleşik vektörün

⁷⁴ Eş-bütünleşme analizlerine ilişkin belirtilen açıklamalar için bakınız: Engle; Granger 1987; Utkulu 2001; 118; Utkulu 2003, 47-49; 50; Lütkepohl 2005, 237; Asteriou; Hall 2007, 307-309.

varlığında etkinliğini kaybetmektedir. Başka bir deyişle, Engle-Granger yönteminin eş-bütünleşme ilişkilerinin tespitinde önemli eksiklikleri mevcuttur. Belirtilen nedenle tüm değişkenlerin içsel olarak ele alınabildiği ve VAR modellerinden hareket eden Johansen eş-bütünleşme yöntemi daha net ve gerçekçi sonuçlar vermektedir (Enders 1995, 373; 385; Karagöl; Erbaykal; Ertuğrul 2007, 75). Aşağıdaki alt bölümde söz konusu yöntem açıklanacaktır.

V.3.4.1. Johansen Eş-bütünleşme Analizleri İle İlgili Temel Açıklamalar

Johansen (1988) ve Stock; Watson (1988) tek değişkenli eş-bütünleşme denklemlerinin; yani, Engle-Granger yönteminin yol açtığı güçlükleri göz önüne alınarak çoklu eş-bütünleşme ilişkilerini ortaya çıkaran vektörlerin tahmininde maksimum olabilirlik yönteminin kullanıldığı ve katsayı matrisine ilişkin rankın belirlenmeye çalışıldığı bir model geliştirmişlerdir. Bu yöntemin önemli avantajları söz konusudur. Örneğin, sınırlandırılmış eş-bütünleşme vektörlerinin ve uyumlama hızlarının testi bu yöntemde mümkündür ve çoklu eş-bütünleşme ilişkileri daha kolay bir şekilde tespit edilebilir (Enders 1995, 385; Johnston; Dinardo 1997, 303).

Johansen eş-bütünleşme analizi VAR modellerine dayanmaktadır. Eş-bütünleşme analizinde kullanılan VAR modeli ve modelin geçirdiği aşamalar (z_t) gibi seviyesinde durağan olmayan bir grup seri göz önünde tutulduğunda matris gösterimleri ile (5.18) numaralı denklemdeki gibi tanımlanabilir (Favero 2001, 75; Asteriou; Hall 2007, 319):

$$Z_t = \Gamma_1 Z_{t-1} + \Gamma_2 Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{n-1} \Delta Z_{t-n-1} + \Gamma_n Z_{t-n} + u_t \quad (5.18)$$

(5.18) numaralı denklemin her iki yanından (z_{t-1}) değeri çıkarıldığında (5.19) numaralı denklem elde edilebilir:

$$\Delta Z_t = (\Gamma_1 - I) Z_{t-1} + \Gamma_2 Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{n-1} \Delta Z_{t-n-1} + \Gamma_n Z_{t-n} + u_t \quad (5.19)$$

(5.19) numaralı denklemin her iki yanından $(\Gamma_1 - z_{t-2})$ değeri çıkarılırsa (5.20) numaralı denklem elde edilmektedir:

$$\Delta Z_t = (\Gamma_1 - I)\Delta Z_{t-1} + (\Gamma_1 + \Gamma_2 - I)Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{n-1}\Delta Z_{t-n+1} + \Gamma Z_{t-n} + u_t \quad (5.20)$$

Bu süreç $(t - n)$ 'ye kadar sürdürülürse, (5.21) numaralı denklem elde edilmektedir:

$$\Delta Z_t = \Pi_1 \Delta Z_{t-1} + \Pi_1 Z_{t-2} + \dots + \Pi Z_{t-n} + u_t \quad (5.21)$$

(5.21) numaralı denklemden hareketle de (5.22) numaralı denklem elde edilebilir:

$$\Delta Z_t = \sum_{i=1}^{n-1} \Pi_i \Delta y_{t-i} + \Pi \Delta Z_{t-n} + u_t \quad (5.22)$$

$$\Pi_i = - \left(I - \sum_{j=1}^i A_j \right)$$

$$\Pi = - \left(I - \sum_{i=1}^n A_i \right)$$

(5.22) numaralı denklemde yer alan (Z) , n adet içsel değişkeni gösteren $(n \times 1)$ boyutundaki değişkenler vektörünü; (Π) , parametre matrisini göstermektedir. Yöntemde uzun dönemli ilişkiler (5.23) numaralı denklem itibariyle tespit edilir ve amaç denklemde yer alan (Π) matrisinin rankını bulmaya yöneliktir. (Π) matrisinin boyutunu değişken sayısını belirlemekte; matrisin rankı ise, değişkenler arasındaki doğrusal ve bağımsız ilişki bileşimlerinin sayısını vermektedir (Asteriou; Hall 2007, 319; 322; Özaktaş 2007, 81). Johansen eş-bütünleşme testinde (Π) matrisinin rankına ilişkin üç alternatif durum söz konusudur. Birinci durum, $[(\Pi) = 0]$ şeklinde gösterilebilir ve bu durumda ele alınan değişkenler arasında eş-bütünleşme söz konusu değildir; sistem durağanlık özelliği taşımamaktadır. İkinci durum, $[(\Pi) = m]$ ile ifade edilebilir ve bu durumda tam (full) rank söz konusudur. Böylesi bir durumda, sistem durağandır. Üçüncü durum ise, $[(\Pi) = k < m]$ ile ifade edilebilir. Bu durum ise, sistemin durağan olmamakla beraber ele alınan değişkenler arasında (k) kadar eş-bütünleşme ilişkisi olduğunu gösterir. Belirtilenler ışığında, (Π) matrisinin rankı eş-bütünleşme vektörlerinin sayısını belirlemede önem arz etmektedir (Favero 2001, 76).

V.3.4.2. Johansen Eş-bütünleşme Analizlerinin Uygulama Aşamaları

Johansen eş-bütünleşme analizinde ilk olarak model belirlenimi yapılır ve belirlenim dâhilinde ele alınan serilerin aynı seviyede durağan olup olmadıkları araştırılır. Söz konusu belirlenim yapılırken esas olarak iktisat teorisi temel alınmaktadır. Daha önce de belirtildiği üzere, eş-bütünleşme için ele alınan serilerin aynı mertebede durağan olması gerekmektedir. İkinci aşamada ise, model için uygun gecikme seviyesi tespit edilir. Uygun gecikme seviyesinin belirlenmesinde eş-bütünleşme analizlerinin temelini oluşturan kısıtsız VAR modeli kullanılır. Belirtilen yaklaşımda genel olarak farkı alınmamış verilerin kullanılması ile bir VAR modeli oluşturulur (Enders 1995, 396; Favero 2001, 76).

Uygun gecikme uzunluğunun tespiti Johansen eş-bütünleşme analizlerinin önemli bir aşamasıdır. Nitekim, Johansen eş-bütünleşme analizinde sonuçlar gecikme uzunluğuna oldukça duyarlıdır. En uygun gecikme uzunluğunun tespitinde tüm değişkenleri içeren ve durağan olmasa da bu değişkenlerin seviye değerlerinde kurulan bir VAR modelinden hareket edilmektedir. Modelde uygun gecikme sayısının belirlenmesi için Akaike Bilgi Ölçütü (AIC), Schwarz Bilgi Ölçütü (SC), Son Tahmin Hatası (FPE) ve Hannan-Quinn Bilgi Ölçütü (HQ) kullanılabilir. Bu testlerin gecikme uzunluğunu belirleme güçleri konusunda literatürde tartışmalar mevcuttur. Belirtilenlerden SC ve AIC kriterlerinin genelde diğerlerine göre daha yüksek gecikme seviyesi belirlediği iddia edilmektedir. Diğer taraftan, AIC ve FPE kriterlerinin düşük gözlem sayısına sahip verilerde HQ ve SC kriterlerine göre daha başarılı olduğu ileri sürülmektedir. Bu kriterlerin yanı sıra sınırlı gecikme sayısının belirlenmesinde genelden özele yaklaşımı ile ardışık bağıntı ve değişen varyans (heteroscedasticity) testleri de göz önünde tutulmalıdır. Yaklaşımda gecikme sayısı zaman serisinin periyoduna göre yapılmakta; günlük veriler için beş gecikme, aylık veriler için 13 veya 14 gecikme, üç aylık veriler için sekiz veya dokuz gecikme, yıllık veriler için üç veya dört gecikme esas alınarak

sıfır gecikmeye kadar gidilmektedir. Sonuçta, elde edilen modele ilişkin hata terimlerinin tanısal istatistik kontrollerden de geçmesi gerekmektedir⁷⁵.

Uygun gecikme uzunluğu bulunduğundan sonra modele ilişkin tanısal istatistikler uygulanır. Bunlar VAR değişen varyans, Jarque-Berra normal dağılım testi ve Breusch-Godfrey veya Lagrange Çarpanı (LM) testleri şeklinde sıralanabilir. Belirtilenlerden en önemlileri hata terimlerinin ardışık bağıntıya (yani beyaz gürültü sürecine) sahip olup olmadıklarının tespit edilmesinde kullanılan Breusch-Godfrey ve Lagrange Çarpanı (LM) testleridir. Burada da amaç model için en uygun gecikme seviyesinin belirlenmesidir. Ardışık bağıntının varlığı durumunda modele değişkenlerin gecikmeleri eklenir ve böylece sorun giderilebilir. Daha sonraki aşamada ilgili gecikmeler eklendikçe AIC ve SIC değerlerinin gelişimine bakılarak değerlendirme yapılır. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra, hata terimlerine ilişkin tanısal istatistikler ön test olarak uygulanmaktadır. Bunlardan hata terimlerinin normal dağılmamasının modelin sonuçlarını çok fazla etkilemediği iddia edilmekle beraber, VAR modelinden elde edilen hata terimlerinin ardışık bağıntıya sahip olması durumunda eş-bütünleşme modelinin gecikme sayısı değiştirilebilir. Son aşamada ise, denge hata terimlerinin durağanlığı araştırılarak eş-bütünleşme test edilir⁷⁶.

Eş-bütünleşme analizlerinde VAR modeline yönelik testlerin ardından eş-bütünleşme rankına ilişkin testlere geçilmektedir. Daha önce de belirtildiği üzere eş-bütünleşme analizlerinde (5.23) numaralı denklemde verilen (Π) matrisinin rankı, eş-bütünleşik vektör sayısının tespitinde önemlidir ve test süreci, matrisin rankının matrisin sıfırdan farklı karakteristik köklerine eşit olması düşüncesine dayanmaktadır (Favero 2001, 76). Eş-bütünleşme analizlerinde ele alınan değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığını anlamada, Johansen (1988) ve Johansen; Juselius (1990)'da önerilen en büyük öz-değer (maximal eigen value) ve iz (trace) istatistikleri kullanılmaktadır. Her iki test de geleneksel korelasyon analizlerine dayanmaktadır. Ayrıca, her iki testin

⁷⁵ VAR modellerinde gecikme uzunluğunun seçimi hakkındaki açıklamalar için bakınız: Kadılar 2000, 20; 32; Utkulu 2001, 121; Lütkepohl 2005, 146; 151; Bozkurt; Dursun 2006, 43–44; Asteriou; Hall 2007, 319; 332.

⁷⁶ Eş-bütünleşme analizlerinde uygun gecikme seviyesinin belirlenmesine ilişkin açıklamalar için bakınız: Kar 2001b, 162–163; Utkulu 2001, 120; Lütkepohl 2005, 157; 173; Tunca 2005, 181–182; Çatık 2006, 7; Tarı 2006, 407; Yavuz 2006, 968; Pazarlıoğlu; Çevik 2007, 9–10; Çavuşoğlu 2008, 149; Korkmaz; Çevik 2008, 167; Peker 2009, 169.

uygulanmasında VAR modelinden elde edilen gecikme değerin kullanılması da gereklidir. En büyük öz değer ve iz istatistiklerinin kullanılmasında farklı varsayımlara dayanan beş seçenek söz konusudur. Belirtilenlerden ikisinin iktisadî seriler için çok fazla anlamlı olmadığı ve kalan üçü üzerinden değerlendirme yapılabileceği literatürde iddia edilmektedir. Bu seçeneklerden hangisinin uygulanacağı verilerin özelliklerine bağlıdır. Bu noktada genel strateji en kısıtlı modelden başlanmak üzere ve her bir aşamadaki iz istatistiklerini karşılaştırma suretiyle uygun modelin bulunmasıdır. Uygun modelin bulunmasında genel olarak Pantula ilkesi uygulanmakta ve eş-bütünleşmenin olmadığı yönündeki sıfır hipotezi ret edilemediğinde süreç durdurulur (Johnston; Dinardo 1997, 302; Çemrek 2006, 70; Kar 2001b, 162; Asteriou; Hall 2007).

İz istatistiği matrisin rankı üzerine uygulanan olabilirlik oran testine dayanmaktadır. İz istatistiğinde test edilen sıfır hipotezi, genel bir alternatif karşın “en fazla r tane eş-bütünleşme vektörü vardır” şeklinde ifade edilebilir. Söz konusu test, “en fazla sıfır eş-bütünleşik vektör vardır” sıfır hipotezinden başlayarak “en fazla (k) eş-bütünleşik vektör vardır” hipotezine doğru genişletilir. İz test istatistiği de seçilen anlamlılık düzeyine ilişkin kritik değerin altında olduğunda sıfır hipotezi reddedilemez. Hipotezin sınanmasında kullanılan test istatistiği, (5.23) numaralı denklemde gösterildiği gibidir⁷⁷:

$$\lambda_{iz} = -2 \ln(Q) = -T \sum_{i=r+1}^p \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (5.23)$$

En büyük öz-değer testi ise, tahmin sürecinde elde edilen karakteristik kökler (yani öz-değerler) üzerine uygulanmaktadır. Bu test “en fazla $(k + 1)$ eş-bütünleşik vektör vardır” alternatif hipotezine karşılık “en fazla (k) kadar eş-bütünleşik vektör vardır” sıfır hipotezi ile uygulanır. En büyük öz-değer test istatistiği kritik değerin altında kaldığında, sıfır hipotezi reddedilemez. Her iki testte de sıfır hipotezinin reddedilmemesi model belirleniminin VAR analizine dönüşmesini gerektirebilir (Heij vd. 2004, 674). En büyük öz-değere ilişkin test istatistiği ise, (5.24) numaralı denklemde gösterildiği gibidir:

⁷⁷ İz ve en büyük öz-değer testine ilişkin açıklamalar için bakınız: Enders 1995, 391; Johnston; Dinardo 1997, 302–303; Favero 2001, 76; Çemrek 2006, 71; Yavuz 2006, 968–969; Asteriou; Hall 2007, 324–325; Çavuşoğlu 2008, 149.

$$\lambda_{\max} = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (5.24)$$

Hem iz istatistiğinde hem de en büyük öz-değer istatistiğinde kullanılan $(\hat{\lambda}_i)$, tahmin edilen (Π) matrisinden elde edilen karakteristik köklerinin tahmin edilen değerleridir ve öz-değer olarak da adlandırılır. Diğer taraftan (Q) , maksimize edilmeye çalışılan kısıtlı ve kısıtsız olabilirlik fonksiyonunu; (r) , eş-bütünleşik vektör sayısını; (T) , gözlem sayısını göstermektedir.

Eş-bütünleşme ilişkisi tespit edildikten ve ilgili testler uygulandıktan sonra eş-bütünleşme vektörü normalleştirilir. Normalleştirme sonrasında elde edilen denklemin katsayı anlamlılıkları test edilir ve bunların teorik beklentilere uygunluğu değerlendirilir.

V.3.5. Vektör Hata Düzeltme Modeli (VHDM)

Engle; Granger (1987)'de iki değişken arasında eş-bütünleşme sağlanması halinde, kısa dönemdeki dengesizliklerin bir hata düzeltme mekanizması ile giderilebileceği iddia edilmektedir. Nitekim, eş-bütünleşik iki seri ortak bir trende sahip olduklarından tek veya çift yönlü en az bir nedensellik ilişkisine sahiptirler. Değişkenler arasında eş-bütünleşmenin kabulü halinde Granger nedenselliğinin varlığı da kabul edilmekte; ancak, ilişkinin yönü veya yönleri vektör hata düzeltme mekanizmasıyla tespit edilebilmektedir (Engle; Granger 1987, 254–255; Kar 2001b, 159; Pazarlıoğlu; Çevik 2007, 13).

Eş-bütünleşme ilişkileri olan değişkenlerin temel özelliği uzun dönem dengesinden sapmaların bir mekanizma vasıtasıyla ve zaman içerisinde giderilmesidir. Eş-bütünleşik bir sistem uzun dönemde dengeye yönelir ve böylesi bir durumdan değişkenlerden bir kısmının hareketleri dengesizliğin boyutuna tepki verir. Bu durum, yani uzun dönem dengeden sapma, hata olarak görülürse değişkenlerden bir kısmı hata düzeltme mekanizması oluşturmaktadır. Bu tip bir modelde sistemdeki değişkenlerin kısa dönemli dinamikleri, dengede yaşanan sapmalar tarafından etkilenecektir. Özetle, eş-bütünleşme

analizinin geçerliliği için gerek şart olan hata düzeltme modeli değişkenler arasındaki dinamik ilişkileri yorumlamak için kullanılmaktadır (Enders 1995, 365–366; Ang; McKibbin 2005, 15; Özaktaş 2007, 84).

(Y_t) ve (X_t) gibi eş-bütünleşik iki seri ele alınırsa en basit anlamda bir VHDM'nin matematiksel gösterimi için (5.25) numaralı denklemden yola çıkılabilir:

$$\Delta Y_t = \mu_0 + \beta_1 \Delta X_t - \pi \hat{u}_{t-1} + Y_t \quad (5.25)$$

(5.25) numaralı denklemde yer alan (β_1) , (X_t) 'deki değişmelerin (Y_t) üzerindeki anlık etkilerini; (π) ise, geri dönüşüm etkisini veya ayarlama etkisini veya dengesizliklerin ne ölçüde düzeltildiğini göstermektedir (Asteriou; Hall 2007, 310).

Johansen (1988)'e göre, (n) değişkenli bir VAR(p) modeline ilişkin bir VHDM gösterimi de (5.26) numaralı denklemde belirtildiği gibidir⁷⁸:

$$\Delta x_t = \Pi_0 + \Pi x_{t-1} + \Pi_1 \Delta x_{t-1} + \Pi_2 \Delta x_{t-2} + \dots + \Pi_p \Delta x_{t-p} + \Psi D_t + u_t \quad (5.26)$$

(5.26) numaralı denklemde (Δ) , fark operatörünü; $[x_t]$, bağımlı (içsel) değişkeni temsil etmek üzere birinci dereceden bütünleşik [yani $I(1)$] $(n \times 1)$ vektörü; $[\Pi_0]$, $(n \times 1)$ boyutundaki sabit terimlere ilişkin vektörü; $[\Pi_i]$ bilinmeyen parametrelere ilişkin $(n \times n)$ matrisi; $[D_t]$, varsa trend ve kukla değişkenler gibi $I(0)$ belirlenimci değişkenlere ilişkin kümeyi; $[u_t]$, sıfır ortalamaya ve sabit varyansa sahip normal ve bağımsız hata dağılımlı $(n \times 1)$ boyutlu vektörü göstermektedir. Bu denklem itibariyle $[\Pi]$ matrisinin tüm elemanları sıfıra eşit ise, yukarıdaki denklem birinci farklarda bir VAR modelidir. Bu şartlar altında (Δx_t) 'nin uzun dönem dengesinden bir önceki dönemdeki sapmalara tepki vermediğini gösterdiği için herhangi bir hata düzeltme gösterimi de söz konusu değildir. Ancak, $[\Pi]$ matrisinin herhangi bir elemanı sıfırdan

⁷⁸ VHDM'ye ilişkin cebirsel açıklamalar için bakınız: Enders 1995, 367; Arestis; Demetriades; Luintel 2001, 22; Favero 2001, 76; Ang; McKibbin 2005, 15.

farklı olursa, (Δx_t) 'nin uzun dönem dengesinden bir önceki dönemdeki sapmalara tepki verdiği ortaya çıkar. Bu durumda birinci farkta bir VAR modeli olarak $[x_t]$ 'nin tahmin edilmesi, $[x_t]$ 'nin bir hata düzeltme gösterimine sahip olması nedeniyle uygun değildir. Başka bir deyişle, fark alma işleminin modelin hata düzeltmeye ilişkin kısmını gidereceği ve bilgi kaybına yol açacağı için eş-bütünleşik serilerin farkının alınarak VAR modelinin uygulanması doğru değildir (Enders 1995, 367–368; 371).

İki değişkenli ve sabiti olan VHDM'ye ilişkin denklemler (5.27) ve (5.28) numaralı denklemlerdeki gibi gösterilebilir:

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^m \delta_{1i} HDM_{r,t-1} + u_{1t} \quad (5.27)$$

$$\Delta X_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^m \beta_{2i} \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \delta_{2i} HDM_{r,t-1} + u_{2t} \quad (5.28)$$

(5.27) ve (5.28) numaralı denklemlerde yer alan (α_1) ve (α_2) VHDM'ye ilişkin sabit değerleri; her bir (β) ve (γ) katsayısı, önünde bulunduğu değişken ile bağımlı değişkene ilişkin kısa dönem ilişkisini; (δ) katsayıları ise, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini göstermektedir. Yukarıdaki denklem setinde hata düzeltme değişkeni $(HDM_{r,t-1})$, eş-bütünleşme denkleminde elde edilen hata terimlerinin bir gecikmeli değerini temsil etmekte ve uzun dönemli nedensellik ilişkisini göstermektedir. (HDM) değişkeninin modele katılma sebebi, standart Granger nedensellik testine ilişkin eleştirilerden kaynaklanmaktadır. Nitekim, daha önce de belirtildiği üzere farkı alınmış bir seriden hem gözlem sayısı hem de içerik açısından bilgi kaybı söz konusu olmakta ve standart Granger nedensellik testinin güvenilirliği zayıflamaktadır. Bu nedenle, Granger nedensellik testinin daha güvenilir olması için aynı mertebeye durağan hale gelen serilerin eş-bütünleşik olup olmadıkları da kontrol edilmelidir (Yavuz 2006, 963). HDM değişkeninin katsayısı (yani uyarılma katsayısı) modelin uzun dönem dengesine yaklaşmasını sağlamak ve bağımlı değişkendeki dengesizliklerin bir sonraki dönemde ne ölçüde düzeltildiğini göstermektedir. İlgili katsayının istatistiki açıdan anlamlı olması ve negatif değer alması

gerekir. Katsayının pozitif değeri alması, ilgili değişkenin bir şok halinde bağımlı değişkeni dengeden uzaklaştırdığını gösterir. Diğer taraftan, uyarılma katsayısının yüksek ve negatif değeri alması, bir şok halinde dengeye hızlı bir şekilde tekrar ulaşılacağını gösterir. Başka bir deyişle, uyarılma hızına ilişkin katsayının yüksek bir değeri alması bir değişkenin uzun dönemdeki sapmalarına başka bir değişkenin bir dönem sonraki tepki derecesinin de yüksek olacağını; dengeden sapan değişkenin diğer değişken vasıtasıyla daha hızlı bir şekilde dengeye yaklaştırılacağını göstermektedir (Enders 1995, 367). Diğer taraftan, uyarılma hızı katsayısının sıfıra eşit olması eş-bütünleşik değişkenler arasında Granger nedenselliğinin olmadığını gösterir. Başka bir deyişle, VHDM'ye ilişkin katsayıların anlamlı çıkması ve sıfırdan farklı bir değeri alması nedensellik ilişkisini doğrulamaktadır (Enders 1995, 367; Özaktas 2007, 83–84).

Modelde Granger nedensellik testi uygulanırken, (5.27) numaralı denklemde ortaya çıkan (γ_{li}) katsayısı veya (γ_{li}) ve (δ_{li}) katsayıları grup halinde sıfırdan farklı ise veya (δ_{li}) istatistiksel olarak anlamlı ise; (X) 'in (Y) 'ye neden olmadığı yönündeki sıfır hipotezi ret edilir. Aynı mantık, (5.28) numaralı denklem için de geçerlidir.

Eş-bütünleşme vektörü elde edildikten sonra katsayılar bağımlı değişkene göre normalleştirilerek model tahmini yapılabilir ve katsayıların teorik beklentilere uygunluğu ile istatistiksel anlamlılıkları araştırılır. Doğru normalleştirmenin yapıp yapılmadığı ise, zayıf dışsallık testi ile sınırlanır. Başka bir deyişle, zayıf dışsallık testi eş-bütünleşme vektörü üzerine uygulanmaktadır ve bağımlı olduğu düşünülen değişkenin doğru seçilip seçilmediğini göstermektedir (Çatık 2006, 8; Yapraklı 2006, 37).

Uzun dönem ilişkileri gösteren (Π) matrisinin $(\Pi = \alpha\beta')$ şeklinde betimlendiği ve bu betimleme dâhilinde (α) parametrelerinin uyarılma hızlarına ilişkin matrisi; (β) simgesinin de uzun dönem katsayı matrisi olduğu göz önünde tutulduğunda zayıf dışsallık testleri HDM terimleri üzerine; yani, (α) matrisi üzerine uygulanabilir. Zayıf dışsallığın kabul edildiği bir değişkenin kurulan modelin sağ tarafında yer aldığı ve diğer değişkenler tarafından belirlenmediği (dışsal olduğu) varsayılır. Böylece, sistem dışında belirlenme ile bilgi kaybı söz konusu olmamaktadır. Bu test hata terimine ilişkin katsayı üzerinden sıfır hipotezi ile test edilmektedir. Sıfır hipotezi, “değişken zayıf

dışsaldır” şeklinde kurulurken; alternatif hipotez, “değişken zayıf dışsal değildir” şeklinde kurulur (Metin; Üçdoğruk 1998, 282; Özaktaş 2007, 86;). Sıfır hipotezinde uzun dönem tepki matrisinde yer alan her bir değişkene ilişkin katsayının sıfıra eşit olduğu kabul edilir.

Sıfır hipotezi ret edilemediğinde ilgili değişkenin zayıf dışsal olduğu sonucuna ulaşılır. Bu testin istatistiği logaritmik olabilirlik oran (LR) testine dayanır ve (χ^2) dağılımına sahiptir. Zayıf dışsallık testinde olabilirlik oranı istatistiğine göre ilgili değişkenin (özellikle de bağımlı değişkenin) zayıf dışsal olduğu yönündeki sıfır hipotezinin ret edilememesi, ilgili değişkenin içsel değişken olarak alınabileceğine işaret etmektedir. Başka bir deyişle, zayıf dışsal bulunan bir değişkenin sistemin içsel bir değişkeni olmadığı; denklemden çıkarılabilmesine karşın denklemin sağ yanında gösterilebileceği sonucuna ulaşılabilir. Böylece, normalleştirme sonrası yapılacak eş-bütünleşme vektörlerine dayalı yorumlar geçerli olur (Yapraklı 2006, 33; 37–38; Asteriou; Hall 2007, 325).

Uygulamada zayıf dışsallık testi kısa dönem uyarlama katsayılarına ilişkin kısıtlamalarla yapılmaktadır. Zayıf dışsallık testi için kısa dönem uyarlama matrisinin i . satırının bir bütün halinde sıfıra eşit olup olmadığı sıfır hipotezi sınanır. Üç değişkenli bir modelde zayıf dışsallık için kısıt vektörü ilk değişken için $H' = [1 \ 0 \ 0]$ şeklinde uygulanabilir. Başka bir deyişle, sıfır hipotezi i . içsel değişkenin eş-bütünleşik vektör parametrelerine göre dışsal olduğunu betimler. Sıfır hipotezi reddedilemiyorsa, eş-bütünleşme ilişkisi ilgili değişkene doğru işlemiyor demektir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi için en basit anlamda olasılık değerlerinin seçilen anlamlılık düzeyinin altında çıkması gerekir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi doğru normalleştirmenin yapıldığını ve yorumların iktisaden geçerli olduğunu gösterir (Metin; Üçdoğruk 1998, 282; Saatçioğlu; Korap 2005, 17).

V.4. FİNANS SİSTEMİ VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER: TÜRK EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Bu bölümde Türk ekonomisindeki finansal gelişmelerin 1970’li ve 1980’li yıllardan sonra ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ekonometrik analizler yardımıyla tespit edilmeye çalışılacaktır. Bölümde ilk olarak ele alınan değişkenler açıklanacak ve bunların ekonometrik analize uygun istatistiki dönüşümleri sağlanacaktır. Belirtilen dönüşümler sağlandıktan sonra durağanlık testleri ile ekonometrik analizde yaşanabilecek sahte regresyon sonuçları engellenmeye çalışılacaktır. Daha sonraki alt kısımda durağanlık test sonuçlarına göre eş-bütünleşme testleri ve VAR analizleri uygulanacak; son olarak da elde edilen bulgular ortaya konularak yorumlanacaktır.

V.4.1. Verilerin Kaynakları, Zaman Aralıkları ve Bunların Açıklaması

Bu alt bölümde ilk olarak ekonometrik uygulamaya bir ön hazırlık mahiyetinde kullanılan verilerin nitelikleri açıklanacaktır. Tablo (5.4), Tablo (5.5) ve Tablo (5.6)’da ekonomik büyümeye ve finans sistemine ilişkin farklı değişkenler, bu değişkenlerin temel özellikleri ile bilgisayar programlarında kullanılan kodları yer almaktadır. Tablo (5.4) ve Tablo (5.5)’de yer alan değişkenler Türkiye İstatistik Kurumu ile Devlet Planlama Teşkilatı’nın internet sitelerinden elde edilen ve 1970–2005 dönemini kapsayan yıllık frekansta verilerdir. Tablo (5.4)’de ekonomik büyümeye ilişkin toplulaştırılmış düzeyde değişkenlerin yanı sıra literatürde temel büyüme kaynağı olarak görülen sanayi sektörüne ve sektördeki yatırımlara ilişkin değişkenler de mevcuttur. Sanayi sektörüne ilişkin değişkenlerin ele alınmasının iki sebebi bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, Türk ekonomisine ilişkin uygulamalı literatürde sanayi sektörüne ilişkin değişkenlerin çok fazla kullanılmaması ve teorik yaklaşımlarda finansal gelişmeler ile tasarruf ve ardından yatırımlar arasında kurulan ilişkilerdir. Sanayi sektörüne ilişkin değişkenlerin ele alınmasının ikinci sebebi ise, reel anlamda ekonomik büyümenin üretim kapasitesindeki artışlarla tanımlanması ve üretim kapasitesindeki artışların da sermaye birikimi üzerinden doğrudan görülebilmesidir. Tablo (5.5)’de ise, Türk finans sisteminin gelişimini çeşitli açılardan gösterebileceği düşünülen değişkenler sunulmuştur. Tabloda sunulan veriler genel olarak finansal gelişmeye ilişkindir ve

dikkat edileceği üzere finansal serbestleşmeye ilişkin değişkenler mevcut değildir. Nitekim, gerek finansal serbestleşmeye gerekse de hisse senetleri piyasasına yönelik politik uygulamalar 1980’li yılların başlarında uygulanmaya başlanmış ve söz konusu kavramlara ilişkin değişkenler 1980’li yıllarında sonlarına doğru oluşmaya başlamıştır. Başka bir deyişle, ilgili kavramlara ilişkin değişkenlerin yıllık frekansta gözlem sayıları ekonometrik ve istatistik açıdan yeterli değildir. Bu sebeple veriler için belirtilen kavramların ekonomik büyümeye etkisi uygulamada net bir şekilde ölçülemeyebilir.

Tablo (5.4) ve (5.5)’de sunulan verilerin 35 gözleme sahip olması ve yukarıda belirtilen diğer sebeplerden ötürü ve örneklemden çıkarılacak sonuçlar açısından sorun teşkil edebilir. Belirtilen sorunu gidermek için üç aylık verilerden de yararlanılacaktır⁷⁹. Tablo (5.6)’da ekonometrik analizde kullanılan üç aylık veriler belli özellikleri ile sunulmuştur.

⁷⁹ Üç aylık verilerin eş-bütünleşme analizlerinde kullanılması hakkında itirazlar söz konusu olsa da, finans-büyüme ilişkisine dair literatürde aylık ve üç aylık frekansta uygulama yapan çalışmalar mevcuttur. Söz konusu çalışmalara şu örnekler verilebilir: Arestis vd. (2001); Doğan (2002); Gökdeniz vd. (2002); Işık; Doğan; Kadılar (2005); Aslan; Korap (2006); Uçak (2006) Karagöz; Armutlu (2007); Aydemir (2008); Başçı vd. (2008).

Tablo 5.4: Türk Ekonomisinde Ekonomik Büyümeye İlişkin Değişkenler, Bu Değişkenlerin Açıklaması ve E-Views Kayıt Kodları (1970–2005, Yıllık Veriler)

SERİNİN ADI	SERİNİN AÇIKLAMASI	SERİNİN E-VIEWS KAYIT KODU
Kişi Başına GSMH	1987 fiyatlarıyla (YTL)	KBGSMHSTL
Kişi Başına GSMH	1987 fiyatlarıyla (Dolar)	KBGSMHSDOL
Kişi Başına GSYİH	1987 fiyatlarıyla (yıllık değişim hızı)	KBGSYIHDH
Kişi Başına GSMH	1987 fiyatlarıyla (yıllık değişim hızı)	KBGSMHDDH
GSYİH	Alıcı fiyatları ve cari üretici fiyatlarıyla (bin YTL)	GSYIHC
GSYİH	Alıcı fiyatları ve 1987 fiyatlarıyla, (bin YTL)	GSYIHS
GSYİH	Alıcı Fiyatları ve 1987 Fiyatlarıyla, (% değişme)	GSYIHY
İmalât Sanayi Katma Değeri	1998 fiyatlarıyla (bin YTL)	ISKD
İmalât Sanayi Sabit Sermaye Yatırımları	1998 fiyatlarıyla (bin YTL)	ISSSY
Toplam Sabit Sermaye Yatırımları	1998 fiyatlarıyla, (bin YTL)	TSSY
Sabit Sermaye Yatırımlarının GSMH İçindeki Payı	1987 yılından itibaren DİE Yeni milli gelir serisi kullanılmıştır.	SSMP
Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının GSYİH içindeki payı	OSCFSSY kodlu değişkenin cari fiyatlarla GSYİH'ye oranlanması ile edilmiştir.	OSSYY
Özel İmalât Sanayi Sabit Sermaye Yatırımları	Cari (fiyatlarla, toplam içindeki yüzde pay)	ISSSOP
Sanayi Sektörünün GSYİH İçindeki Payı	Yüzde pay	SSGSYIHP
Sanayi Sektörünün Büyüme Hızı	Yüzde büyüme hızı	SSGH

Tablo 5.5: Türk Ekonomisinde Finans Sistemine İlişkin Değişkenler İlişkin Değişkenler, Bu Değişkenlerin Açıklaması ve E-Views Kayıt Kodları (1970–2005, Yıllık Veriler)

SERİNİN ADI	SERİNİN AÇIKLAMASI	SERİNİN E-VIEWS KAYIT KODU
Malî Müesseselerin GSMH'ye Katkısı	İktisadî faaliyet kollarına göre Gayri Safi Milli Hâsıla (sabit fiyatlarla)	MMGSMHK
Malî Müesseselerin Sektör Payı	İktisadî faaliyet kollarına göre gayri safi milli hâsıla (sabit fiyatlarla)	MMSP
Malî Müesseselerin Gelişme Hızı	İktisadî faaliyet kollarına göre gayri safi milli hâsıla (sabit fiyatlarla)	MMGH
Malî Müesseselerin GSMH İçerisindeki Payı	Cari üretici fiyatlarıyla (% pay)	MMGSMHY
Banka Parası	Başlıca parasal göstergeler - para arzı (milyon YTL)	BP
Banka Parasının GSYİH İçindeki Payı	BP kodlu değişkenin GSYIHC kodlu değişkene oranlanması ile elde edilmiştir	BPGSYIHC
M2	Başlıca parasal göstergeler - para arzı (milyon YTL)	M2
Mevduat Bankaları Toplam Kredi Hacmi	Başlıca parasal göstergeler (bin YTL)	MBTKH
Mevduat Bankaları Toplam Kredi Hacminin GSYİH İçindeki Payı	MBTKH kodlu değişkenin GSYIHC kodlu değişkene oranlanması ile elde edilmiştir.	MBTKHGSYIHC
Toplam Mevduat	Başlıca parasal göstergeler (bin YTL)	TM
Toplam Mevduatların GSYİH İçindeki Payı	TM kodlu değişkenin GSYIHC kodlu değişkene oranlanması ile elde edilmiştir.	TMGSYIHC
M2 / GSMH	Bin YTL	M2MG
Toplam Mevduatın Toplam Malî Varlıklar İçindeki Payı	Bankalar arası mevduat hariç	TMTMVP
Menkul Kıymetlerin Toplam Malî Varlıklar İçindeki Payı	Bankalar arası mevduat hariç	MKTMP
Hisse Senetlerinin Toplam Malî Varlıklar İçindeki Payı	Bankalar arası mevduat hariç	HSTMVP
Yurt içi Tasarrufların GSMH İçindeki Payı	1987 yılından itibaren DİE yeni milli gelir serisi kullanılmıştır.	YTGP

Tablo 5.6: Türk Ekonomisinde Finans Sistemine ve Ekonomik Büyümeye İlişkin Değişkenler, Bu Değişkenlerin Açıklaması ve SPSS Kayıt Kodları (1986:1–2006:2, Üç Aylık Veriler)

Değişkenin Adı	Elde Edilen Veri Tabanı	Serinin E-Views Kayıt Kodu	Değişkenin Birimi ve Açıklaması
Bankacılık Kesiminin Gelişmesine İlişkin Değişkenler			
Para benzerlerinin GSYİH'ye oranı	IMF-IFS	PBCG	Bin TL
Yurt içi kredilerin GSYİH'ye oranı	TCMB-EVDS	YIKG	Bin TL
Mevduat bankalarının tasarruf mevduatlarının GSYİH'ye oranı	TCMB-EVDS	MBTMG	Bin TL
M2 para arzının GSYİH'ye oranı	TCMB-EVDS	M2G	Bin TL
Mevduat bankalarının özel sektöre verdiği kredilerin GSYİH'ye oranı	TCMB-EVDS	MBOSVKG	Bin TL
Reel faiz oranları	TCMB-EVDS IMF-IFS	REEL	Nominal faiz oranlarından enflasyon oranlarının çıkarılması ile elde edilmiştir.
İMKB'nin Gelişmesine İlişkin Değişkenler			
Ulusal 100 endeks	TCMB-EVDS	ULS100	İndeks
Toplam işlem hacminin GSYİH'ye oranı	TCMB-EVDS	HTIHG	Bin TL
Toplam işlem miktarı	TCMB-EVDS	HTIM	Bin adet
Finansal Serbestleşmeye İlişkin Değişkenler			
Mevduat bankalarının yurt dışı yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı		MBYY(TL)G	MBYY(DOL) değişkeni döviz kuru ile çarpılarak elde edilmiştir.
M2Y para arzının GSYİH'ye oranı	TCMB-EVDS	M2YG	Bin TL
Döviz tevdiat hesaplarının GSYİH'ye oranı	TCMB-EVDS	DTHG	Bin TL
Mevduat bankalarının yurt dışı bankalardan elde ettiği fonlar GSYİH'ye oranı	TCMB-EVDS	MBYBFG	Bin TL
Ekonomik Büyümeye İlişkin Değişkenler			
Endüstriyel üretim	IMF-IFS	EU	İndeks
Gayrisafi sabit sermaye oluşumunun GSYİH'ye oranı	IMF-IFS	GSSSOG	Bin TL
GSYİH	IMF-IFS	GSYIH	Bin TL
GSYİH indeksi (2000=100)	IMF-IFS	GSYIH	İndeks

V.4.2. Verilerin İstatistiki Dönüşümleri

Finans-büyüme ilişkisinin tespit edilmesin teorik ve uygulamalı literatürde birçok değişken göz önünde tutulmaktadır. Böylesi bir durum, uygulamalı literatürde finans-büyüme ilişkisinin niteliği konusunda oldukça farklı sonuçlara yol açmaktadır. Belirtilen durumun sebebi olarak iki neden gösterilebilir. Bunlardan birincisi, finansal gelişmeyi ve finansal serbestleşmeyi temsil edebilecek değişkenlerin ilgili bölümlerde gösterildiği üzere çok çeşitli olmasıdır. İkinci neden ise, özellikle GOÜ'ler için veri aralıklarının yeterli örneklem hacmi oluşturmayacak denli dar olmasıdır. Belirtilen sorunları gidermek için son dönem uygulamalı literatürde finansal gelişmeye ve finansal serbestleşmeye ilişkin endeksler geliştirilmektedir. Belirtilen endekslerin oluşturulması için iki yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan ilki, ilgili değişkenlere keyfi ağırlıklar verme suretiyle oluşturulan indekslerdir. İkinci yöntem ise, ilgili endekslerin istatistiki yöntemlerle elde edilmesidir. Son dönem uygulamalı literatürde ikinci yöntem tercih edilmeye başlanmıştır. Bu çalışmada da daha önceki kısımlarda açıklanan TBA uygulanarak finans sistemine ilişkin indeksler elde edilecektir. Yukarıda temel nitelikleri ortaya konulmuş olan değişkenlerin ekonometrik analizlerde daha iyi bir şekilde kullanılması için uygun istatistik dönüşümleri yapılmıştır. Kullanılan verilerin istatistiki dönüşümlerinin sağlanmasında E-Views 6.0, SPSS 11.5 ve Microsoft Excel 2003 bilgisayar programları kullanılmıştır.

Hem yıllık hem de üç aylık frekanstaki nominal düzeydeki ham verilerin analize uygun hale getirilmesi için birimi TL cinsinden olan tüm seriler nominal GSYİH'ye oranlanmıştır. Böylece, söz konusu veriler reelleştirilmiştir. Ayrıca, ABD Doları cinsinden olan veriler üç aylık döviz kurları ile çarpılarak TL cinsine çevrilmiştir. Çalışmada yıllık frekansta veriler için TBA uygulanamamıştır. Bu durumun nedeni, TBA'da gözlem sayısının kullanılan değişken sayısının en az üç veya dört katı olma gereği ile TBA'nın 50 gözlemde daha düşük örneklemelerde uygulanmasının güvenilir sonuçlar vermemesidir (Nakip 2003, 407). Üç aylık veriler ise, belirtilen şartları taşımaktadır. TBA çerçevesinde değişkenlerin birimleri birbirinden farklı olduğu için bunların hepsi SPSS programı ile standartlaştırılmıştır. TBA'nın geçerliliği için de Kaiser-Mayer-Olkin (KMO) ve Bartlett küresellik testleri dikkate alınmıştır. TBA

sonucunda geçerli faktör sayısının belirlenmesi için öz-değerleri birden büyük olan temel bileşenler dikkate alınmıştır. Başka bir deyişle, faktör sayısının belirlenmesinde “öz-değer bir” ölçütü kullanılmıştır. Üç aylık veriler için öz-değeri birden büyük birer temel bileşen elde edilmiştir. Sonuçlar, Tablo (5.7)’de sunulduğu gibidir.

Tablo 5.7: Üç Aylık Verilere İlişkin Temel Bileşenler Analizi İstatistik Test Sonuçları

	KMO Test Sonucu (%)	Bartlett Küresellik Test Sonucu	Öz-Değer	Toplam Varyansın Yüzdesi
Ekonomik büyümeye ilişkin temel bileşen (BUY)	64,9	98,153 (0,00)	2,199	73,311
Bankacılık sisteminin gelişmesine ilişkin temel bileşen (BANGEL)	61,0	555,189 (0,00)	3,811	63,510
Finansal serbestleşmeye ilişkin temel bileşen (FINSER)	73,3	382,413 (0,00)	3,423	85,581
Hisse senedi piyasasındaki gelişmeye ilişkin temel bileşen (HISSEGEL)	54,8	206,901 (0,00)	2,455	81,817

Tablo (5.7)’den görüleceği üzere KMO test sonuçları hisse senetleri piyasasına ilişkin temel bileşen hariç tüm bileşenler için %60’ın üzerindedir. Başka bir deyişle, genel olarak elde edilen temel bileşenlerin örneklem yeterliliği literatürde arzu edilen ölçünün üzerindedir. Diğer taraftan, Bartlett Küresellik testlerine göre tüm temel bileşenler için “değişkenler arasında ilişkinin olmadığı” yönündeki sıfır hipotezi ret edilebilmektedir. Başka bir deyişle, birbirleri ile ilişkili olan değişkenler ile temel bileşenlerin elde edilme gereği sağlanmıştır. Ayrıca, birbirleri ile ilişkili olan öz-değerler ve varyansın yüzdesi ölçütleri de yüksek düzeylerde. Nitekim, ekonomik büyüme için elde edilen temel bileşen toplam varyansın %73,3’ünü; bankacılık sisteminin gelişmesine ilişkin temel bileşen toplam varyansın %63,5’ini; finansal serbestleşmeye ilişkin temel bileşen toplam varyansın %85,5’ini; hisse senedi piyasasındaki gelişmeye ilişkin temel bileşen ise, toplam varyansın %81,8’ini açıklamaktadır.

Tablo 5.8’de ise, TBA çerçevesinde ele alınan değişkenlerin faktör yükleri ve skorları ile eş-kökenlik değerleri sunulmuştur.

Tablo 5.8: Üç Aylık Verilere İlişkin Temel Bileşenler Analizinin Test Sonuçları

Değişkenin Simgesi	Faktör Yükleri	Eş-Kökenlik Değerleri	Faktör Skorları
Ekonomik Büyüme İlişkin Değişkenler			
EU	0,912	0,810	0,409
GSSSOG	0,900	0,558	-0,340
GSYIHI	-0,747	0,831	0,414
Bankacılık Kesiminin Gelişmesine İlişkin Değişkenler			
PBCG	0,954	0,686	0,217
YIKG	0,935	0,494	0,184
MBTMG	0,895	0,875	0,245
M2G	0,828	0,801	0,235
MBOSVKG	0,703	0,910	0,250
REEL	0,212	0,045	0,056
İMKB'nin Gelişmesine İlişkin Değişkenler			
ULS100	0,974	0,848	0,375
HTIHG	0,921	0,657	0,330
HTIM	0,811	0,949	0,397
Finansal Serbestleşmeye İlişkin Değişkenler			
MBYY(TL)G	0,962	0,925	0,281
M2YG	0,933	0,871	0,273
DTHG	0,908	0,824	0,265
MBYBFG	0,896	0,804	0,262

Tablo (5.8)'deki sonuçlar itibariyle ekonomik büyümeye ilişkin elde edilen temel bileşen (BUY), bankacılık sisteminin gelişmesine ilişkin temel bileşen (BANGEL), finansal serbestleşmeye ilişkin temel bileşen (FINSER), hisse senedi piyasasındaki gelişmeye ilişkin temel bileşen (HISSEGEL) sırasıyla (5.29), (5.30), (5.31) ve (5.32) numaralı denklemlerdeki gibi formüle edilebilir:

$$BUY_i = 0,409EU_i - 0,340GSSSOG_i + 0,414GSYIHI_i \quad (5.29)$$

$$BANGEL_i = 0,217PBCH_i + 0,184YIKG_i + 0,245MBTMG_i + 0,235M2G_i + 0,250MBOSVKG_i + 0,262MBYBFG_i \quad (5.30)$$

$$FINSER_i = 0,281MBYY(TL)G_i + 0,273M2YG_i + 0,265DTHG_i + 0,262MBYBFG_i \quad (5.31)$$

$$HISSEGEL_i = 0,375ULS100_i + 0,330HTIHG_i + 0,397HTIM_i \quad (5.32)$$

TBA ile elde edilen (BUY), (BANGEL), (FINSER) ve (HISSEGEL) serilerinin üç aylık periyoda sahip olmaları mevsimsellikten arındırma işlemlerini gerekli kılmaktadır. Mevsimsellikten arındırma işlemleri ise, Census X12 yöntemi ile ve verilerin niteliği nedeniyle toplamsal formda uygulanmıştır.

V.4.3. Verilerin Durağanlık Özellikleri

Daha önceki kısımlarda tanımlanan değişkenlere ilişkin durağanlık analizleri GDF ve P-P testleri ile yapılacaktır. Bu testler için düzey verilerinin logaritması alınmış ve analizler logaritmik değerler üzerinde de yapılmıştır. Sonuçlar ise, Tablo (5.9), (5.10) ve (5.11)'de sunulmuştur. Bu tablolarda yer alan (d) simgesi, serinin %1 anlamlılık seviyesinde durağan olduğunu; (dd) simgesi, serinin durağan olmadığını; (d*) simgesi, serinin %5 anlamlılık seviyesinde durağan olduğunu, ancak %1 anlamlılık seviyesinde durağan olmadığını; d** simgesi, serinin %10 anlamlılık seviyesinde durağan olduğunu, ancak %5 anlamlılık seviyesinde durağan olmadığını belirtmektedir. Değişkenlerin önündeki (Δ) işareti, ilgili serinin birinci farkının alındığını; ($\Delta\Delta$) işareti serinin ikinci farkının alındığını; (L) işareti ise, logaritmik dönüşümün yapıldığını göstermektedir. (Δ) veya ($\Delta\Delta$) işaretinin olmadığı değişkenler, serinin seviyesinde değerlendirildiğini göstermektedir. GDF testleri için parantez içerisindeki rakamlar ise, maksimum gecikme sayısı dokuz alınarak Schwarz bilgi kriterine göre en uygun gecikmeyi belirtmek için kullanılmıştır. P-P testlerinde ise, optimal gecikme uzunluğunun tespitinde “Bartlett kernel (default) spectral estimation” yöntemi ve “Newey-West Bandwidth” kriterleri kullanılmış ve parantez içindeki rakamlar bant aralığını (bandwidth); yani, uyarlama sayısını göstermektedir.

Durağanlık araştırmasında kullanılan GDF ve P-P testleri, ilgili bölümde açıklanan sabitli ve sabitli-trendli model göz önünde tutularak uygulanmıştır. Sabitsiz-trendsiz model literatürü takiben ve yol açtığı sorunlar göz önünde tutularak değerlendirilmemiştir.

Tablo 5.9: Ekonomik Büyümeyle İlişkin Değişkenlerin GDF ve P-P Test Sonuçları (1970–2005)

E-Views Kayıt Kodu	GDF Test Sonuçları		P-P Test Sonuçları	
	Sabit terimli	Sabit ve trend mevcut	Sabit terimli	Sabit ve trend mevcut
Kişi Başına Gayrisafi Milli Hâsıla (TL, Sabit Fiyatlarla)				
KBGSMHSTL	-0,09 (dd, 0)	-2,55 (dd, 0)	-0,01 (dd, 2)	-2,60 (dd, 1)
ΔKBGSMHSTL	-6,40 (d, 0)	-6,38 (d, 0)	-6,38 (d, 2)	-6,38 (d, 3)
LKBGSMHSTL	-0,63 (dd, 0)	-2,85 (dd, 0)	-0,58 (dd, 1)	-2,91 (dd, 1)
ΔLKBGSMHSTL	-6,37 (d, 0)	-6,26 (d, 0)	-6,36 (d, 2)	-6,25 (d, 2)
Kişi Başına Gayrisafi Milli Hâsıla (Dolar, Sabit Fiyatlarla)				
KBGSMHSDOL	-0,09 (dd, 0)	-2,55 (dd, 0)	-0,01 (dd, 2)	-2,60 (dd, 1)
ΔKBGSMHSDOL	-6,40 (d, 0)	-6,38 (d, 0)	-6,38 (d, 3)	-6,38 (d, 3)
LKBGSMHSDOL	-0,63 (dd, 0)	-2,8 (dd, 0)	-0,58 (dd, 1)	-2,90 (dd, 1)
ΔLKBGSMHSDOL	-6,37 (d, 0)	-6,26 (d, 0)	-6,36 (d, 2)	-6,25 (d, 2)
Kişi Başına Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla (TL, Sabit Fiyatlarla)				
KBGSYIHS	0,14 (dd, 0)	-3,13 (dd, 2)	0,20 (dd, 3)	-2,70 (dd, 2)
ΔKBGSYIHS	-5,65 (d, 0)	-5,65 (d, 0)	-5,65 (d, 3)	-5,64 (d, 3)
LKBGSYIHS	-0,47 (dd, 2)	-2,80 (dd, 2)	-0,45 (dd, 3)	-3,01 (dd, 2)
ΔLKBGSYIHS	-5,73 (d, 0)	-5,64 (d, 0)	-5,73 (d, 3)	-5,63 (d, 3)
Kişi Başına Gayrisafi Yurt İçi Hâsılanın Yıllık Değişim Hızı				
KBGSYIHDH	-5,79 (d, 0)	-5,70 (d, 0)	-5,78 (d, 3)	-5,70 (d, 3)
Kişi Başına Gayrisafi Milli Hâsılanın Yıllık Değişim Hızı				
KBGSMHDH	-5,67 (d, 0)	-5,58 (d, 0)	-5,68 (d, 2)	-5,59 (d, 2)
Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla (Sabit Fiyatlarla)				
GSYIHS	1,44 (dd, 0)	-1,35 (dd, 0)	1,77 (dd, 3)	-1,20 (dd, 1)
ΔGSYIHS	-6,23 (d, 0)	-6,75 (d, 0)	-6,23 (d, 1)	-6,74 (d, 3)
LGSYIHS	-0,62 (dd, 0)	-2,92 (dd, 0)	-0,62 (dd, 0)	-2,92 (dd, 0)
ΔLGSYIHS	-6,43 (d, 0)	-6,33 (d, 0)	-6,41 (d, 2)	-6,32 (d, 2)
Gayrisafi Yurt İçi Hâsılanın Yıllık Değişim Hızı (Sabit Fiyatlarla)				
GSYIHY	-6,52 (d, 0)	-6,43 (d, 0)	-6,52 (d, 1)	-6,42 (d, 2)
Sanayi Sektörünün Büyüme Hızı				
SSGH	-1,80 (dd, 0)	-1,85 (dd, 0)	-1,86 (dd, 2)	-1,86 (dd, 1)
ΔSSGH	-5,82 (d, 0)	-6,05 (d, 0)	-5,82(d, 1)	-6,05(d, 2)
Sanayi Sektörünün GSYİH İçindeki Payı				
SSGSYIHP	-1,80 (dd, 0)	-1,85 (dd, 0)	-1,86 (dd, 2)	-1,86 (dd, 1)
ΔSSGSYIHP	-5,82 (d, 0)	-6,05 (d, 0)	-5,82 (d, 1)	-6,05 (d, 2)
İmalât Sanayi Katma Değeri (Sabit Fiyatlarla)				
ISKD	1,36 (dd, 0)	-1,37 (dd, 0)	2,14 (dd, 5)	-1,45 (dd, 2)
ΔISKD	-5,9 (d, 0)	-4,73 (d, 3)	-5,91 (d, 1)	-6,46 (d, 4)
LISKD	-1,28 (dd, 0)	-2,79 (dd, 0)	-1,27 (dd, 2)	-2,79 (dd, 0)
ΔLISKD	-5,58 (d, 0)	-5,59 (d, 0)	-5,58 (d, 1)	-5,60 (d, 2)
İmalât Sanayi Sabit Sermaye Yatırımları (Sabit Fiyatlarla)				
ISSY	1,30 (dd, 0)	0,39 (dd, 0)	0,85 (dd, 1)	-0,01 (dd, 1)
ΔISSY	-3,72 (d, 0)	-4,00 (d*, 0)	-3,72 (d, 0)	-4,00 (d*, 0)
LISSY	-0,35 (dd, 0)	-1,07 (dd, 0)	-0,48 (dd, 1)	-1,42 (dd, 2)
ΔLISSY	-5,22 (d, 0)	-5,26 (d, 0)	-5,22 (d, 1)	-5,26 (d, 1)

Tablo 5.9'un Devamı (I)

E-Views Kayıt Kodu	GDF Test Sonuçları		P-P Test Sonuçları	
	Sabit terimli	Sabit ve trend mevcut	Sabit terimli	Sabit ve trend mevcut
Toplam Sabit Sermaye Yatırımları (Sabit Fiyatlarla)				
TSSY	-0,39 (dd, 0)	-2,67 (dd, 7)	-0,47 (dd, 2)	-2,51 (dd, 1)
ΔTSSY	-4,97 (d, 0)	-4,93 (d, 0)	-4,98 (d, 2)	-4,94 (d, 2)
LTSSY	-095 (dd, 0)	-2,23 (dd, 0)	-0,95 (dd, 0)	-2,41 (dd, 1)
ΔLTSSY	-4,81 (d, 0)	-4,74 (d, 0)	-4,81 (d, 0)	-4,74 (d, 0)
Sabit Sermaye Yatırımlarının GSMH İçindeki Payı				
SSMP	-2,08 (dd, 0)	-2,13 (dd, 0)	-2,08 (dd, 0)	-2,13 (dd, 0)
ΔSSMP	-5,06 (d, 0)	-5,04 (d, 0)	-5,01 (d, 5)	-5,01 (d, 6)
Özel İmalât Sanayi Sabit Sermaye Yatırımlarının Toplam İçindeki Payı				
ISSSOP	-1,18 (dd, 0)	-0,40 (dd, 0)	-1,31 (dd, 1)	-0,48 (dd, 2)
ΔISSSOP	-5,04 (d, 0)	-5,39 (dd, 0)	-5,00 (d, 2)	-5,74 (d, 8)
Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının GSYİH içindeki payı				
OSSYY	-1,70(dd, 0)	-,68(dd, 0)	-1,96(dd, 2)	-1,95(dd, 2)
ΔOSSYY	-4,64(d, 0)	-4,58(d, 0)	-4,66(d, 1)	-4,60(d, 1)

Tablo 5.10: Finansal Gelişmelere İlişkin Değişkenlerin GDF ve P-P Test Sonuçları (1970-2005)

E-Views Kayıt Kodu	GDF Test Sonuçları		P-P Test Sonuçları	
	Sabit terimli	Sabit ve trend mevcut	Sabit terimli	Sabit ve trend mevcut
Yurt İçi Tasarrufların GSMH İçindeki Payı				
YTGP	-2,33 (dd, 0)	-2,30 (dd, 0)	-2,35 (dd, 5)	-2,32 (dd, 5)
ΔYTGP	-5,20 (d, 0)	-5,10 (d, 0)	-7,57 (d, 33)	-7,62 (d, 33)
Banka Parası/ GSYİH				
BPGSYIHC	-1,12 (d, 0)	-1,64 (dd, 0)	-1,23 (dd, 1)	-1,76 (dd, 1)
ΔBPGSYIHC	-5,11 (d, 0)	-5,15 (d, 0)	-5,11 (d, 3)	-5,15 (d, 3)
Mevduat Bankaları Toplam Kredi Hacminin GSYİH İçindeki Payı				
MBTKHGSYIHC	-4,31 (d, 1)	-4,19 (d*, 1)	-1,67 (dd, 11)	-1,43 (dd, 11)
ΔMBTKHGSYIHC	-4,53 (d, 1)	-4,22 (d*, 7)	-2,92 (dd, 29)	-2,94 (dd, 29)
ΔΔMBTKHGSYIHC			-9,01 (d, 22)	-10,42 (d, 19)
Toplam Mevduatların GSYİH İçindeki Payı				
TMGSYIHC	-0,40 (dd, 1)	-2,63 (dd, 0)	-0,91 (dd, 0)	-2,59 (dd, 2)
ΔTMGSYIHC	-8,29 (d, 0)	-8,23 (d, 0)	-8,29 (d, 0)	-8,23 (d, 0)
Toplam Malî Varlıklar/ GSMH				
TMVMG	-1,97 (dd, 6)	-2,21 (dd, 0)	-0,01 (dd, 2)	-1,97 (dd, 1)
ΔTMVMG	-8,74 (d, 0)	-1,80 (dd, 4)	-8,74 (d, 0)	-9,73 (d, 5)
ΔΔTMVMG	-7,32 (d, 3)	-7,33 (d, 3)		
M2 / GSMH				
M2MG	-2,55 (dd, 0)	-2,50 (dd, 0)	-2,55 (dd, 0)	-2,50 (dd, 0)
ΔM2MG	-7,34 (d, 0)	-7,34 (d, 0)	-7,85 (d, 6)	-8,18 (d, 7)
Toplam Mevduatın Toplam Malî Varlıklar İçindeki Payı				
TMTMVP	-0,05 (dd, 0)	-2,13 (dd, 0)	-0,05 (dd, 1)	-2,18 (dd, 1)
ΔTMTMVP	-5,62 (d, 0)	-5,62 (d, 0)	-5,62 (d, 0)	-5,62 (d, 1)
Menkul Kıymetlerin Toplam Malî Varlıklar İçindeki Payı				
MKTMP	-0,07 (dd, 0)	-2,16 (dd, 0)	-0,06 (d, 1)	-2,19 (dd, 1)
ΔMKTMP	-5,70 (d, 0)	-5,70 (d, 0)	-5,62 (d, 0)	-5,70 (d, 1)
Hisse Senetlerinin Toplam Malî Varlıklar İçindeki Payı				
HSTMVP	-2,04 (dd, 0)	-1,84 (dd, 0)	-2,20 (dd, 2)	-2,01 (dd, 1)
ΔHSTMVP	-4,59 (dd, 0)	-4,56 (d, 0)	-4,46 (d, 6)	-4,41 (d, 6)
Malî Müesseselerin GSMH'ye Katkısı				
MMGSMHK	-4,55 (d, 6)	-1,04 (dd, 0)	-2,66 (dd, 1)	-0,78 (dd, 3)
ΔMMGSMHK	-3,53 (d*, 2)	-4,48 (d, 6)	-2,15 (dd, 7)	-2,30 (dd, 12)
ΔΔMMGSMHK	-4,03 (d, 9)	-3,87 (d*, 9)	-8,97 (d, 32)	-8,64 (d, 32)
Malî Müesseselerin Sektör Payı				
MMSP	0,95 (dd, 0)	-1,49 (dd, 0)	0,42 (dd, 3)	-1,51 (dd, 1)
ΔMMSP	-4,40 (d, 0)	-5,26 (d, 0)	-4,50 (d, 3)	-5,26 (d, 2)
Malî Müesseselerin Gelişme Hızı				
MMGH	-2,50 (dd, 1)	-4,65 (d, 2)	-1,74 (dd, 1)	-2,05 (dd, 9)
ΔMMGH	-5,22 (d, 2)	-5,12 (d, 2)	-7,30 (d, 25)	-7,60 (d, 26)
Malî Müesseselerin GSMH İçerisindeki Payı				
MMGSMHY	-1,43 (dd, 1)	-3,45 (dd, 1)	-1,28 (d, 2)	-2,82 (dd, 8)
ΔMMGSMHY	-5,57 (d, 0)	-5,02 (d, 3)	-9,68 (d, 33)	-9,29 (d, 33)
ΔLMMGSMHS	-2,87 (dd, 2)	-4,76 (d, 2)	-1,84 (dd, 7)	-2,01 (dd, 10)
M2/GSYİHC				
M2GSYIHC	-1,23 (dd, 0)	-1,32 (dd, 0)	-1,50 (dd, 2)	-1,45 (dd, 3)
ΔM2GSYIHC	-5,08 (d, 0)	-5,21 (d, 0)	-5,00 (d, 4)	-5,09 (d, 6)
Vadeli Mevduatların GSYİH İçindeki Payı				
VMGSYIHC	-0,44 (dd, 0)	-2,20 (dd, 0)	-0,44 (dd, 0)	-2,32 (dd, 1)
ΔVMGSYIHC	-5,24 (d, 0)	-5,23 (d, 0)	-5,24 (d, 0)	-5,23 (d, 0)

Tablo (5.9) ve (5.10)'dan görüleceği üzere, ele alınan değişkenlerin hemen hemen tamamı, birçok iktisadî değişkende olduğu gibi, seviyelerinde durağanlık göstermemekte; ancak, birinci farkları alındığında durağanlık görülmektedir. Ayrıca, hemen hemen tüm değişkenler için GDF ve P-P test sonuçları birbirlerini doğrular niteliktedir. Ancak, bazı serilerde belirtilen testler itibariyle yine de çelişkiler söz konusudur. Serilerin birçoğunun aynı seviyeden durağan olması, eş-bütünleşme testleri için gerekli temel şartı yerine getirmektedir.

Birim kök testlerine göre, büyüme göstergelerinden KBGSYIHDH, KBGSMHHDH ve GSYIHY değişkenleri seviyelerinde durağan bulunmuş; finansal göstergelerden ise, hiçbir seviyesinde durağan bulunmamıştır. Büyümeye ilişkin değişkenlerden ISSSOP ise, GDF ve P-P testlerinde durağanlık seviyesi konusunda ve istatistiki anlamlılık düzeyi açısından bir çelişme göstermiştir. MMGSMHK değişkeninde GDF ve P-P testleri açısından istatistiki anlamlılık düzeyi açısından bir çelişme söz konusu olduğu gibi, bu değişken P-P testlerinde ancak ikinci farkında durağan çıkmıştır. Bu nedenle ilgili değişkenin eş-bütünleşme analizlerine dâhil edilmemesi daha uygun olacaktır.

Üç aylık veriler için TBA yardımıyla ekonomik büyümeye, bankacılık sisteminin gelişmesine, finansal serbestleşmeye ve İMKB'nin gelişmesine ilişkin temel bileşenler oluşturulmuş ve bu seriler mevsimsellikten arındırılmıştır. Elde edilen serilere yıllık verilerde olduğu gibi GDF ve P-P birim kök testleri uygulanmış ve sonuçlar Tablo (5.11)'de sunulmuştur. Birim kök testlerinden görüleceği üzere ele alınan dört temel bileşen de seviyesinde durağan değil iken birinci farkında durağandır. Başka bir deyişle, elde edilen temel bileşenlerin tümü eş-bütünleşme analizine uygundur.

Tablo 5.11: Üç Aylık Verilere İlişkin Temel Bileşenlerin Birim Kök Test Sonuçları

E-Views Kayıt Kodu	GDF Test Sonuçları		P-P Test Sonuçları	
	Sabit terimli	Sabit ve trend mevcut	Sabit terimli	Sabit ve trend mevcut
Ekonomik Büyümeye İlişkin Temel Bileşen (BUY)				
BUY_SA	0,52 (dd, 0)	-2,93 (dd, 0)	1,09 (dd, 5)	-2,87 (dd, 1)
ΔBUY_SA	-9,76 (d, 0)	-9,83 (d, 0)	-9,86 (d, 3)	-10,17 (d, 4)
Bankacılık Sisteminin Gelişmesine İlişkin Temel Bileşen (BANGEL)				
BANGEL_SA	0,79 (dd, 0)	-1,36 (dd, 0)	-0,63 (dd, 2)	-1,49 (dd, 2)
ΔBANGEL_SA	-7,98 (d, 0)	-8,46 (d, 0)	-7,99 (d, 2)	-8,46 (d, 1)
Finansal Serbestleşmeye İlişkin Temel Bileşen				
FINSER_SA	-0,78 (dd, 0)	-2,08 (dd, 0)	-0,85 (dd, 4)	-2,29 (dd, 1)
ΔFINSER_SA	-8,39 (d, 0)	-8,35 (d, 0)	-8,39 (d, 4)	-8,35 (d, 4)
İMKB'nin Gelişmesine İlişkin Temel Bileşen				
BORSAGEL_SA	-0,78 (dd, 0)	-2,08 (dd, 0)	-0,85 (dd, 4)	-2,29 (dd, 4)
ΔBORSAGEL_SA	-8,39 (d, 0)	-8,35 (d, 0)	-8,39 (d, 4)	-8,35 (d, 4)

V.4.4. Uygulama Sonuçları

Bu çalışmada finans-büyüme ilişkisinin irdelenmesinde en uygun belirlenimin yapılması amacıyla yıllık veriler için ve eş-bütünleşme analizleri çerçevesinde birçok model kurulmuş ve bunların genel sonuçları değerlendirilmiştir. İkinci olarak da üç aylık verilerden hareketle eş-bütünleşme ve VAR analizleri çerçevesinde modeller kurulmuştur. Uygulamalar hakkında bazı istatistiki sonuçlara özet olarak yer verilecektir. Ayrıntılı istatistiki sonuçlar daha iyi sonuç veren modeller üzerinden gösterilecektir. Belirtilenler dâhilinde bu alt bölüm üç alt kısımdan oluşmaktadır. İlk alt kısımda, uygulamada test edilen modeller tanıtılacak ve uygulama aşamaları gösterilecek; ikinci alt kısımda ve üçüncü alt kısımda sırasıyla yıllık ve üç aylık verilere ilişkin analiz sonuçları ele alınacaktır.

V.4.4.1. Uygulamada Kullanılan Modeller ve Analiz Aşamaları

Eş-bütünleşme analizlerine ilişkin uygulamalar dâhilinde yıllık frekansa sahip verilerle finans sistemindeki gelişmeleri temsil edebileceği düşünülen ve literatürde kullanılan değişkenler esas alınarak farklı modeller kullanılmıştır. Bu modeller Ek 1'de gösterilmiştir. Ek 1'de belirlenimleri sunulan modellerde bağımlı değişken olarak kabul edilebilecek ekonomik büyüme ölçütleri açısından iki grup söz konusudur. Bunlardan ilki, ekonomik büyümenin toplulaştırılmış düzeydeki farklı ölçütleridir. Toplulaştırılma

özellikleri nedeniyle bu değişkenleri etkileyen faktörler büyüme kaynakları itibariyle oldukça fazladır. Söz konusu durumda GSYİH ve GSMH ile ilişkilendirilecek birçok anlamlı ve anlamsız değişkenin anlamlı ve anlamsız sonuç vermesi mümkün olabilir. Belirtilen sebeplerden ötürü, kurulan modellerde özellikle finans sisteminin birinci dereceden etkilemesi beklenen sanayi sektörüne ilişkin bazı göstergeler dikkate alınacaktır. Modellemelerin birbirine benzer birçok değişken ile yapılmasının nedeni ise, sonuçların birbiri ile olan tutarlılığını da görebilmektir.

Yıllık frekansta veriler için model setlerinin kurulmasında dikkate alınan başka bir husus da uygulamalı literatürde finans-büyüme ilişkisine dair kurulan mekanizmalardır. Ek 1’de görüleceği üzere temel büyüme göstergelerinin yanı sıra finansal gelişmelerin tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkilerini görmek için farklı model setleri kurulmuştur. İlgili mekanizmalar incelenirken ele alınan değişkenlerin literatürde sıkça kullanılanlar olması yanında finansal gelişmeyi temsil edebilecek ve literatürde kullanılmayan değişkenler de modele eklenmiştir. Bu değişkenlere banka parasının GSYİH içindeki payı (BPGSYIHC), malî müesseselerin sektör payı (MMSP) ve sanayi sektörünün gelişimine ve bu sektördeki yatırımlara ilişkin değişkenler örnek verilebilir. Böylesi bir strateji ile uygulamanın orijinal bir nitelik kazanması hedeflenmiştir.

Eş-bütünleşme modellerinin bir kısmında finansal gelişmeye ilişkin göstergeler, finans sisteminin bankacılık ve sermaye piyasasından oluştuğu varsayımı ile ele alınacaktır. Nitekim, birçok uygulamalı çalışmada finansal gelişmelere ilişkin değişkenler banka temelli ve piyasa temelli olmak üzere iki grupta incelenmektedir. Ayrıca, Ek 1’de sunulan tabloda yer alan modeller yarı logaritmik veya doğrusal belirlenim dâhilinde oluşturulmuştur. Böylesi bir stratejiden beklenen fayda, sonuçların istatistiki anlamda daha sağlam sonuçlar verme olasılığıdır.

Diğer taraftan yıllık verilerden elde edilen sonuçlar doğrultusunda üç aylık veriler için TBA yardımıyla elde edilen değişkenlere ilişkin iki model eş-bütünleşme analizine tâbi tutulmuştur. Söz konusu modeller (5.33) ve (5.34)’de gösterildiği gibidir:

$$\{BUY_SA, BANGEL_SA, FINSER_SA, HISSEGEL_SA\} \quad (5.33)$$

$$\{BUY_SA, BANGEL_SA, FINSER_SA\} \quad (5.34)$$

Eş-bütünleşme analizleri, ilgili bölümde açıklandığı üzere, VAR modellerine dayalıdır. En uygun ve anlamlı eş-bütünleşme ilişkisinin tespiti için öncelikle durağan olmayan seriler seviyelerinde VAR analizine tâbi tutularak hem tanısıl istatistikler değerlendirilmekte hem de uygun gecikme seviyesi tespit edilmektedir. Her bir model setinin uygun gecikme seviyesi belirlenirken eş-bütünleşme ile teorik kısımda belirtilen kriterler kullanılacaktır. Çalışmanın ekonometrik analizlerinde eş-bütünleşme analizi belli bir sıra ile uygulanacaktır. Söz konusu aşamalar aşağıda gösterildiği gibidir ve Ek 1’de yer alan tabloların sütunları belirtilen sıralamaya göre oluşturulmuştur.

1- Uygun gecikme uzunluğunun tespiti: Aynı seviyede durağan serilerin seviyelerinde kurulan VAR modeli için Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion-AIC), Schwartz Kriteri (Schwartz Criterion-SC), Hannan-Quinn Kriteri (Hannan-Quinn Criterion-HQ), Son Tahmin Hatası (Final Prediction Error-FPE), Logaritmik Olasılık Oranı (Loglikelihood-LR) gibi kıstaslar kullanılacaktır. Uygun gecikme seviyesinin belirlenmesinde gecikme aralığı yıllık veriler söz konusu olduğunda dört, üç aylık veriler için yedi olarak alınmıştır. Belirtilen analizlere ilişkin istatistiki sonuçlar yer kaplamaması için verilmemiş; ancak, Ek 1’de yer alan tabloların ikinci sütununda uygun gecikme uzunlukları ilgili istatistikler çerçevesinde belirtilmiştir.

2- Ardışık bağıntının tespiti: Eş-bütünleşme analizlerinin en uygun gecikme uzunluğunda yapılması, daha önce de bahsedildiği üzere ardışık bağıntı testlerine bağlıdır. Belirlenen uygun gecikme uzunluklarında VAR modellerinin ardışık bağıntıya sahip olup olmadığı Lagrange çarpanı (L-M) oto-korelasyon testi ile araştırılacaktır. Yıllık frekansta veri aralığının 35 gözlem olması hata terimlerinin ardışık bağıntıya sahip olma ihtimalini artırdığı için, bu test ayrıca önem taşımaktadır. Her bir model için uygulanan ardışık bağıntı testlerinin sonuçları Ek 1 ve Ek 2’de yer alan tabloların üçüncü sütununda sunulmuştur.

3- Sabit varyansın tespiti: İkinci aşamadan geçen modeller için belirlenen uygun gecikme uzunluğunda verilerin seviyesinde kurulan VAR modelinin hata terimlerine ilişkin sabit varyansın tespiti White testine göre yapılacaktır.

4- Eş-bütünleşmenin tespiti: İki ve üç numaralı aşamalardan geçen modellerde eş-bütünleşme ilişkisinin iz ve en-büyük öz-değer istatistiklerine göre eş-bütünleşmenin

varlığı araştırılacaktır. Eş-bütünleşme analizlerinde doğrusal-sabitli-trendsiz ve doğrusal-sabitli-trendli model tipleri dikkate alınacaktır. Belirtilen iki model tipinden hangisinin değerlendirileceği ise, Pantula ilkesi ile belirlenecektir. Ayrıca, gecikme uzunluğuna ilişkin farklı kriterlere göre eş-bütünleşme ilişkisinin tespiti halinde tutumluluk prensibi gereği en düşük gecikmeye sahip model esas alınacaktır.

5- HDM Katsayısına ilişkin testler: Eş-bütünleşme analizleri sonrasında ortaya çıkan HDM katsayısının negatifliği ve istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı bu aşamada değerlendirilecektir.

Normalleştirmenin doğru olup olmadığının tespiti: Bu işlem eş-bütünleşme vektörü üzerine olasılık oran testine dayalı zayıf dışsallık testi ile uygulanmıştır.

7- Değişken Katsayılarının anlamlılığının tespiti: Beş numaralı testten geçen model için VHDM dâhilinde olasılık oran testi ile katsayıların istatistiki anlamlılıkları test edilecektir.

8- Nedensellik ilişkilerinin tespiti: Beş ve altı numaralı aşamaların ardından eş-bütünleşme ilişkisi tespit edilen modeller için Wald testi yardımıyla VHDM'ye bağlı Granger nedensellik ilişkisi araştırılacaktır

9- VAR analizinin uygulanması: Dört numaralı testten geçemeyen ve üç aylık frekansa sahip modeller için VAR analizinin uygulanacaktır. Yıllık veriler için söz konusu testin uygulanmama nedeni ise, gözlem sayısının düşük olmasıdır.

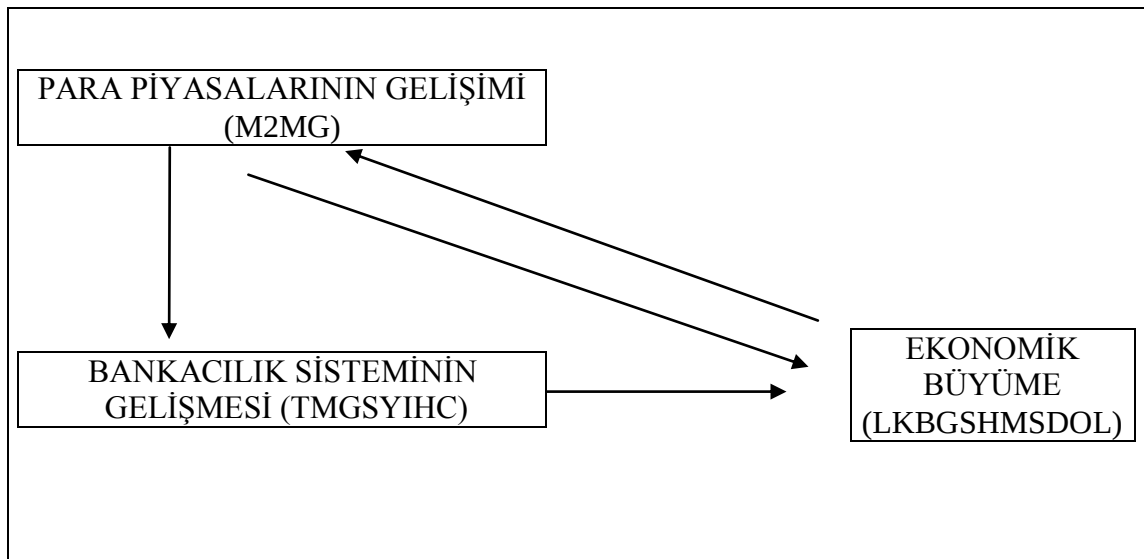
V.4.4.2. Yıllık Frekanstaki Verilere İlişkin Modellerin Analiz Sonuçları

Ek 1'deki tablolardan görüleceği üzere yıllık verilere uygulanan testler sonucunda eş-bütünleşme ilişkisinin anlamlı şekilde tespit edildiği dört model mevcuttur. Bunlardan ilki, ekonomik büyüme ile para piyasalarının ve bankacılık sisteminin ilişkilendirildiği Ek 1'de yer alan 1 numaralı modeldir. (5.35) numaralı denklemde uzun dönemli ilişkiyi göstermesi için normalleştirilen bu modelin istatistiki sonuçları Ek 3'de sunulmuştur.

$$LKBGSMHSDOL = 7,24 - 1,11M2MG + 0,61TMGSYIHC + 0,01(trend) \quad (5.35)$$

Ek 3'den görüleceği üzere ilgili modele ilişkin bir iz ve en büyük öz-değer istatistiğine göre bir eş-bütünleşik vektör tespit edilmiştir. Sabit ve trendin olduğu bu modelde normalleştirme işleminin ardından uzun dönemde para piyasalarının gelişimini gösteren

M2MG değişkeninin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği; bankacılık sisteminin gelişimini gösteren TMGSYIHC değişkeninin ise, ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği görülmektedir. Katsayılar M2MG'deki 1 birimlik artışın KBGSMHDOL değişkeninde %1,11 azalmaya yol açtığını; TMGSYIHC değişkenindeki 1 birimlik artışın ise, KBGSHMDOL değişkenini %0,61 artırdığını göstermektedir. Ek 3'deki sonuçlardan görüleceği üzere, HDM katsayısının negatif ve istatistiki olarak anlamlı çıkması herhangi bir şok sonrasında LKBGSMHDOL'daki değişmelerin M2MG ve TMGSYIHC tarafından düzeltildiğini ve bunun da 1 yıla çok yakın bir sürede ($1/0,99=1,01$) gerçekleştiğini göstermektedir. Yine, Ek 3'deki olasılık oran testlerine göre, %5 anlamlılık düzeyinde M2MG'nin ve TMGSYIHC'nin zayıf dışsal olduğu; normalleştirme işleminin yapıldığı LKBGSMSDOL değişkeninin zayıf dışsal olmadığı görülmektedir. Başka bir deyişle, zayıf dışsallık testlerinin sonucunda normalleştirmenin doğru yapıldığı bulgusu oluşmaktadır. Ayrıca, modeldeki uzun dönem katsayıları %5 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Wald testine dayalı Granger nedensellik analizinin sonuçları ise, Şekil (5.2)'de gösterildiği gibidir. Şekilden görüleceği üzere, kısa dönemde para piyasalarındaki gelişme ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir ilişki söz konusu iken; bankacılık sisteminin gelişmesi ekonomik büyümeyi tek yönlü olarak etkilemektedir.

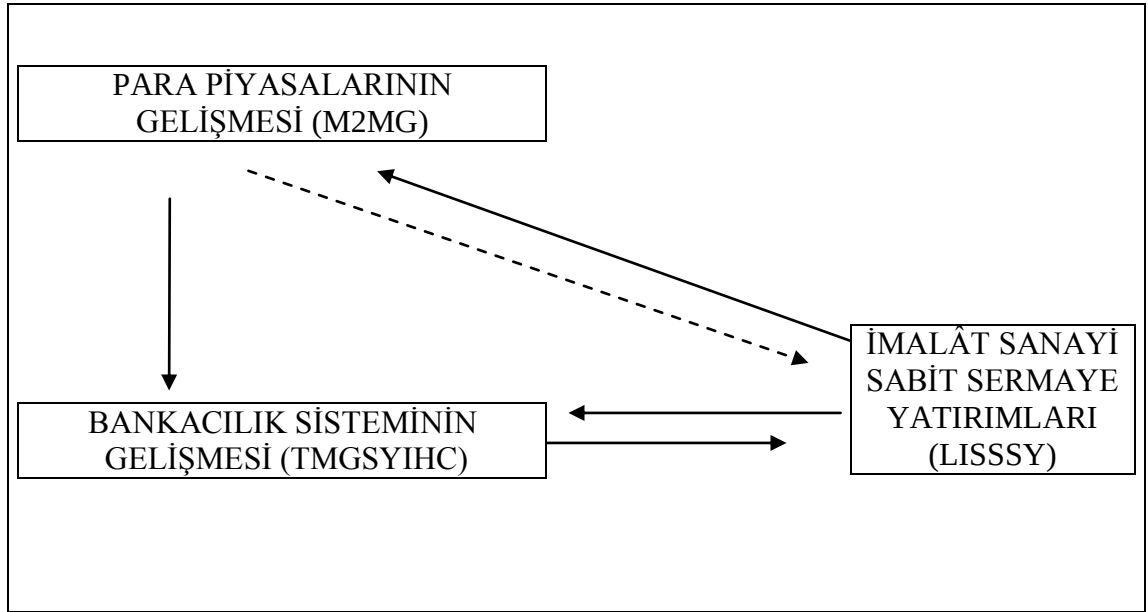


Şekil 5.2: $\{LKBGSMHSDOL, M2MG, TMGSYIHC\}$ Modeline İlişkin VHDM'ye Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları

Finans-büyüme ilişkisine dair eş-bütünleşme tespit edilen diğer bir model ise, Ek 1’de yer alan ve imalât sanayi sabit sermaye yatırımlarının logaritmasının (LISSSY) M2MG ve TMGSYIHC değişkenleri ile ilişkilendirildiği 5 numaralı modeldir. Modelin istatistiki sonuçları Ek 4’de sunulmuş ve normalleştirme işlemleri ile (5.36) numaralı denklem elde edilmiştir.

$$LISSSY = 14,61 - 0,065M2MG + 0,07TMGSYIHC + 0,0004(trend) \quad (5.36)$$

Ek 4’den görüleceği üzere ilgili modele ilişkin bir iz ve en büyük öz-değer istatistiğine göre bir eş-bütünleşik vektör tespit edilmiştir. Sabit ve trendin olduğu bu modelde normalleştirme işleminin ardından uzun dönemde para piyasalarının gelişimini gösteren M2MG değişkeninin (5.36) numaralı modelde olduğu gibi imalât sanayi sabit sermaye yatırımlarını olumsuz etkilediği; bankacılık sisteminin gelişimini gösteren TMGSYIHC değişkeninin ise, sabit sermaye yatırımlarını olumlu etkilediği görülmektedir. Katsayılar, M2MG’deki 1 birimlik artışın ISSSY değişkeninde %0,065 azalmaya yol açtığını; TMGSYIHC değişkenindeki 1 birimlik artışın ise, ISSSY değişkenini %0,07 artırdığını göstermektedir. Ek 4’deki sonuçlardan görüleceği üzere, HDM katsayısının negatif ve istatistiki olarak anlamlı çıkması herhangi bir şok sonrasında ISSSY’deki değişmelerin M2MG ve TMGSYIHC tarafından düzeltilindiğini ve bunun da iki yıldan biraz fazla bir sürede ($1/0,44=2,27$) gerçekleştiğini göstermektedir. Yine, Ek 4’deki olasılık oran testlerine göre, %5 anlamlılık düzeyinde M2MG’nin zayıf dışsal olduğu; normalleştirme işleminin yapıldığı LISSSY’nin zayıf dışsal olmadığı, yani normalleştirmenin doğru yapıldığı bulgusu oluşmaktadır. Bunun yanında TMGSYIHC değişkeninin de zayıf dışsal olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Böylesi bir durum, değişkenler arasında çift yönlü bir etkileşim olduğunu ve modelin sistem yaklaşımı ile tahmin edilebileceğini göstermektedir. Ayrıca, modeldeki uzun dönem katsayıları %5 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Ancak, uzun dönem katsayı parametrelerinin düşük değerler alması değişkenler arasındaki ilişkinin zayıf olduğunu da göstermektedir. Bu bulguları destekler nitelikte Wald testine dayalı Granger nedensellik analizinin sonuçları ise, Şekil (5.3)’de gösterildiği gibidir. Şekilden görüleceği üzere kısa dönemde para piyasalarındaki gelişme ve bankacılık sistemindeki gelişme ile imalât sanayi sabit sermaye yatırımları arasında çift yönlü bir ilişki söz konusudur.



Şekil 5.3: $\{LISSY, M2MG, TMGSYIHC\}$ Modeline İlişkin VHDM’ye Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları

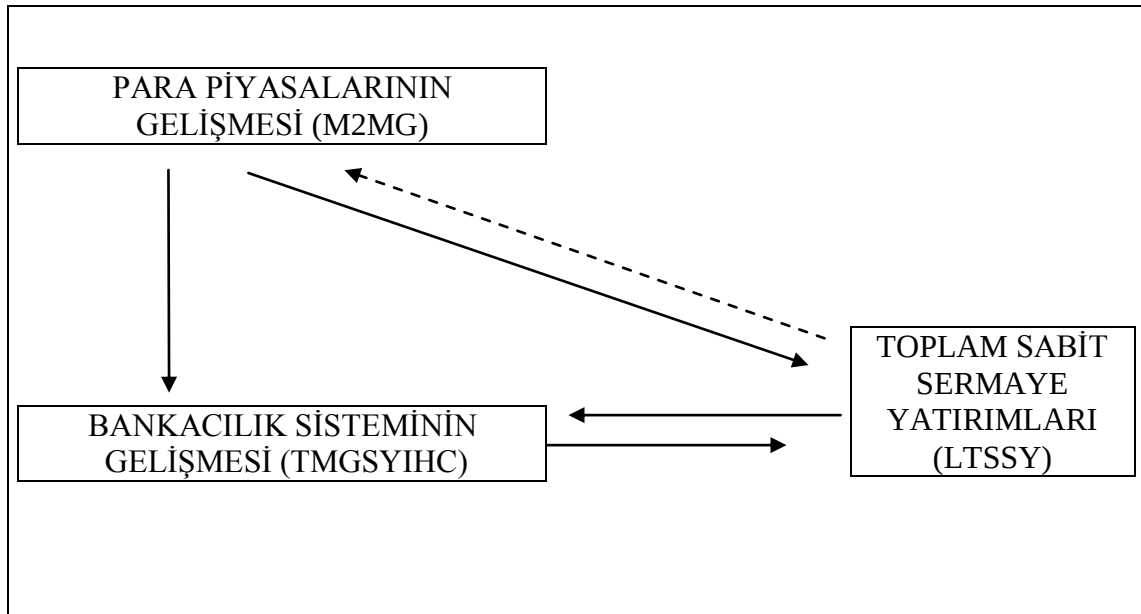
Not: Kesikli ok işaretleri %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde; kesiksiz ok işaretleri %5 istatistiki anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

İstatistiki olarak anlamlı eş-bütünleşme ilişki tespit edilen başka bir model de Ek 1’de yer alan altı numaralı modeldir. Modelin istatistiki sonuçları Ek 5’de sunulmuştur. Bu modelin normalleştirme işlemlerinin sonucu (5.37) numaralı denklemde gösterildiği gibidir.

$$LTSSY = 15,73 - 3,61M2MG + 1,12TMGSYIHC + 0,02(trend) \quad (5.37)$$

Ek 5’den görüleceği üzere ilgili modele ilişkin bir iz ve en büyük öz-değer istatistiğine göre bir eş-bütünleşik vektör tespit edilmiştir. Modelde toplam sabit sermaye yatırımlarının logaritması (LTSSY) ile para piyasalarının gelişimini gösteren M2MG değişkeni arasında negatif; bankacılık sisteminin gelişimini gösteren TMGSYIHC değişkeni ile LTSSY arasında pozitif yönlü ilişki söz konusudur. Belirtilen özellikleri ile bu model (5.43) numaralı denklemde sunulan model ile paralellik göstermektedir. Katsayılardan, M2MG’deki 1 birimlik artışın TSSY değişkeninde %3,61 oranında azalmaya yol açtığı; TMGSYIHC değişkenindeki 1 birimlik artışın ise, TSSY değişkenini %1,12 artırdığı görülmektedir. Ek 5’deki sonuçlardan görüleceği üzere, HDM katsayısının negatif ve istatistiki olarak anlamlı çıkması herhangi bir şok

sonrasında TSSY'deki değişmelerin M2MG ve TMGSYIHC tarafından düzeltildiğini ve bunun da 1 yıla çok yakın bir sürede ($1/1,007=0,99$ yılda) gerçekleştiğini göstermektedir. Yine, Ek 5'deki olasılık oran testlerine göre, %5 anlamlılık düzeyinde M2MG'nin zayıf dışsal olduğu; normalleştirme işleminin yapıldığı LTSSY'nin zayıf dışsal olmadığı; yani, normalleştirmenin doğru yapıldığı bulgusu oluşmaktadır. TMGSYIHC değişkeninin de zayıf dışsal olmaması ise, (5.38) numaralı denkleme benzer şekilde değişkenler arasında çift yönlü bir etkileşim olduğunu ve modelin sistem yaklaşımı ile tahmin edilebileceğini göstermektedir. Ayrıca, modeldeki uzun dönem katsayıları %5 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Wald testine dayalı Granger nedensellik analizinin sonuçları ise, Şekil (5.4)'de gösterildiği gibidir. Şekil (5.4)'den görüleceği üzere para piyasalarının gelişiminden toplam sabit sermaye yatırımları ve bankacılık sisteminin gelişmesi ile toplam sabit sermaye yatırımları arasında çift yönlü bir ilişki söz konusudur.



Şekil 5.4: $\{LTSSY, M2MG, TMGSYIHC\}$ Modeline İlişkin VHDM'ye Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları

Not: Kesikli ok işaretleri %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde; kesiksiz ok işaretleri %5 istatistiki anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Ek 1'de görüleceği üzere eş-bütünleşme ilişkisi tespit edilen başka bir model ise, imalat sanayi özel sabit sermaye yatırımlarının (ISSOP) ile hisse senetleri piyasasındaki

gelişmeyi gösteren hisse senetlerinin toplam mali varlıklar içindeki payı (HSTMVP) ve banka parasının GSYİH içindeki payı ile ilişkilendirildiği denklemdir. Modelin istatistiki sonuçları Ek 6'da sunulmuştur. Bu modelin normalleştirme işlemlerinin sonucu (5.38) numaralı denklemde gösterildiği gibidir.

$$ISSSOP = 0,5 - 2,36HSTMVP - 0,5BPGSYIHC \quad (5.38)$$

(5.38) numaralı denkleme göre ISSSOP değişkeni ile hisse senetleri piyasası ve bankacılık kesimi arasında uzun dönemde negatif bir ilişki söz konusudur. Katsayılar HSTMVP'deki 1 birimlik artışın ISSSOP değişkeninde 2,36 birimlik azalmaya; BPGSYIHC değişkenindeki bir birimlik artışın ise, ISSSOP değişkenini 0,5 birim azalmaya neden olduğu görülmektedir. Ek 6'daki sonuçlardan görüleceği üzere, HDM katsayısının negatif ve istatistiki olarak anlamlı çıkması herhangi bir şok sonrasında ISSSOP'deki değişimlerin HSTMVP ve BPGSYIHC tarafından düzeltildiğini ve bunun da 1 yıla çok yakın bir sürede ($1/0,93=1,07$) gerçekleştiğini göstermektedir. Yine, Ek 6'daki olasılık oran testlerine göre, %5 anlamlılık düzeyinde ISSSOP'nin zayıf dışsal olduğu; normalleştirme işleminin yapıldığı HSTMVP ve BPGSYIHC değişkenlerinin zayıf dışsal olmadığı; yani, normalleştirmenin doğru yapıldığı bulgusu oluşmaktadır. Ayrıca, modeldeki ISSSOP'ye ve HSTMVP ye ilişkin uzun dönem katsayıları %5 düzeyinde, BPGSYIHC değişkeni ise %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Wald testine dayalı Granger nedensellik analizinin sonuçları ise, kısa dönemde HSTMVP ve BPGSYIHC değişkenlerinin tek başlarına ISSSOP değişkeninin nedeni olmadığı; ancak, her iki bağımsız değişkenin birlikte bağımlı değişkenin nedeni olduğu ortaya çıkmaktadır.

V.4.4.3. Üç Aylık Frekanstaki Verilere İlişkin Modellerin Analiz Sonuçları

Eş-bütünleşme analizlerine ilişkin literatürde genel olarak serilerin yıllık frekansta olması tavsiye edilmekle birlikte, Türk ekonomisine ilişkin yıllık veriler istatistiki olarak sorun oluşturabilecek denli düşük gözlem sayısına sahiptir. Ayrıca, daha önce de bahsedildiği üzere, finansal serbestleşmeye ve hisse senetleri piyasasına ilişkin değişkenlerin 1980'li yılların sonundan itibaren ölçülmeye başlanması belirtilen sorunu artırmaktadır. Söz konusu nedenlerle finans-büyüme ilişkisinin tespitinde finansal

serbestleşme ile hisse senetleri piyasasına ilişkin değişkenlerin de göz önünde tutulduğu üç aylık frekansta verilerle analiz gerekli olmaktadır.

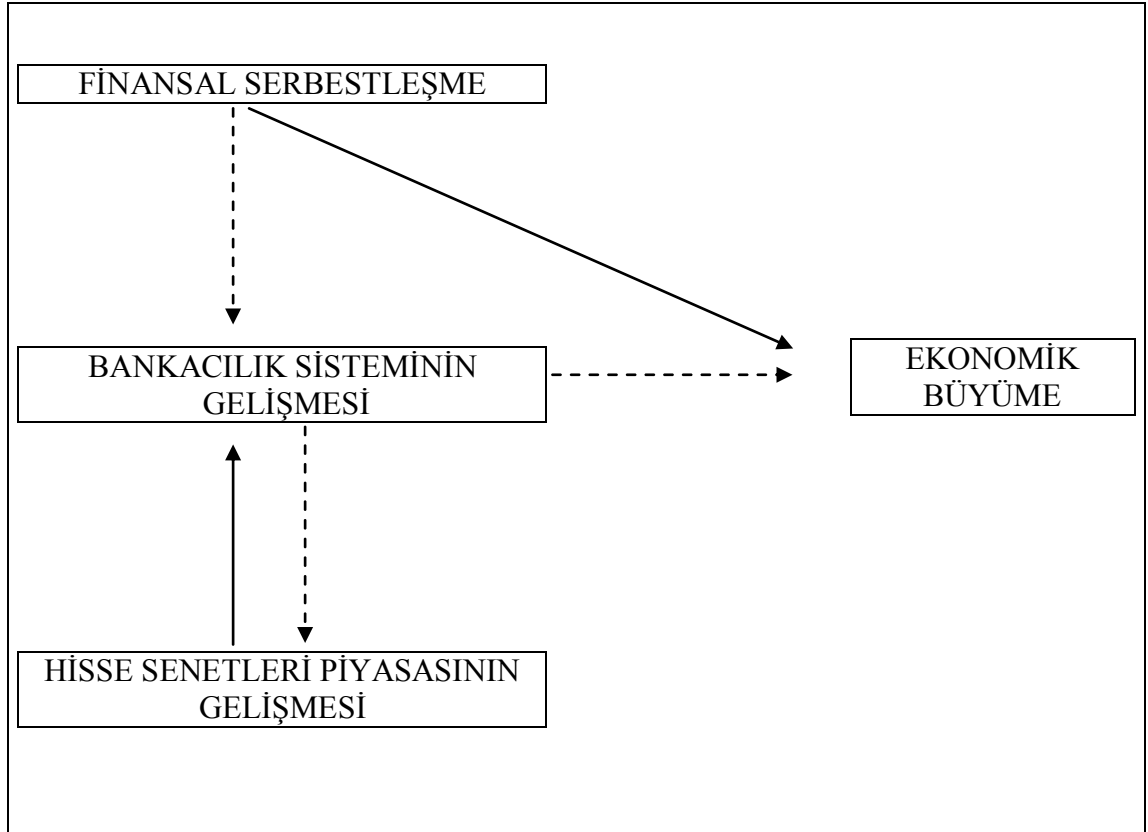
Belirtilenlerin yanı sıra ilgili kısımlardan görüleceği üzere finans-büyüme ilişkisinin tespiti için uygulamalı literatürde farklı nitelikte birçok değişken kullanılmaktadır. Böylesi bir durum ise, uygulama sonuçlarının oldukça farklılaşmasına neden olmaktadır. Finans-büyüme ilişkisine dair son dönemdeki uygulamalı literatür belirtilen sorunu önlemek için finans sistemine ilişkin kavramları en iyi şekilde temsil edecek değişkenleri farklı indeksleme yöntemleri ile elde etmeye ve bu indeksler üzerinden ekonometrik uygulamalar yapmaya yönelmiştir. Bu alt kısımda uygulamalı literatürün geldiği bu nokta göz önüne alınarak önceki kısımlarda açıklanan TBA ile elde edilmiş değişkenlerden hareketle eş-bütünleşme analizleri uygulanarak yorumlanacaktır. Eş-bütünleşme analizleri ile ilgili sürecin sonuçları ise, Ek 2’de sunulmuştur.

Üç aylık frekanstaki veriler için ilk olarak (5.34)’de sunulan dört değişkenli model eş-bütünleşme testine tâbi tutulmuştur. Bu modelde verilerin seviyesinde kurulan VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu sekiz gecikme üzerinden araştırılmış ve SC ve HQ kriterlerine göre bir; LR ve FPE kriterlerine göre üç; AIC kriterine göre sekiz olarak tespit edilmiştir. Oluşan bu bulgular ışığında bir gecikmeden sekiz gecikmeye kadar L-M oto-korelasyon testlerine göre ardışık bağıntı sorunu ortaya çıkmış ve eş-bütünleşme testine geçilememiştir. Bunun yerine, literatürde önerildiği üzere serilerin durağan olan birinci farklarında VAR modeli uygulanmıştır. Söz konusu model (5.39)’daki gibi gösterilebilir.

$$\{\Delta BUY_SA, \Delta BANGEL_SA, \Delta FINSER_SA, \Delta HISSEGEL_SA\} \quad (5.39)$$

(5.39)’da gösterilen model için uygun gecikme uzunluğunun LR, FP ve AIC kriterlerine göre dört; SC ve HQ kriterlerine göre bir olduğu tespit edilmiş ve bu gecikme seviyeleri için L-M oto-korelasyon testleri uygulanmıştır. L-M oto-korelasyon testlerine göre bir gecikmede ardışık bağıntı söz konusu iken dört gecikmede söz konusu değildir. Dört gecikme seviyesi için yapılan White testine göre değişen varyans sorununun olmadığı da görülmüştür. Aynı zamanda kurulan VAR modelinin durağanlığı için AR karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisinde yer aldığı; başka bir

deyişle, sistemin durağan olduğu da görölmüştür. Tüm bu sonuçların ardından Wald testine dayalı Granger nedensellik analiz test sonuçlarına göre nedensellik ilişkileri Şekil (5.5)'de gösterildiğı gibidir. Ayrıca modele ilişkin tanısal istatistikler de Ek 7'de sunulmuştur.



Şekil 5.5: $\{\Delta BUY_SA, \Delta BANGEL_SA, \Delta FINSER_SA, \Delta HISSEGEL_SA\}$ Modeline İlişkin VAR Sisteminde Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları

Not: Kesikli ok işaretleri %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde; kesiksiz ok işaretleri %5 istatistiki anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Şekil (5.5)'den görüleceğı üzere finansal serbestleşmenin %5 istatistiki anlamlılık düzeyinde ve bankacılık sisteminin gelişmesinin %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde ekonomik büyümenin Granger anlamda nedeni oldukları; hisse senetleri piyasasındaki gelişmenin ise, ekonomik büyümeye etkisinin olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca, finansal serbestleşmeden bankacılık sistemindeki gelişmeye doğru tek yönlü; bankacılık sistemindeki gelişme ile hisse senetleri piyasasındaki gelişme arasında da çift yönlü bir ilişki söz konusudur.

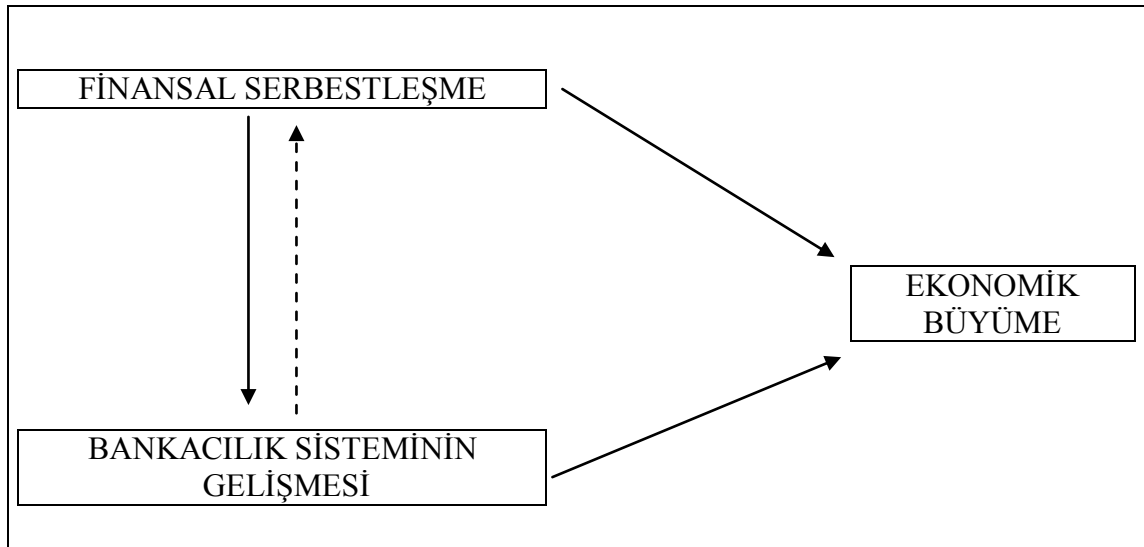
VAR modelinden elde edilen bu sonuçlar nedensellik ilişkilerinin yönünü tespit etmektedir. Ancak, yukarıdaki VAR modeline göre ekonomik büyüme ile hisse senetleri piyasası arasında bir ilişki tespit edilmemiş olması yeni bir modelin eş-bütünleşmeye tâbi tutulmasına işaret etmektedir. Söz konusu model (5.34) numaralı gösterimdeki gibidir.

(5.40) numaralı denklemde sunulan ve ekonomik büyümeye ilişkin temel bileşen ile bankacılık sistemi ve finansal serbestleşmeye ilişkin temel bileşenlerin ilişkilendirildiği modelin eş-bütünleşme analizine ilişkin sonuçları Ek 2’de yer alan iki numaralı modelde gösterilmiştir. Söz konusu model için uygun gecikme uzunluğuna dair testlerden FPE, SC, HQ, AIC kriterleri bir gecikmeye işaret etmektedir. Bir gecikme seviyesinde uygulanan L-M oto-korelasyon testlerine göre ardışık bağıntının varlığı tespit edilmiş ve ardışık bağıntı giderilene kadar gecikme seviyeleri artırılmıştır. Sonuçta üç gecikmede ardışık bağıntı sorunu giderilmiştir. Ayrıca üç gecikmeli VAR modelinde değişen varyans sorununun olmadığı görülmüştür. Ek 2’den de görüleceği üzere üç gecikmeli modelde eş-bütünleşme ilişkisi de tespit edilmiştir. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkiyi gösteren normalleştirilmiş denklem ise, (5.41) numaralı gösterimde sunulduğu gibidir.

$$BUY_SA = 0,04 + 0,53BANGEL_SA + 0,38FINSER_SA \quad (5.40)$$

Ek 8’den görüleceği üzere, ilgili modele ilişkin bir iz ve en büyük öz-değer istatistiğine göre bir eş-bütünleşik vektör tespit edilmiştir. (5.40) numaralı denklemde görüleceği üzere ekonomik büyüme ile bankacılık sistemindeki gelişme ve finansal serbestleşme arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Katsayılardan, uzun dönemde BANGEL_SA değişkenindeki 1 birimlik artışın BUY_SA değişkeninde 0,53 birimlik artışa; FINSER_SA değişkenindeki 1 birimlik artışın ise, BUY_SA değişkeninde 0,38 birimlik artışa yol açtığı görülmektedir. Ek 8’deki sonuçlardan görüleceği üzere, HDM katsayısının negatif ve istatistiki olarak anlamlı çıkması herhangi bir şok sonrasında BUY_SA değişkenindeki değişmelerin BANGEL_SA ve FINSER_SA değişkenleri tarafından düzeltildiğini ve bunun da yaklaşık 38 ayda ($3/0,08=37,5$ ayda) gerçekleştiğini göstermektedir. Yine, Ek 8’deki olasılık oran testlerine göre, %5

anlamlılık düzeyinde $FINSER_SA$ değişkeninin zayıf dışsal olduğu; normalleştirme işleminin yapıldığı BUY_SA değişkeninin zayıf dışsal olmadığı; yani, normalleştirmenin doğru yapıldığı bulgusu oluşmaktadır. Diğer yandan $BANGEL_SA$ değişkeninin de zayıf dışsal olmaması değişkenler arasında çift yönlü bir etkileşim olduğunu ve modelin sistem yaklaşımı ile tahmin edilebileceğini göstermektedir. Ayrıca, modeldeki uzun dönem katsayıları %5 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Wald testine dayalı Granger nedensellik analizinin sonuçları ise, Şekil (5.6)'da gösterildiği gibidir. Şekil (5.6)'dan görüleceği üzere finansal serbestleşmenin ve bankacılık sisteminin gelişmesinin ekonomik büyümenin Granger anlamda nedeni olduğu görülmektedir. Belirtilen nedensellik ilişkisi ise, ekonomik büyümeye doğru tek yönlüdür.



Şekil 5.6: $\{BUY_SA, BANGEL_SA, FINSER_SA\}$ Modeline İlişkin VHDM'ye Dayalı Granger Nedensellik Test Sonuçları

Not: Kesikli ok işaretleri %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde; kesiksiz ok işaretleri %5 istatistiki anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

V.4.5. Bulgular ve Yorumlar

Bu çalışmanın uygulamasında eş-bütünleşme ve VAR analizlerine ilişkin aşamalar takip edilerek farklı modeller test edilmiştir. Uygulama yapılırken dördüncü bölümde sunulan ekonomik büyümeye ve finans sistemine ilişkin değişkenlerin grafiklerinden de

yararlanılmıştır. Kurulan modellerde büyümeye ilişkin değişkenler iki bağlamda ele alınmıştır. Bunlardan ilki, ekonomik büyümeyi toplulaştırılmış düzeyde temsil eden GSMH ve GSYİH değişkenleridir. Belirtilen temel büyüme göstergeleri genel itibarla ve 1980 sonrasında oldukça dalgalı bir seyir göstermiştir ve dalgaların şiddeti ile boyutu 1980’li yıllardan itibaren artmıştır. Bu durumun bir olumsuzluk olarak değerlendirilmesi halinde, 1980 sonrası uygulanan politikaların ekonominin genel performansını da olumsuz etkilediği şüphesi uyanmaktadır. İlgili değişkenlerin başka bir ortak yönü de belirgin trendler göstermeleridir. Değişkenlerin bu tarzda trende sahip olması ekonometrik uygulamada dikkat edilmesi gereken ve metodolojinin türünü etkileyen bir faktördür.

Çalışmanın uygulamasına hazırlık için öncelikle konu ilgili ulusal ve uluslararası seçilmiş çalışmalar temel uygulama kriterleri dikkate alınarak analiz edilmiştir. Uluslararası uygulamalı literatürdeki sonuçlar dikkate alındığında GÜ’lerdeki finans-büyüme ilişkisinin daha net bir şekilde ortaya çıktığı ve genelde de McKinnon-Shaw yaklaşımı ile arz yönlü görüşü destekleyen bulgulara ulaşıldığı görülmektedir. Bu durumun birçok olası nedeni olmakla beraber, GOÜ’ler için ele alınan veri aralığının GOÜ’lerdeki veri aralığına göre daha geniş olması belirtilen sonuçların ortaya çıkmasında etken olabilir. Diğer yandan, GOÜ’leri ele alan çalışmaların bir kısmında ilişki niteliğinin ve yönün belirsiz olması finansal gelişmeye ilişkin değişkenlerin temsil güçlerinin zayıf olmasıyla da açıklanabilir.

Seçilen büyüme ve finans değişkenlerinin ekonometrik analizine geçilmiştir. Ekonometrik analizlerde sahte regresyon ilişkisini önlemek için bütün değişkenlere GDF ve P-P birim kök (durağanlık) testleri serilerin kendi seviyelerinde olduğu gibi logaritmik ve oran seviyelerinde de uygulanmıştır. Durağanlık testlerine göre, birçok değişkenin seviyesinde durağan olmadığı; genellikle de birinci farklarında durağanlaştığı görülmüştür. Ancak, bazı değişkenler itibariyle GDF ve P-P durağanlık test sonuçları itibariyle çelişkili sonuçlar vermiştir. Örneğin GDF testine göre birinci farkında durağan kabul edilen bir değişkenin P-P testine göre durağan olmadığı görülmüştür. Bu çelişkiler ilgili serilerin yapısal kırılmaya sahip oldukları intibasını vermektedir. Belirtilen nedenle daha sonraki çalışmalarda bu çelişkiler göz önünde tutularak yapısal kırılmaları da ele alan birim kök testlerinin uygulanması uygun bir

yaklaşım olacaktır. Birim kök testlerinin belirtilen sonuçları altında analiz için eş-bütünleşme modellerinin uygun olduğu anlaşılmıştır. Nitekim, eş-bütünleşme testleri seviyesinde durağan olmayan değişkenler için veri ve bilgi kaybına yol açmamakta; değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkileri ortaya çıkarabilmekte ve politika uygulamaları için öneriler getirilebilmesine olanak sağlamaktadır. Eş-bütünleşme analizlerinde belirlenen bir strateji çerçevesinde model setleri oluşturulmuş ve model setleri içerisinde eş-bütünleşme ilişkisi tespit edilenler normalleştirme işlemleri ile değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler tespit edilmiştir. Normalleştirme işlemlerinin ardından kısa dönemli nedensellik ilişkilerini tespit etmek için hata düzeltme modelleri ve bunlara bağlı nedensellik analizleri uygulanmıştır.

Eş-bütünleşme ilişkileri çerçevesinde aralarında uzun dönem ilişkisi olduğu düşünülen ilk değişken üçlüsü toplulaştırılmış düzeyde ekonomik büyümeyi temsil eden “sabit fiyatlarla GSMH”, literatürde finansal gelişmenin (veya derinleşmenin) bir ölçütü olarak sıklıkla kullanılan “M2 para arzının milli gelire oranı” ve bankacılık sistemindeki gelişmeleri görmek için “toplam mevduatların GSMH içindeki payı” şeklindedir. Bu değişkenler arasında uzun dönemli ve anlamlı bir ilişki bulunmuş ve sabit fiyatlarla GSMH’ye göre yapılan normalleştirme sonucunda ekonomik büyüme ile finansal gelişme göstergesi olan “M2 para arzının milli gelire oranı” arasında ters yönlü bir ilişki; “toplam mevduatların GSMH içindeki payı” arasında da pozitif bir ilişki görülmüştür. Belirtilen negatif yönlü ilişkinin sebebi 1980’li yıllardan sonra para arzındaki dengesiz artışların enflasyon yoluyla büyümeyi olumsuz etkilemesi olabilir. Esasında, söz konusu değişkenin tek başına finansal gelişmenin göstergesi olarak ele alınması da belirtilen açıdan doğru olmayabilir. Elde edilen HDM katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Bu durum bağımlı değişkendeki şokların bağımsız değişkenler vasıtasıyla düzeltildiğini göstermektedir. Eş-bütünleşme analizlerinin devamında uygulanan VHDM’ye dayalı Granger nedensellik/blok dışsallık sınamalarında ise, “M2 para arzının milli gelire oranı” ve GSMH arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı görülmüştür. Ancak, literatürde sıklıkla kullanılan ve finansal gelişmenin temel göstergelerinden biri olduğu iddia edilen bu değişkenin Türk ekonomisi gibi emisyon hacminin yıllar itibarıyla aşırı artabildiği ülkelerde temkinle ele alınmasını gerektirmektedir. Değişkenin temkinle ele alınmasında başka bir sebep de, mevduatlardaki artışın ekonominin reel üretken kesimi yerine kamu bütçe açıklarını

finanse etmede kullanılması olabilir. Diğer taraftan, toplam mevduatların GSYİH'ye oranı ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve tek yönlü ilişkinin varlığı, bankacılık kesimindeki gelişmenin ekonomik büyüme açısından gerekli olduğu sonucuna ulaştırmaktadır. Tüm yorumlar ve bulgular ışığında model sonuçlarının “McKinnon-Shaw” ve “arz yönlü” yaklaşımların ileri sürdüğü görüşlerle tutarlı olduğu söylenebilir.

Finans-büyüme ilişkisinin tespitinde GSYİH ve GSMH değişkenlerinin de temkinle kullanılması gerekmektedir. Nitekim, her iki değişkenin ekonomik büyümeyi tam manası ile temsil etmesi ekonominin tam istihdamda işlemesi ve kaynakların etkin kullanıldığı varsayımı altında gerçekleşir. Zira, GSMH ve GSYİH değişkenlerinin seyrini reel büyüme (yani, üretim kapasitesinin artması) yanında tam istihdam ve etkinlik de belirlemektedir. Tam istihdamın ve üretim faktörlerinin etkin kullanımın geçerli olmaması finans sistemi ile reel ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin tespitini güçleştirmektedir. Bu nedenle Ek 1’de de yer alan modellerden görüleceği üzere ekonomik büyümenin üretken kapasitedeki artışlar olduğu varsayımı ile sermaye birikimine ilişkin değişkenler de bağımlı değişken olarak alınmıştır. Modellerin bu şekilde belirlenmesinin başka bir nedeni de, özellikle McKinnon-Shaw hipotezi taraftarlarının sanayi sektörünün finans sistemine yönelik serbestleşme ve gelişme politikalarından olumlu etkileneceği yönündeki görüşleridir. Bu tip modellerde de eş-bütünleşme ilişkileri tespit edilmiştir. Bunlardan imalat sanayi sabit sermaye yatırımları ve toplam sabit sermaye yatırımları ile M2 para arzının ve toplam mevduatların ilişkilendirildiği modele göre kısa dönemde çift yönlü nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. Ayrıca, bu modelin sonuçları da uzun dönemde büyüme ile bankacılık sisteminin gelişmesi arasında pozitif; büyüme ile para piyasalarının gelişmesi arasında negatif ilişkiyi göstermiştir. Belirtilen sonuçları itibarıyla bu model bağımlı değişken olarak GSMH’nin kullanıldığı model ile paralellik göstermektedir. Başka bir deyişle, belirtilen modellerde ortaya çıkan genel sonuç bankacılık sistemindeki gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği; ancak, finansal gelişmenin M2 para arzına göre ölçülmesi halinde ilişkinin negatif olduğu yönündedir.

Ek 1’de yer alan modeller için anlamlı eş-bütünleşme ilişkisinin tespit edildiği son model imalat sanayi sabit sermaye yatırımları ile hisse senedi piyasaları ve bankacılık sektörünün ilişkilendirildiği modeldir. Bu modelde uzun dönemde finans sistemindeki

gelişme ile ekonomik büyüme arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Bu modelin belirtilen sonuçları daha önceki modellerle farklılık göstermektedir.

Uygulamalı literatürün ilgili analizlerinde de görüleceği üzere finans-büyüme ilişkisinin niteliği ve yönü ele alınan değişkenler itibarıyla farklılaşmaktadır. Başka bir deyişle, finans sistemindeki gelişmeyi ve serbestleşmeyi temsil ettiği iddia edilen oldukça fazla sayıdaki değişkenin varlığı, bulgu ve sonuçların da farklılaşmasına yol açmaktadır. Bu durum hem ulusal hem uluslararası çalışmalarda ve bu çalışmanın yıllık frekanstaki analizinde ortaya çıkmıştır. Uluslararası uygulamalı literatürde belirtilen sorunun çözümü için finansal gelişmenin ve finansal serbestleşmenin istatistiki yöntemlerle veya sübjektif ağırlıklar verilerek indeksler oluşturulmakta ve analizler bu indeksler ile yapılmaktadır. Bu çalışmada da TBA kullanılarak ekonomik büyümeye, finansal gelişmeye, finansal serbestleşmeye ve hisse senetleri piyasasının gelişmesine ilişkin bileşenler elde edilmiştir. TBA, gözlem sayısının yetersizliği ve daha önce belirtilen diğer sorunlar nedeniyle yıllık frekanstaki verilere uygulanamamış; ancak, üç aylık frekanstaki verilere uygulanabilmiştir.

Belirtilen dört kavram için elde edilen bileşenler istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermiştir. Söz konusu dört değişken için eş-bütünleşme analizleri öncesinde uygulanan tanısal istatistiki kontroller gereği eş-bütünleşme testlerine geçilememiştir. Bunun üzerine literatürde önerildiği üzere söz konusu dört değişken VAR analizine tâbi tutulmuştur. VAR analizlerine göre, ilgili değişkenlerden finansal serbestleşmenin ve bankacılık sistemindeki gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği; ancak, hisse senedi piyasasındaki gelişmenin ekonomik büyüme ile ilişkili olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

İlgili değişkenler için uygulanan VAR modelinin sonuçlarından hareketle finansal serbestleşmenin, bankacılık sistemindeki gelişmenin ve ekonomik büyümenin ilişkilendirildiği yeni bir eş-bütünleşme modeli tahmin edilmiştir. Analiz sonucunda belirtilen değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca, net bir şekilde hem finansal serbestleşmenin hem de bankacılık sistemindeki gelişmenin uzun dönemde ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Granger nedensellik analizlerine göre de, finansal gelişmeye ve serbestleşmeye ilişkin

bileşenlerin ekonomik büyümeyi tek yönlü olarak etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır. Başka bir deyişle, M-S yaklaşımının ve arz yönlü görüşün iddiaları doğrulanmıştır.

Analiz sonuçlarına göre, finans-büyüme ilişkisinin tespitinde birçok değişkenin ele alındığı indekslerin kullanılması halinde ekonometrik sonuçların da daha net olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Nitekim, uygulamalı literatürde finansal gelişmenin bir ölçütü olarak kullanılan M2 para arzının GSYİH'ye oranı yıllık verilerde ekonomik büyüme ile ters yönlü ilişki içerisinde olması bu durum destekler niteliktedir. Ayrıca, finans-büyüme ilişkisinde dikkat edilmesi gereken başka bir husus da, değişkenler arasındaki karşılıklı etkileşimler ve nedensellik ilişkileridir. Nitekim, hem yıllık verilerde hem de üç aylık verilerde genel olarak finans sistemindeki alt piyasaların birbirleri ile karşılıklı etkileşim içerisinde olduğu uygulama sonuçlarından görülmektedir. Bu durumun politik sonucu ise, finansal gelişmenin hem banka temelli hem de piyasa temelli olarak gerçekleştirilme gereğidir. Yani, politika yapıcı finans sisteminin bir bütün halinde gelişmesini sağlar ve bunu da finansal serbestleşme ile gerçekleştirirse bu politikaların ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkileri daha güçlü olacaktır.

Uygulamanın başka bir bulgusu da, ele alınan ölçütler itibariyle hisse senetleri piyasasındaki gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisi ile ilgidir. Yıllık frekanstaki veriler için hisse senetleri piyasasının ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği; üç aylık frekanstaki veriler için de hisse senetleri piyasasındaki gelişmenin ekonomik büyümeyle ilişkisi olmadığı sonucuna varılmıştır. Esasında hisse senetleri piyasasının gelişmesinin ekonomik büyümeyi olumlu etkilemesi hem teorik yaklaşımlarda hem de finansal serbestleşmeden beklenenler açısından önem arz etmektedir. Her iki değişken arasında ilişki bulunamaması veya negatif ilişki bulunması Türkiye'de hisse senetleri piyasasının kendinden beklenen işlevleri yerine getiremediği sonucuna ulaştırmaktadır. Nitekim, ilgili literatürde Türkiye'de hisse senetleri piyasasının gerek asimetrik bilgiden gerekse içeriden bilgi manipülasyonlarından kaynaklanan sorunlardan yeterince etkin olmadığı iddia edilmektedir. Bu nedenle politika yapıcının ilgili sorunları giderecek düzenlemeleri uygulayarak bu piyasanın ekonomik büyümeye destek olmasını sağlaması gerekmektedir.

Çalışmanın giriş kısmında ileri sürülen “1980 sonrası bankacılık sisteminin gelişmesi ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir” şeklinde ifade edilen hipotez hem yıllık frekanstaki hem de üç aylık frekanstaki veriler için kabul edilmiştir. Diğer taraftan, “1980 sonrası hisse senetleri piyasasının gelişmesi ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir” hipotezi de hem yıllık frekanstaki hem de üç aylık frekanstaki veriler için ret edilmiştir. Son olarak “1980 sonrası uygulanan finansal serbestleşmeye yönelik politikalar Türk ekonomisinde büyüme açısından olumsuz bir etkendir” hipotezi sadece üç aylık frekanstaki veriler için sınanabilmiş ve analiz sonuçlarına göre bu hipotez ret edilmiştir.

Son olarak değişkenler arasında uzun dönemli ilişkilerin varlığı, finansal serbestleşmeyi ve finansal gelişmeyi destekleyen politikaların ekonomik büyüme açısından etkili olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan, VHDM’ye dayalı nedensellik analizlerinde bazı durumlarda talep yönlü görüşün iddialarını da destekleyecek bulgular ulaşılsa da, genel olarak arz yönlü yaklaşımın görüşlerini doğrulayan bulgular elde edilmiştir. Ayrıca, yıllık verilere ilişkin birçok modelde eş-bütünleşme ilişkisinin tespit edilememesi ise, seçilen değişkenler arasında ilişki olmadığı yönünde bir kanı uyandırmaktadır. Daha sonraki çalışmalarda eş-bütünleşme ilişkisinin tespit Türk ekonomisinde finans-büyüme ilişkisinin mevcudiyetini ve yönünü daha net bir şekilde ortaya çıkarabilir.

SONUÇ

Bir ekonominin finans sistemi ve reel kesimi arasındaki ilişkilerin ne yönde ve hangi derecede geliştiği, iktisat politikası uygulamaları için son derece önemlidir. Nitekim, sanayi sektöründeki sermaye birikiminde, tarım sektöründeki üretimin sürekliliğinde ve bilgi sektöründeki yeniliklerin finanse edilmesinde “gelişmiş”, “etkin”, “sağlam” ve “güçlü” bir finans sisteminin ihdası önem arz etmektedir. Finans sisteminin belirtilen önemi nedeniyle iktisadî kalkınma ve büyüme konusunda geri kalmış bir ülkenin finans sistemini de geliştirmeye ve istikrarlı bir yapı kazandırmaya yönelik politikalar uygulaması gerekmektedir.

Finans-büyüme ilişkisine dair teorik tartışmaların başlangıcı 19. yüzyıla kadar dayanmaktadır. Özellikle, sanayi devriminin sonuçları ekonomilerde fon akımlarını yönetecek bir finans sistemini gerekli kılmıştır. Nitekim, sanayi devrimi ile artan gelir tasarruf haddini de yükseltmiş; tasarrufların) yönetilmesi için güvenilir ve uzman araçların yer aldığı bir finans sistemine olan ihtiyaç da artmıştır. Zaten, bir ekonominin büyüme dinamiğini yakalaması ile birlikte finans sistemi de belirgin bir büyüme dinamiğini yakalamaktadır. Böylesi bir durum, finans sisteminin bir büyüme kaynağı olduğu yönünde görüşler oluşturmuş; belirtilen dinamiğin hangi derecede gerçekleştiği ise, iktisat teorisinin önemli konularından biri haline gelmiştir.

Finans sistemi, reel sektörden önemli ölçüde farklı bir işleyişe ve yapıya sahiptir. Nitekim, finans sisteminde çoğu zaman reel sektördeki gibi rekabetçi bir yapı oluşmamakta; bu yüzden, düzenleme, denetleme ve müdahale genellikle zorunlu olmaktadır. Başka bir deyişle, neo-klasik iktisadın varsayımlarının finans piyasalarında reel piyasalara göre daha geçersiz olması muhtemeldir ve bu durum kamu müdahalesini gerekli kılabilir. Finans sisteminin belirtilen özellikleri dikkate alındığında,

Keynesyen ve neo-klasik içerikli yaklaşımların finans-büyüme ilişkisine dair hipotezleri farklılık arz etmiştir. Özellikle, neo-klasik üretim fonksiyonuna ve bu teorinin varsayımlarına dayanan büyüme modellerinde finans sisteminin piyasa koşullarında işlemesi dolaylı bir büyüme kaynağı olarak görülmektedir. Nitekim, Solow modelinde hem koşullu yakınsamanın gerçekleşmesinde hem de Solow artığı dâhilindeki teknolojik gelişmenin sağlanmasında finans sistemi önem arz etmektedir. Benzer şekilde, İBM’de dikkate alınan büyüme kaynakları dâhilinde finans sistemi modellerde dikkate alınmaktadır. Bu modellerin genel sonucu ise, gelişmiş ve serbestleşmiş bir finans sisteminin ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır.

Neo-klasik iktisadın ekonomik büyümede finans sistemine yönelik atfettiği öneme Keynesyen teorilerde temkinli bir bakış söz konusudur. Nitekim, Keynesyen iktisadın çıkış noktası neo-klasik iktisatta ileri sürülen varsayımların geçerli olmaması ve piyasa aksaklıklarının varlığıdır. Ayrıca, geleneksel Keynesyen teoride neo-klasik iktisadın tasarruflar ve yatırımlar ile faiz oranları arasında kurduğu ilişkinin yetersiz olduğu; yatırımların temel belirleyicisinin müteşebbislerin geleceğe dönük talep tahminleri olduğu ve bu tahminlerin de hayvani güdülerle yapıldığı ileri sürülmektedir. Öte yandan, teoride tasarrufların büyük ölçüde gelirin fonksiyonu olduğu iddia edilmektedir. Bu koşullar altında, finans sisteminin ekonomik büyümenin ardından gelişeceği yönünde bir fikir oluşmaktadır. Büyük Buhran’ın ardından finans sistemine yönelik baskı politikalarının teorik temelleri de Keynesyen yaklaşımın belirtilen iddialarıdır. Nitekim, finansal baskı politikalarının temel amacı, reel faiz oranlarının düşük tutularak yatırımcı beklentilerini ve dolayısıyla yatırımları artırmak; ekonomik büyümeyi hızlandırarak bireylerin gelir düzeylerini yükseltmek ve sonrasında tasarrufları artırmak yönünde olmuştur. Bu surette, artan tasarruflar ekonomideki fon hacmini artıracak; artan fon hacmi de finans sisteminin gelişmesini sağlayacaktır. Ayrıca, finans sisteminin dışı kapanık bir şekilde işlemesi de finansal baskı politikalarının finansal istikrara yönelik unsurudur. Belirtilen mekanizmanın 1970’li yıllara kadar işlediği ve büyümenin altın yılları olarak tanımlanan bir dönemin yaşandığı ileri sürülebilir.

1970’li yıllarda yaşanan stagflasyon krizinin ardından yaşanan uluslararası borç krizi büyük ölçüde neo-klasik iktisadın varsayımlarına dayanan M-S yaklaşımının finansal baskı aleyhindeki ve finansal serbestleşme lehindeki görüşlerinin ön plana çıkmasını

sağlamıştır. Gerçekten de, 1970’li yılların ardından gerek GOÜ’lerde gerekse GÜ’lerde finansal serbestleşme politikaları ulusal ve uluslararası düzeyde uygulanmıştır. Her ne kadar uluslararası borç krizi dışa dönük finansal serbestleşme politikaları ile aşılsa da, finans sisteminden kaynaklanan krizlerin 1980’li yılların ardından sayı ve şiddet açısından arttığı görülmüştür. Yaşanan finansal krizlerin sebepleri açısından da teorik literatürde yine iki ayrı yaklaşım söz konusu olmuştur. Bunlardan ilki, çağdaş Keynesyen teorilerdir ve bu teoride finansal krizler için bir piyasa aksaklığı olan asimetrik bilgiye dayalı neden-sonuç ilişkileri kurulmakta ve finans sisteminde etkin bir denetim ve düzenlemenin kamu politikaları ile yürütülmesi savunulmaktadır. Teoriye göre, dışa dönük finansal serbestleşme politikaları bir yandan bulaşma ve yayılma etkilerini artırmakta; diğer yandan da, devletin finans sistemi üzerindeki politik etkinliğini azaltmaktadır. Bu nedenle finans sistemindeki herhangi bir olumsuzluk kamu politikalarının çözüm alanı dışında kalmakta ve finansal krizlerin ortaya çıkma sıklığını ve bunların şiddetini artırmaktadır. Neo-klasik teoriyi temel alan yaklaşımlar ise, yaşanan krizlerin esasında bir yaratıcı yıkım olduğunu ve bu krizlerin finans sisteminin daha iyi bir şekilde işlemesine vesile olacağını iddia etmektedirler. Bu noktada finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme ilişkisinin kısa ve uzun dönemli etkilerinin ayrıştırılmasını sağlayacak bir ekonometrik yöntemin kullanılması, finansal krizler hakkında belirtilen görüşlerin araştırılması anlamına gelmektedir.

Yukarıda belirtilenlerin diğer bir anlamı da finans sistemine uygulanan politikaların dünya ekonomisindeki konjonktüre bağımlı olduğudur. Nitekim, finans sisteminde 1980’li yıllara kadar Keynesyen yaklaşım çerçevesinde finansal baskı politikaları uygulanmış; bankacılık sektöründe kamu ağırlıklı bir yapı görülmüş; finans sisteminin genişlemesine çok fazla izin verilmemiş; reel faiz oranları bilinçli bir şekilde negatif düzeylerde tutulmuş; kredi tayinlamaları uygulanmış ve sistem dışa kapalı bir şekilde işlemiştir. Ancak, 1970’li yıllardaki dünya konjonktürünün etkileri ile 1980’li yıllardan itibaren reel sektörde olduğu gibi finans sistemine yönelik politikalarda da önemli dönüşümler gerçekleştirilmiştir. Belirtilen dönüşümlerin ortak yönü ise, bunların rekabeti esas alan ve serbestleşme içerikli politik uygulamalar olmasıdır. Başka bir deyişle, 1980’li yılların ardından Türk finans sistemine M-S yaklaşımının önerileri doğrultusunda politikalar uygulanmıştır. Bu uygulamalardan beklenenler ise, ekonominin dış dünya ile bütünleşmesi ve dış kaynaklardan daha fazla yararlanılması;

reel faiz oranlarının yükseltilerek hem tasarruf haddinin hem de verimli yatırımların artması ve ekonomik büyümenin belirtilen mekanizmalarla hızlanması olmuştur. Ancak, Türk ekonomisinde dönemler itibariyle 1980 sonrasında istikrar ve hız konusunda büyüme performansının kötüleştiği de görülmektedir. Ayrıca, finans sisteminin dışa dönük serbestleşmesine yönelik politikaların daha yoğun bir şekilde uygulandığı 1990'lı yılların ardından iki önemli finansal krizin yaşanması da, M-S yaklaşımının belirtilen politikalarına yönelik güveni sarsmıştır. Bu noktada belirtilen sürecin bir uyum dönemi olup olmadığı; söz konusu politikaların kısa dönemde olumsuzluklara yol açsa da uzun dönemde büyüme performansını iyileştirip iyileştirmediği de uygulamalı olarak değerlendirilmelidir. Bu çalışmanın uygulamasında da belirtilen değerlendirmeyi yapmak amaçlanmaktadır.

Uygulamalı literatürde GOÜ'ler için finans sistemi ile ekonomik performans arasındaki ilişkilerin niteliği ve yönü oldukça tartışmalıdır. Tartışmanın kaynağı ise, teorik yaklaşımlardaki, kullanılan finansal gelişme ve serbestleşme göstergelerindeki, ele alınan dönemlerdeki ve hatta uygulanan ekonometrik yöntemlerdeki farklılık olabilir. Belirtilenler göz önünde tutularak bu çalışmanın uygulama kısmında konu ile ilgili ulusal ve uluslararası literatürde kullanılan yöntemler ve değişkenler ortaya konulmuş; böylece, kullanılacak yöntemin ve değişkenlerin belirlenmesine çalışılmıştır. Çalışmanın uygulama kısmında öncelikle literatürde sıkça kullanılan finansal gelişme ve serbestleşme göstergeleri ile literatürde çok fazla kullanılmayan; ancak, finansal gelişme ve serbestleşme göstergesi olabileceği düşünülen değişkenler dikkate alınmıştır. Bu değişkenlerin analizleri için gerekli istatistiki dönüşümler yapıldıktan sonra birim kök testleri uygulanmıştır. Uygulanan birim kök testlerinde de değişkenlerin çok büyük bir kısmının seviyelerinde durağan olmamaları; ancak, birinci farklarında durağanlaşmaları eş-bütünleşme analizlerinin uygulanma gereğini doğurmuştur.

Çalışmadaki eş-bütünleşme analizleri, farklı değişkenler, farklı frekanslar ve farklı nitelikte modeller ile uygulanmıştır. Böylesi bir stratejiden beklenen fayda, model belirleniminin en uygun şekilde ortaya çıkarılması ve ilgili literatürde belirtilen mekanizmaların bir arada görülebilmesidir. Nitekim, uygulama kısmında model belirlenimi daha iyi yapıldıkça, ortaya çıkan sonuçların istatistiki anlamlılığı ve teoride belirtilen görüşler ile tutarlılığı artmıştır.

Çalışmanın uygulama kısmında üç aylık ve yıllık frekansta veriler ile uygulama yürütülmüştür. Yıllık frekansta veriler için yapılan analizlerde finansal gelişmeye (özellikle de bankacılık sistemi ile hisse senetleri piyasasındaki gelişmeye) ilişkin değişkenler kullanılmıştır. Yıllık frekanstaki veriler için farklı modeller için uygulanan testlere göre az sayıda eş-bütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Böylesi bir durumun nedeni, verilerin yetersiz gözlem sayısına sahip olmasıyla veya ilgili değişkenlerin finansal gelişmeyi temsil etme gücünün düşük olması ile açıklanabilir. Yıllık frekanstaki veriler için tespit edilen eş-bütünleşme ilişkilerinde genel olarak bankacılık sistemindeki gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği; hisse senetleri piyasasındaki gelişmenin ise, olumsuz etkilediği bulgusu oluşmuştur.

Uygulamanın ikinci kısmında finansal serbestleşmeyi de modellere dâhil etmek ve gözlem sayısını artırmak için üç aylık frekanstaki veriler kullanılarak analizler yapılmıştır. Ayrıca, finans-büyüme ilişkisine dair uygulamalı literatürdeki bulgu ve sonuç farklılıklarının ekonomik büyümeye, finansal gelişmeye ve serbestleşmeye ilişkin kullanılan değişkenlerin yeterli temsil gücüne sahip olmadığı varsayımı ile üç aylık frekanstaki verilere TBA uygulanmış ve elde edilen bileşenlerin ilgili kavramları temsil etme gücü artırılmaya çalışılmıştır. Bu analizde iki model test edilmiştir ve bankacılık sistemindeki gelişme, hisse senetleri piyasasındaki gelişme ve finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin eş-bütünleşme analizi dâhilinde araştırıldığı ilk model tanısal istatistikler açısından sonuç vermemiştir. Bunun üzerine ilgili değişkenler için VAR analizi uygulanmış; sonuçta, finansal serbestleşmeden ve bankacılık sistemindeki gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olduğu tespit edilmiştir. Üç aylık frekanstaki veriler için uygulanan ikinci modelde bankacılık sistemindeki gelişme ve finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki eş-bütünleşme analizi çerçevesinde araştırılmış; analiz sonucunda değişkenler arasında eş-bütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Normalleştirme işlemlerine göre finansal serbestleşme ve bankacılık sisteminin gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Başka bir deyişle, hem finansal serbestleşmenin hem de bankacılık sistemindeki gelişmenin uzun dönemde ekonomik büyümeyi hızlandıran etkenler olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, nedensellik testlerine göre belirtilen iki değişkenin kendi aralarında çift yönlü nedensellik; bu iki

değişkenden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Eş-bütünleşme ilişkisi tespit edilen modellerde ise, finans-büyüme ilişkisinin niteliği genel anlamda McKinnon-Shaw yaklaşımını ve arz yönlü görüşü desteklemektedir.

Uygulama kısmında oluşan bulgulara göre “1980 sonrası bankacılık sisteminin gelişmesi ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir” şeklinde ifade edilen hipotez hem yıllık frekanstaki hem de üç aylık frekanstaki veriler için kabul edilmiştir. “1980 sonrası hisse senetleri piyasasının gelişmesi ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir” hipotezi de hem yıllık frekanstaki hem de üç aylık frekanstaki veriler için ret edilmiş; “1980 sonrası uygulanan finansal serbestleşmeye yönelik politikalar Türk ekonomisinde büyüme açısından olumsuz bir etkidir” hipotezi ren edilmiştir.

1980 sonrasında Türk ekonomisinde uygulanan serbestleşme içerikli politikalar gerek finans sisteminde gerekse ekonominin genelinde kısa dönemli olumsuzluklara yol açabilmiştir. Bu olumsuzluklar finans sistemindeki krizlerle ortaya çıkmıştır. Ancak, çalışmanın bulgularına göre belirtilen politikaların uzun dönemde olumlu etkilerinin olduğu görülmektedir. Bu noktada finansal krizlerin sistemde bir uyarı mekanizması oluşturduğu; yani, finans sisteminin etkinsizliğini ortaya çıkardığını söylemek mümkündür. Uygulamada ortaya çıkan sonuçlar çerçevesinde politika yapıcının finans sistemini geliştirmeye ve sistemin serbest piyasa koşullarında çalışmasını sağlamaya yönelik politikaları uygularken, kısa dönemde oluşabilecek olumsuzlukları da doğru politikalarla yönetmesi gerekmektedir. Belirtilen sorunun aşılmasında politika yapıcının tercihi ise, ılımlı finansal kısıtlama politikaları olmalıdır. Nitekim, ılımlı finansal kısıtlama politikaları ile esasında finans sisteminin daha iyi koşullarda işleyeceği bir ortamın tesis edilmesi ve asimetrik bilgidен kaynaklanan sorunların engellenmesi amaçlanmaktadır. Bu politika, genel olarak finansal denetleme ve düzenleme stratejileri ile uygulanmaktadır. Zaten, Türk ekonomisinde finansal düzenlemelerin ve denetlemelerin önemi yaşanan krizlerden sonra ve ağır maliyetlerle anlaşılmıştır. Finans sisteminin kamu yararına çalışabilmesi, sistemin kamu tarafından konulan kurallar çerçevesinde etkin bir izleme, düzenleme ve denetleme ile işlemesine bağlıdır.

Diğer taraftan, finansal serbestleşmeyi ve gelişmeyi sağlayacak politikaların yanı sıra kamu finansmanının olağan gelirlere dayandığı ve iç borçlanma politikalarının son derece disiplinli olduğu bir kamu maliyesi finans sisteminin etkinliğini artıracaktır. Zira, daha önce de belirtildiği üzere, 1980’li yıllardan sonra finans sistemi yüksek getiriler ile bütçe açıklarını finanse etmiş ve politika yapımcılar finansal gelişmeyi hoyrat ve popülist iktisat politikalarının rahat finansman olanağı olarak algılamışlardır. Finans sisteminin kendinden beklenen işlevleri yerine getirmesi Türk ekonomisi için ilk olarak kamu malî disiplininin de sıkı bir şekilde sağlanmasına bağlıdır.

Belirtilenlerin yanı sıra hisse senetleri piyasasındaki gelişmenin yıllık frekanstaki verilerde ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilemesi; üç aylık frekanstaki verilerde de ekonomik büyümeyi etkilememesi politika uygulamaları açısından önemlidir. Bu durumun nedeni, her ne kadar 1980 sonrasında önemli sorunlar yaşansa da bankacılık kesiminde daha deneyimli bir işleyişin varlığı olabilir. Diğer taraftan, hisse senetleri piyasasına ilişkin değişkenlerin ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkileri (veya ekonomik büyüme ile ilişkisiz olması) bu kesimdeki ihtiyatsızlık veya az gelişmişlik olabilir. Nitekim, literatürde Türkiye’deki hisse senetleri piyasasının az gelişmişliğine, bu piyasaların manipülasyonlara ve spekülasyonlara açık olmasına; piyasadaki asimetrik bilgi ve içerden bilgi gibi sorunların varlığına dikkat çekilmektedir. Bu nedenle, hisse senetleri piyasasında gelişme gerçekleşene kadar daha ihtiyatlı ve müdahaleci politikalar uygulanması; bankacılık kesiminde de daha serbestleşme içerikli ve piyasa yanlısı politikalar uygulanması doğru olabilir.

Çalışmada oluşan önemli sonuçlardan biri de finans sistemindeki kurumların birbirlerini etkilemesi ile ilgilidir. Nitekim, üç aylık frekanstaki verilere uygulanan VAR analizleri sonucunda bankacılık sistemindeki gelişme ile hisse senetleri piyasasındaki gelişme arasında karşılıklı bir etkileşim olduğu tespit edilmiştir. Böylesi bir durumun iktisat politikası açısından anlamı politika yapıcının bir bütün halinde finans sisteminin gelişmesine yönelik politikalar uygulaması gereğidir.

Finans-büyüme ilişkisinde daha sonra yapılacak çalışmalar, finansal serbestleşmenin ve finansal gelişmenin iktisadi konjonktüre etkisini de ölçmelidir. Nitekim, Türk ekonomisi için GSMH ve GSYİH’nin temel alındığı konjonktür göstergelerine göre

1980 sonrasında dalgaların şiddeti ve boyu önemli ölçüde artmıştır. Daha sonra uygun metodoloji ile yapılacak çalışmaların söz konusu konjonktür hareketlerini açıklaması için finans sistemine ilişkin değişkenlerin ele alınması uygun bir yaklaşım olacaktır. Ayrıca, Türk ekonomisi için de, veri aralığının yıllar itibariyle çok geniş olmaması, değişkenler ve yöntemler itibariyle farklılaşan nedensellik ilişkisinin sebebi olabilir. Böylesi bir durumda, veri aralığının arttığı önümüzdeki yıllarda konunun incelenmeye devam edilmesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

Kitaplar ve Tezler

- Aktan, Coşkun Can (1994). Çağdaş Liberal Düşüncede Politik İktisat, TAKAV Matbaası, Ankara.
- Aksoy, Tamer (1998). Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslararası Bankacılık (Sistematik ve Analitik Bir Yaklaşım), Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- Al-Tammam, Mohammed (2005). Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Cases of Kuwait, Oman and Saudi Arabia, Doktora Tezi, Colorado State University, İnternet Adresi: <http://www.proquest.co.uk/en-UK>, Erişim Tarihi: (21.08.2007).
- Asteriou, Dimitrios; Stephen G. Hall (2007). Applied Econometrics, Palgrave Macmillan, New York.
- Asomoah, Senanu Y. (2003). Essays on Institutional Development, Financial Development and Economic Growth, Doktora Tezi, Binghamton University, New York.
- Bagehot, Walter (1962). Lombard Street. Homewood, IL: Richard D. Irwin, [1873].
- Bailey, Roy E. (2005). The Economics of Financial Markets, Cambridge University Press, New York.
- Barro, Robert J. (1999). Xavier Sala-i-Martin; Economic Growth, McGraw-Hill, New York.
- Bilgin, Cevat (2007). Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye Örneği, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

- Cameron, Rondo (1967). *Banking in the Early Stages of Development*, Oxford University Press, New York.
- Chancellor, E. (1999). *Devil Take the Hindmost. A History of Financial Speculation*, Farrar, Traus and Giroux, New York.
- Cole, David; Yung Chul Park (1983). *Financial Development in Korea 1945-1978*, Mass: Harvard University Press.
- Cole D. C.; H. S. Scot; P. A. Wellons (1995), *Asian Money Market*, Oxford University Press, Oxford.
- Çemrek, Fatih (2006). *Elektrik Enerjisi Sektöründe Eşbütünleşme Analizi*, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Doktora Tezi, Eskişehir.
- Davidson, Paul (2002). *Financial Markets, Money, and the Real World*, Edward Elgar Publishing, Northampton, Mass., İnternet Adresi: <http://books.google.com>, Erişim Tarihi: (08.07.2006).
- Davidson, Russell; James G. MacKinnon (1999). *Econometric Theory and Methods*, Oxford University Press, New York.
- Enders, Walter (1995). *Applied Econometric Time Series*, John Wiley& Sons, Inc, New York.
- Erdem, Ekrem (2008). *Para ve Banka ve Finansal Sistem*, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara.
- Erdem, Ekrem; Ömer Şanhoğlu; M. Fatih İlgün (2009). *Türkiye’de Hükümetlerin Makro Ekonomik Performansı (1950-2007)*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Eroğlu, Ömer; Mesut Albeni (2002). *Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye*, Bilim Kitabevi Yayınları, Isparta.
- Favero, Carlo A. (2001). *Applied Macroeconometrics*, Oxford University Press, Oxford.
- Fry, Maxwell J. (1988). *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Gerschenkron, Alexander (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective - A Book of Essays*, Harvard University Press, Cambridge.
- Goldsmith, Raymon W. (1969). *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic Econometrics, Fourth Edition*, The McGraw–Hill Companies, New York.
- Gupta, Kanhaya L. (1984). *Finance and Economic Growth in Developing*

- Countries, Croom Helm, London.
- Gurley John G.; Edward S. Shaw (1972). Money in a Theory of Finance, The Brookings Institution, Washington, D.C..
- Günel, Mehmet (2001). Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları, İMKB Yayınları, Ankara.
- Harris, Richard I. D. (1995). Using Cointegration Analysis in Econometric Modelling, Prentice Hall, New Jersey.
- Heij; Christiaan; Paul de Boer; Philip Hans Franses; Teun Kloek; Herman K. van Dijk (2004). Econometric Methods with Applications in Business and Economics, Oxford University Press Inc., New York.
- Heijdra, Ben J.; Frederick van der Ploeg (2002). The Foundations of Modern Macroeconomics, Oxford University Press Inc., New York.
- Hicks, John A. (1969). Theory of Economic History, Clarendon Press, Oxford.
- Johnston, Jack; John Dinardo (1997). Econometric Methods, 4th ed., McGraw-Hill, New York.
- Jones, Charles, L. (2001). İktisadi Büyümeye Giriş, çev. Sanlı Ateş ve İsmail Tuncer, Literatür Yayınları 1. Basım, İstanbul.
- Kadılar, Cem (2000). Uygulamalı Çok Değişkenli Zaman Serileri Analizi, Bizim Büro Basımevi, Ankara.
- Kansu, Aydan (2004). Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri, Derin Yayınları, İstanbul.
- Karlı, Muharrem (1989). Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, Kırıl Matbaası, İstanbul.
- Karluk, Rıdvan (1999). Türkiye Ekonomisi (Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim, Beta Yayınları, İstanbul.
- Kindleberger, C. P.; Manias, Panics, and Crashes. (1978). A History of Financial Crises, Macmillan, London.
- Lee, Byungyoon (2000). Essays on Financial Development and Economic Growth, Doktora Tezi, University of Wisconsin, Madison.
- Lehman, Ann; Norm O'Rourke; Larry Hatcher; Edward J. Stepanski (2005). JMP for Basic Univariate and Multivariate Statistics: A Step-by-Step Guide, SAS Press, .
- Lipsey, Richard G.; Paul N. Courant; Christopher T. S. Ragan (1999). Economics, Twelfth Edition, Addison-Wesley Publishing Company, Boston.

- Liu, Lin (1998). Financial Development and Economic Growth, University of Kentucky, Doktora Tezi.
- Lütkepohl, Helmut (2005). New Introduction to Multiple Time Series Analysis, Springer, Berlin.
- Maddala, G. S. (1988). Introduction to Econometrics, Macmillan Publishing Company, New York.
- Mckinnon, Ronald I. (1973). Money and Capital in Economic Development, Brokings Institution, Washington D. C..
- Mckinnon, Ronald I. (1991). The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Mishkin, Frederic S. (2004). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Seventh Edition, The Addison-Wesley Series in Economics, Boston.
- Mishkin, Frederic S. (2006). The Next Great Globalization : How Disadvantaged Nations can Harness Their Financial Systems to Get Rich, Princeton University Press, New Jersey.
- Nakip, Mahir (2003). Pazarlama Araştırmaları: Teknikler ve (SPSS Destekli) Uygulamalar, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Öçal, Tezel (1999). Ö. Faruk Çolak; Finansal Sistem ve Bankalar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Özaktaş, Fatma Davarcıoğlu (2007). Sürekli Bütçe Açıklarından Enflasyona: Türkiye Üzerine Uygulamalı Bir Çalışma, Doktora Tezi, Ankara.
- Parasız, İlker (1998). Modern Para Teorisi, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Parasız, İlker (2003). Ekonomik Büyüme Teorileri, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Paya, M. Merih (1998). Para Teorisi ve Para Politikası, Filiz Kitabevi, 2. Baskı, İstanbul.
- Raykov, Tenko; George A. Marcoulides (2008). An Introduction to Applied Multivariate Analysis, Routledge Taylor & Francis Group, New York.
- Robinson, Joan (1952). The Rate of Interest and Other Essays", Macmillan, London, Macmillan, London.
- Romer, David (2006). Advanced Macroeconomics, Third Edition, The McGraw-Hill Companies, New York.

- Rutherford, Donald (2002). *Routledge Dictionary of Economics*, Second Edition, Taylor & Francis Group, New York.
- Salvatore, Dominick; Derrick Reagle (2002). *Theory and Problems of Statistics and Econometrics*, Schaum's Outline Series, McGraw-Hill, Second Edition, New York.
- Savaş, Vural Fuat (1999). *İktisatın Tarihi, Siyasal Kitabevi*, 3. Baskı, Ankara.
- Schumpeter, Joseph A. (1911). *The Theory of Economic Development*, Reprinted 1969, Oxford University Press, Oxford.
- Sevüktekin, Mustafa; Mehmet Nargeleçekenler (2007). *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi: EViews Uygulamalı, Nobel Yayınları*, 2. Baskı, Ankara
- Seyidoğlu, Halil (1999). *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Güzem Can Yayınları: 16, 2. Baskı, İstanbul.
- Seyidoğlu, Halil (2001). *Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri, Açıklamalı Sözlük*, Geliştirilmiş 2. Baskı, İstanbul.
- Shaw, Edward S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, London.
- Snowdon, Brian; Howard R. Vane (2005). *Modern Macroeconomics Its Origins, Development and Current State*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- Soubbotina, Tatyana P. (2004). *Beyond Economic Growth: An Introduction to Sustainable Development*, Second Edition, The World Bank, Washington, D.C.
- Stiglitz, Joseph E. (2003). *Globalization and its Discontents*, Penguin Books, India.
- Tarı, Recep (2006). *Ekonometri*, 4. Baskı, Avcı Ofset, İstanbul.
- Tabachnick, Barbara G.; Linda S. Fidell (2007). *Using Multivariate Statistics*, Pearson Education Inc., Fifth Edition, New York.
- Taylor, Lance (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Basic Boks, New York.
- Tekeli, İlhan; Selim İlkin (1997). “Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Aşama: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Banknot Matbaası, Ankara.
- Tokgöz, Erdinç (1997). *Türkiyenin İktisadi Gelişme Tarihi, (1914-1997)*, İmaj Yayınevi, 4. Baskı, Ankara.
- Toprak, Metin (1996). *Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler: 1980-1995*, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar: 1, Turhan Kitabevi, Ankara.

- Tunca, Halil (2005). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği: Bir Zaman Serisi Analizi Uygulaması (1992-2003), Yüksek Lisans Tezi, Denizli.
- Uçak, Ayhan (2006). Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi, Doktora Tezi, İstanbul.
- Ünsal, Erdal M. (2000). Makro İktisat, 3. Baskı, İmaj Yayıncılık, Ankara.
- Wai, U. Tun (1972). Financial Intermediaries by Individuals and National Savings in Developing Countries, Praeger Pres, New York.
- World Bank (1998). Global Development Finance: Building Coalitions for Effective Development Finance", The World Bank, Washington D.C..
- World Economic Forum (2008). The Financial Development Report, İnternet Adresi: www.weforum.org/, Erişim Tarihi: (09.08.2009).
- Yülek, Murat A. (2000). "Financial Liberalization and the Real Economy: The Turkish Experience", Capital Market Board of Turkey, Ankara .

Makaleler, Kitap Bölümleri ve Tebliğler

- Abiad, Abdul; Nienke Oomes; Kenichi Ueda (2008). "The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve The Allocation of Capital?", *Journal of Development Economics*, İnternet Adresi: <http://www.sciencedirect.com>, Erişim Tarihi: (11.10.2009).
- Abu-Bader, Suleiman; Aamer S. Abu-Qarn (2008). "Financial Development and Economic Growth: The Egyptian Experience", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 30(5), pp. 887-898.
- Acharya, Debashis; S Amanulla; Sara Joy (2009). "Financial Development and Economic Growth in Indian States: An Examination", *International Research Journal of Finance and Economics*, (24), pp. 117-130.
- Agu, Cletus C.; Jude Okechukwu Chukwu (2008). "Toda and Yamamoto Causality Tests between Bank-Based Financial Deepening and Economic Growth in Nigeria", *European Journal of Social Sciences*, Vol. 7(2), pp. 189-198.
- Agung, F.; J. Ford (1998). "Financial Development, Liberalization and Economic Development in Indonesia 1960-1996: Cointegration and Causality", *University of Birmingham, Department of Economics Discussion Paper*, No.: 98-12. İnternet Adresi: <http://hdl.handle.net/10068/431799>, Erişim Tarihi: (18.03.2008).
- Ahmed, S. M.; M. I. Ansari (1998). "Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience", *Journal of Asian Economics*, Vol. 9(3), pp. 503-517.
- Aizenman, Joshua (2004). "Financial Opening and Development: Evidence and Policy Controversies", *American Economic Review*, Vol. 92(2), pp. 65-70.
- Akçoraoğlu, Alpaslan (2000). "Financial Sector and Economic Growth: An Exogeneity Analysis", *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Cilt 55(1), s. 1-25.
- Akhtar, M. Akbar (1983). "Financial Innovations and Their Implications for Monetary Policy", *BIS Economic Papers*, No. 9, pp. 1-64, İnternet Adresi: <http://www.bis.org/publ/econ9.pdf?noframes=1>, Erişim Tarihi: (07.07.2005).
- Aktaş, Metin (2006). "Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişme Trendi ve Ekonomik Büyüme ile İlişkisi", *Yönetim*, Sayı 55, s. 47-54.
- Akyüz, Yılmaz (2008). Managing Financial Instability In Emerging Markets: A Keynesian Perspective", *Turkish Economic Association Discussion Paper*,

- 2008/4, İnternet Adresi: <http://www.twinside.org.sg/title2/ge/ge12.pdf>, Erişim Tarihi: (09.01.2009).
- Al-Awad, Mouawiya; Nasri Harb (2005). “Financial Development and Economic Growth in the Middle East” *Applied Financial Economics*, Vol. 15(15), pp. 1041–1051.
- Allen, Donald S.; Leonce Ndikumana (1998). “Financial Intermediation and Economic Growth in Southern Africa”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, İnternet Adresi: <http://research.stlouisfed.org/wp/1998/98-004.pdf>, Erişim Tarihi: (12.05.2006).
- Al-Tamimi, Hussein A. Hassan; Mouawiya Al-Awad; Husni Charif (2002). “Finance and Growth: Evidence from Some Arab Countries”, *Journal of Transnational Management Development*, Vol. 7(2), pp. 3-18.
- Altıntaş, Halil; Yücel Ayriçay (2009). “Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987–2007”, 10. *Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu*, İnternet Adresi: <http://iletisim.atauni.edu.tr>, Erişim Tarihi: (07.08.2009).
- Altunç, Ömer Faruk (2008). “Türkiye’de Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedenselliğin Ampirik Bir Analizi”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 3(2), s. 113-127.
- Al-Yousif, Yousif Khalifa (2002). “Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries”, *Review of Financial Economics*, Vol. 11(2), pp. 131-150.
- Ang, James B. (2009). “Research, Technological Change and Financial Liberalization in South Korea”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 32(1), pp.457-468.
- Ang, James B.; Warwick J. McKibbin (2005). “Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia”, *CAMA Working Paper Series*, İnternet Adresi: <http://cama.anu.edu.au>, Erişim Tarihi: (02.10.2007).
- Ansari, M. I. (2002). “Impact of Financial Development, Money and Public Spending on Malaysian National Income: An Econometric Study”, *Journal of Asian Economics*, Vol. 13(1), pp. 72-93.

- Apergis, Nicholas; Ioannis Filippidis; Claire Economidou (2007). "Financial Deepening and Economic Growth Linkages: A Panel Data Analysis", *Review of World Economics*, Vol. 143(1), pp. 179-198.
- Aras, Güler (2002). "Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilginin Rolü", İnternet Adresi: <http://www.ceterisparibus.net/kongre/kocaeli1.htm>, Erişim Tarihi: (03.07.2005).
- Aras, Güler; Alövsat Müslümov (2004). "Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 222, s. 55-65.
- Arestis, Philip; Panicos O. Demetriades (1997). "Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence", *Economic Journal*, Vol. 107(442), pp. 783-799.
- Arestis, Philip; Panicos O. Demetriades; Kul B. Luintel (2001). "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33(1), pp. 16-41.
- Aslan, Özgür; H. Levent Korap (2006). "Türkiye’de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi", *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (İLKE)*, Sayı 17, s. 1-20.
- Aslan, Özgür; İsmail Küçükaksoy (2006). "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı 4, s. 12-28.
- Atamtürk, Burak (2007). "Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 23(2), s. 75-89.
- Athukorala, Prema-Chandra (1998). "Interest Rates, Saving and Investment: Evidence from India", *Oxford Development Studies*, Vol. 26(2), pp. 153-169.
- Atindehou, Roger B.; Jean Pierre Gueyie; Edoh Kossi Amenounve (2005). "Financial Intermediation and Economic Growth: Evidence from Western Africa", *Applied Financial Economics*, Vol. 15(11), pp. 777-790.
- Atje, Raymond; Boyan Jovanovic (1993). "Stocks Markets and Development", *European Economic Review*, Vol 37(2), pp. 632-40.
- Ay, Ahmet; Zeynep Karaçor (2006). "2001 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Krizden Büyümeye Geçiş Üzerine Bir Tartışma", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 16, s. 67-86.

- Aydemir, Oğuzhan (2008). “Hisse Senedi Getirileri ve Reel Sektör Arasındaki İlişki: Ampirik Bir Çalışma”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 10(2), s. 37-55.
- Barro, Robert J. (2001). “Quantity and Quality of Economic Growth”, *Working Papers Central Bank of Chile*, Vol. 168, pp. 1-44, İnternet Adresi: www.bcentral.cl/eng/conferences-seminars/annual-conferences/pdf/barro.pdf, Erişim Tarihi: (25.09.2006).
- Bakırtaş, Tahsin; Sohbet Karbuz (2004). “Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı 215, s. 92-108.
- Başcı, Eşref Savaş; Zeynel Abidin Özdemir; Sibel Atan; Murat Atan (2008). “Türk Bankacılık Sistemindeki Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri (1992.04-2007.3)”, *12. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı*, s. 1-17.
- Batmaz, Nihat; Halil Tunca (2007). “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Bölgesel Belirleyicileri Üzerine Bir Eşbütünleşme Analizi (1992-2003)”, *Osman Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 1 s. 199-204.
- Bayoumi, Tamim A. (1993). “Financial Deregulation and Household Saving”, *Economic Journal*, Vol 103(421), pp. 1432-1443.
- Bayri, Osman; Bülent Güloğlu (2005). “Hisse Senedi ve Yabancı Para Piyasalarının Entegrasyonu: Türkiye, AB ve ABD Örneği”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 234, s.13-34.
- Beck, Thorsten; Ross Levine; Norman Loayza (2000). “Finance and the Sources of Growth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1-2), pp. 261-300.
- Beck, Thorsten; Ross Levine (2004). “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *The American Economic Review*, Vol. 88(3), pp. 537-558.
- Bencivenga, Valerie R.; Bruce D. Smith (1991). “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, *Review of Economics Studies*, Vol 58(2), pp.195-209.
- Bencivenga, Valerie R.; Bruce D. Smith (1993). “Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.17(1-2), pp. 97-122.

- Bencivenga, Valerie R.; Bruce D. Smith; Ross M. Starr (1995). "Transactions Costs, Technological Choice and Endogenous Growth", *Journal of Economic Theory*, Vol. 67(1), pp. 153-177.
- Bencivenga, Valerie R.; Bruce D. Smith; Ross M. Starr (1996). "Equity Markets, Transactions Costs and Capital Accumulation: An Illustration", *World Bank Economic Review*, Vol 10(2), pp. 241-265.
- Benhabib, Jess; Mark M. Spiegel (2000). "The Role of Financial Development in Growth and Investment", *Journal of Economic Literature*, Vol. 5(4), pp. 341-360.
- Berthelemy, Jean-Claude; Aristomene Varoudakis (1996). "Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development", *Oxford Economic Papers*, Vol 48(2), pp. 300-328.
- Berthelemy, Jean-Claude; Aristomene Varoudakis (1995). "Thresholds in Financial Development and Economic Growth", *Manchester School of Economic and Social Studies*, Vol 63(0), pp. 70-84.
- Bolbol, Ali A.; Ayten Fatheldin; Mohammed M. Orman (2005). "Financial Development, Structure, and Economic Growth: The Case of Egypt, 1974-2002", *Research in International Business and Finance*, Vol. 19(1), pp. 171-194.
- Bornemann, Alfred H. (1976). "The Keynesian Paradigm and Economic Policy", *American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 35(2), pp. 125-136.
- Bozkurt, Hilal; Gülten Dursun (2006). "Bilgi ve İletişim Teknolojileri ile Yabancı Doğrudan Yatırım Akımları Arasındaki Etkileşim: Türkiye İçin Kointegrasyon Analizi, 1980-2004", *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, Cilt I-I, I-II (Özel Sayı), s. 37-49.
- Buffie, Edward F. (1984). "Financial Repression, The New Structuralists and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies", *Journal of Development Economics*, Vol. 14(3), pp. 305-322.
- Bulutay, Tuncer (2004). "Kalkınma ve Büyüme", *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı 214, s. 5-91.
- Büyükkakın, Tahir (2007). "Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi?", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 13(1), s. 22-36.
- Calderon, Cesar; Lin Liu (2002). "The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth", *Central Bank of Chile Working Papers*,

- No 184, pp. 1-20, İnternet Adresi: <http://www.bcentral.cl/estudios/documentostrabajo/pdf/dtbc184.pdf>, Erişim Tarihi: (28.07.2005).
- Calderon, Cesar; Lin Liu (2003). "The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, Vol. 72(1), pp. 321– 334.
- Calomiris, W. Charles (1993). "Financial Factors in the Great Depression", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7(2), pp. 61-85.
- Calvo, Guillermo A. (1996). Leonardo Leiderman; Carmen M. Reinhart; "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10(2), pp. 123-139.
- Capasso, Salvatore (2004). "Stock Market Development and Economic Growth: A Matter of Informational Problems", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 18(3), pp. 1-27.
- Chandrasekhar, C. P. (2006), "Financial Liberalization and Macroeconomic Policy in India", i.: *International conference on 'Post Liberalisation Constraints on Macroeconomic Policies'*, January 27-29, 2006, İnternet Adresi: www.networkideas.org/feathm/mar2006/Financial_Liberalization_India.pdf, Erişim Tarihi: (04.08.2008).
- Chakraborty, Shankha; Tridip Ray (2006). "Bank-Based Versus Market-Based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53(2), pp. 329–350.
- Chen, Chien Hsun (2002). "Interest Rates, Savings and Income in the Chinese Economy", *Journal of Economic Studies*, Vol. 29(1), pp. 59-73.
- Chinn, Menzie D.; Hiro Ito (2002). "Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence", *NBER Working Paper Series*, 8967, İnternet Adresi: <http://www.nber.org/papers/w8967>, Erişim Tarihi: (07.07.2005).
- Christopoulos, Dimitris K.; Efthymios G. Tsionas (2004). "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests", *Journal of Development Economics*, Vol. 73(1), pp. 55– 74.
- Cho, Yoon Je (1986). "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning, Equity Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 18(2), pp. 191-199.

- Cho, Yoon Je (1990). "McKinnon-Shaw Versus The Neostructuralists on Financial Liberalization, A Conceptual Note", *World Development*, Vol. 18(3), pp. 477-480.
- Civcir, İrfan (2003). "Dollarization and Its Long-run Determinants in Turkey", *Middle East Economics Series*, İnternet Adresi: www.ecomod.net, Erişim Tarihi: (12.04.2004).
- Coşkun, Nazende Özkaramete (1999). "Türkiye'de Dolarizasyon ve Etkileri 1990-1998", *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı 15, s. 249-255.
- Creane, Susan; Rishi Goyal; A. Mushfiq Mobarak; Randa Sab (2007). "Measuring Financial Development in the Middle East and North Africa: A New Database", *IMF Staff Papers*, Vol. 53(3), pp. 479-511.
- Çetintaş, Hakan; Salih Barışık (2003). "Türkiye'de Bankalar, Sermaye Piyasası ve Ekonomik Büyüme: Koentegrasyon ve Nedensellik Analizi (1989-2000)", *İMKB Dergisi*, Cilt 7(25-26), s. 1-16.
- Çatık, A. Nazif (2006). "Yapısal Kırılma Altında Para Talebinin İstikrarı: Türkiye Örneği", *Ege University Working Papers in Economics*, Working Paper No: 06/11, İnternet Adresi: <http://www.iibf.ege.edu.tr/economics/tartisma>, Erişim Tarihi: (06.09.2008).
- Çavuşoğlu, A. Tarkan (2008). "Türkiye'de Kamu Gelirleri ve Harcamaları Arasındaki İlişki Üzerine Ekonometrik Bir Analiz", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 20, s. 143-160.
- Çıtak, Levent (2007). "Değişen Global Finansal Piyasalar ve Türk Sermaye Piyasasının Geleceğine Dönük Beklentiler", iç. *Türkiye'nin Jeoekonomisi ve Jeopolitikası, - Türkiye Geleceğin Neresinde?*, ed. Nejat Doğan, Ferit Kula, Mehmet Öcal, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Da Rin, Marco; Thomas. Hellmann (2002). "Banks as Catalysts for Industrialization", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11(4), pp. 366-397.
- Das, Dilip K. (2006). "Globalization in the World of Finance: An Analytical History", *Global Economy Journal*, Vol. 6(1), pp. 1-22.
- Deidda, Luca; Bassam Fattouh (2002). "Non-linearity Between Finance and Growth", *Economics Letters*, Vol. 74(3), pp. 339-45.
- De Gregorio, Jose (1996). "Borrowing Constraints, Human Capital Accumulation, and Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 37(1), pp. 49-72.

- De Gregorio, Jose; Pablo E. Guidotti (1995). "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, Vol. 23(3), pp. 433-448.
- De Gregorio, Jose (1998). "Financial Integration, Financial Development and Economic Growth", İnternet Adresi: <http://www.bcentral.cl/>, Erişim Tarihi: (12.06.2007).
- De Melo, Jaime; James Tybout (1986). "The Effects of Financial Liberalization on Savings and Investment in Uruguay", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 34(3), pp. 561-587.
- Delice, Güven; Adem Doğan; A. Meral Uzun (2004). "Finansal Reglasyon ve Piyasa Disiplini", *Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 5(1), s. 101-130.
- Demetriades, Panicos O.; Khaled Hussein (1996). "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries", *Journal of Development Economics*, Vol. 51(2), pp. 387-411.
- Demetriades, Panicos O.; Kul B. Luintel (1996). "Financial Development, Economic Growth and Banking Sector Controls: Evidence from India", *Economic Journal*, Vol. 106(435), pp. 359-374.
- Demetriades, Panicos O.; Kul B. Luintel (2001). "Financial Restraints in the South Korean Miracle", *Journal of Development Economics*, Vol. 64(2), pp. 459-479.
- Demir, Osman; Adem zmc (2003). "İçsel Büyümenin Kaynakları", *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 17(3-4), s. 17-37.
- Demir, Yusuf; Erdoğan ztrk; Mesut Albeni (2007). "Türkiye'de Finansal Piyasalar ile Ekonomik Büyüme İlişkisi", *Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı 13, s. 438-456.
- Demirgüç-Kunt, Aslı; Ross Levine (1995). "Stock Markets, Financial Intermediaries: Stylized Facts", *Policy Research Working Paper*, No. 1462, İnternet Adresi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620513 Erişim Tarihi: (16.09.2007).
- Demirgüç-Kunt, Aslı; Ross Levine (1996). "Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview", *World Bank Economic Review*, Vol. 10(2), pp. 223-239.
- Demirgüç-Kunt, Aslı; Enrica Detraeiache (1998). "Financial Liberalization and Financial Fragility", *Annual Bank Conference on Developeopment Economics*, World Bank. Washington D.C. İnternet Adresi: <http://www-wds.worldbank.org> Erişim Tarihi: (07.11.2008).

- Devereux, Michael B.; Gregor W. Smith (1994). "International Risk Sharing and Economic Growth", *International Economic Review*, Vol. 35(4), pp. 535-550.
- Dickey, David A.; Wayne A. Fuller (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of American Statistical Association*, Vol. 74(366), pp. 427-31.
- Doğan, Harun (2002). "Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği", *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı 190, s. 60-71.
- Dornbusch, Rudi; Alejandro Reynoso (1989). "Financial Factors in Economic Development", *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 79(2), pp. 204-209.
- Dumrul, Cüneyt; Yasemin Timur (2004). "Kayseri'de Bankacılık Sektörünün Yapısı: Bölgesel ve Ulusal Düzeyde Bir Karşılaştırma", *Kayseri Ekonomisi Sempozyumu 2*, s. 155-184.
- Edwards, Sebastian; S. Van Wijnbergen (1986). "The Welfare Effects of Trade and Capital Market Liberalization", *International Economic Review*, Vol. 27(1), pp. 141-148.
- Ekinci, Aykut; Ekrem Gül (2007). "Türkiye'de Yurtiçi Tasarruflar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Uygulamalı Bir Analiz (1960-2004)", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 19, s. 167-184.
- Emek, Uğur (2000). "Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri", *Rekabet Dergisi*, Cilt 1(3), s. 58-83.
- Emsen, Selçuk; M. Kemal Değer; Çağatay Karaköy (2006). "Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkileri: Göreceli Gelişmiş ve Az Gelişmiş Geçiş Ekonomileri Deneyimleri", *Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 16, s. 1-19.
- Engle, Robert F. (1987). Clive William John Granger; "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, Vol. 55(2), pp. 251-276.
- Enisan, Akinlo A.; Akinlo O. Olufisayo (2009). "Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Seven Sub-Sahara African Countries", *Journal of Economics and Business*, Vol. 61(2), pp. 162-171.

- Erdem, Ekrem (2005). “Yeni Klasik ve Reel Konjonktür Yaklaşımlara Göre Paranın Yansızlığı ve Para Politikasının Etkinliği”, *Para Teorisi ve Politikasında Son Gelişmeler Sempozyumu*, TCMB ve Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F., s. 203-233.
- Erim, Neşe; Armağan Türk (2005). “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 10(2), s. 21-45.
- Errunza, Vihang (2001). “Foreign Portfolio Equity Investments, Liberalization, and Economic Development”, *Review of in Economics*, Vol. 9(4), pp. 703-726.
- Eschenbach, Felix (2004). “Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature” *Tinbergen Institute Discussion Paper*, 2004-039/2, İnternet Adresi: <http://www.tinbergen.nl/discussionpapers/04039.pdf>, Erişim Tarihi: (24.10.2008).
- Eser, Kadir (1996). “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, *Hazine Dergisi*, Sayı 1, s. 21-40.
- Evans, Alun Dwyfor; Christopher J. Green; Victor Murinde (2002). “Human Capital and Financial Development in Economic Growth: New Evidence Using the Translog Production Function”, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 7(2), pp. 123-140.
- Feldstein, Martin; Charles Horioka (1980). “Domestic Saving and International Capital Flows”, *Economic Journal*, Vol. 90, pp. 314-329.
- Freitas, Miguel Lebre de (2003). “Revisiting Dollarisation Hysteresis: Evidence from Bolivia, Turkey and Indonesia”, *NIPE Working Papers*, No. 12, İnternet Adresi: <http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers//nipnipewp12-2003.html>, Erişim Tarihi: (12.04.2004).
- Fritz, Richard G. (1984). “Time Series Evidence on the Causal Relationship between Financial Deepening and Economic Development”, *Journal of Economic Development*, Vol. 9(1), pp. 91-112.
- Fry, Maxwell J. (1978). “Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10(4), pp. 464-475.
- Fry, Maxwell J. (1980). “Savings, Investment, Growth and the Cost of Financial Repression”, *World Development*, Vol. 8(4), pp. 317-327.
- Fry, Maxwell J. (1982). “Models of Financially Repressed Developing Economies”, *World Development*, Vol. 10(9), pp. 731-750.

- Fry, Maxwell J. (1997). "In Favour of Financial Liberalization", *The Economic Journal*, Vol. 107(442), pp. 754-770.
- Galbis, Vicente (1977). "Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach", *Journal of Development Studies*, Vol. 13(2), pp. 58-72.
- Galbis, Vicente (1979). "Money, Investment, and Growth in Latin America, 1961-1973", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 27(3), pp. 423-443.
- Galindo, Arturo; Alejandro Micco; Guillermo Ordonez; (2002). "Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence", *Inter American Development Bank*, İnternet Adresi: www.worldbank.org, Erişim Tarihi: (27.07.2005).
- Gamra, Saoussen Ben (2009). "Does Financial Liberalization Matter for Emerging East Asian Economies Growth? Some New Evidence", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 18(3), pp. 392-403.
- Gelb, Alan H. (1989). "Financial Policies, Growth, and Efficiency", *The World Bank Working Papers* No. 202, Washington, D.C., İnternet Adresi: <http://www-wds.worldbank.org>, Erişim Tarihi: (22.10.2007).
- Ghali, Khalifa H. (1999). "Financial Development and Economic Growth: The Tunisian Experience", *Review of Development Economics*, Vol. 3(3), pp. 310-322.
- Ghani, Ejaz (1992). "How Financial Markets Affect Long-Run Growth: A Cross-Country Study", *Policy Research Working Papers*, WPS 843, Washington, D.C.: The World Bank, İnternet Adresi: <http://www-wds.worldbank.org>, Erişim Tarihi: (22.10.2007).
- Ghirmay, Teame (2004). "Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis", *African Development Review*, Vol. 16(3), pp. 415-432.
- Ghosh, Jayati (2005). "The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries", *DESA Working Paper*, No. 4, İnternet Adresi: <http://www.un.org/>, Erişim Tarihi: (14.02.2008).
- Gökdeniz, İsmail; Mahmut Erdoğan; Kahraman Kalyüncü (2003). "Finansal Piyasaların Ekonomik Büyümeye Etkisi ve Türkiye Örneği (1989-2002)", *G.Ü. Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, Sayı 1, s. 1-16.

- Gökten, Soner; Pınar Okan; Emine Öner; Nevzat Aypek (2008). “Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkide Finansal Sistemin Rolü-Kırgızistan Örneği”, *Sosyo-Ekonomi*, Sayı 7(1), s. 117-132.
- Graff, Michael; Alexander Karmann (2006). “What Determines the Finance-Growth Nexus? Empirical Evidence for Threshold Models”, *Journal of Economics*, Vol. 87(2), pp. 127–157.
- Greenwald, Bruce; Joseph E. Stiglitz (1987). “Keynesian, New Keynesian, and New Classical Economics”, *NBER Working Paper Series*, No. 2160, İnternet Adresi: <http://www.nber.org/papers/w2160.pdf>, Erişim Tarihi: (21.11.2008).
- Greenwood, Jeremy; Boyan Jovanovic (1990). “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98(5), pp. 1076-1107.
- Greenwood, Jeremy; Bruce D. Smith (1997). “Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 21(1), pp. 145-181.
- Grossman, Gene; Elhanan Helpman (1991). “Quality Ladders in the Theory of Economic Growth”, *Review of Economic Studies*, Vol. 58(1), pp. 43-61.
- Guiso, Luigi; Tullio Jappelli (2004). Mario Padula ; Marco Pagano; “Financial Market Integration and Economic Growth in the EU”, *Economic Policy*, Vol. 19(40), pp. 523-577.
- Gupta, Kanhaya L. (1986). “Financial Development and Economic Growth in India and South Korea”, *Journal of Economic Development*, Vol. 11(2), pp. 41-62.
- Gupta, Kanhaya L. (1987). “Aggregate Savings, Financial Intermediation and Interest Rate”, *Reivew of Economics and Statistics*, Vol. 69(2), pp. 303-311.
- Gurley, John G.; Edward S. Shaw (1955). “Financial Aspects of Economic Development”, *The American Economic Review*, Vol. 45(4), pp. 515-538.
- Gurley, John G.; Edward S. Shaw (1967). “Financial Structure and Economic Development”, *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 15(3), pp. 257-268.
- Güryay, Erdal; Okan Veli Şafaklı; Behiye Tüzel (2007). “Financial Development and Economic Growth: Evidence from Northern Cyprus”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 8, pp. 57-62.

- Günçavdı, Öner; Michael Bleaney; Andrew McKay (1999). “The Response of Private Investment to Structural Adjustment-A Case Study of Turkey”, *Journal of International Development*, Vol. 11(2), pp. 221-239.
- Günçavdı, Öner; Suat Küçükçiftçi (2002). “Türkiye’de Finansal Liberalleşme Sürecinin Başarımı ve Mali Kesim Üzerine Bir Değerlendirme”, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt 29(1-2), s. 87-107.
- Günçavdı, Öner; Suat Küçükçiftçi (2005). “Financial Reforms and the Decomposition of Economic Growth: An Investigation of the Changing Role of the Financial Sector in Turkey”, *Review of Middle East Economics and Finance*, Vol. 5(1), pp. 59-82.
- Günçavdı, Öner; Suat Küçükçiftçi (2006). “Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları ve İstihdam Etkileri (1973-1998)”, iç. *Ekonomik Büyümenin Dinamikleri ve İstihdam: Kaynaklar ve Etkiler*, Ed. Bilin Neyaptı, ss. 197-230, İmaj Yayınevi, Ankara.
- Habibullah, Muzafar Shah; Yoke-Kee Eng (2006). “Does Financial Development Cause Economic Growth? A Panel Data Dynamic Analysis for the Asian Developing Countries”, *Journal of the Asia Pacific Economy*, Vol. 11(4), pp. 377–393.
- Haggard, Stephan; Sylvia Maxfield (1996). “The Political Economy of Financial Internationalization in the Developing World”, *International Organization*, Vol. 50(1), pp. 35-68.
- Hansson, Pontus; Lars Jonung (1997). “Finance and Economic Growth”, *Working Paper Series in Economics and Finance, Stockholm School of Economics*, No. 176, İnternet Adresi: <http://scholar.google.com.tr>, Erişim Tarihi: (09.11.2008).
- Hao, Chen (2006). “Development of Financial Intermediation and Economic Growth: The Chinese Experience”, *China Economic Review*, Vol. 17(4), pp. 347–362
- Harris, Richard D. F. (1997). “Stock Markets and Development: A Reassessment”, *European Economic Review*, Vol. 41(1), pp. 139-46.
- Harrison, Paul; Oren Susman; Joseph Zeira (1999). “Finance and Growth: Theory and Evidence”, Board of Governors of the Federal Reserve System”, *Finance and Economics Discussion Series*, 1999/35, İnternet Adresi: <http://papers.ssrn.com> Erişim Tarihi: (21.07.2005).
- Hatiboğlu, Zeyyat (2000). “Büyümenin Kaynakları Yönteminin Türkiye'deki Gözlemlerinden Esinlenen Bir Eleştirisi”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Sayı 1,

- İnternet Adresi: www1.dogus.edu.tr/dogustru/journal/sayi_1/m00010.pdf, Erişim Tarihi: (21.07.2005).
- Hellmann, Thomas F.; Kevin C. Murdock; Joseph E. Stiglitz (2000). “Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough”, *The American Economic Review*, Vol. 90(1), pp. 147-165.
- Holmstrom, Bengt; Jean Tirole (1993). “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, Vol. 101(4), pp. 678-709.
- Hondroyannis, George; Sarantis Lolos; Evangelia Papapetrou (2005). “Financial Markets and Economic Growth in Greece, 1986–1999”, *International Financial Markets, Inst. and Money*, Vol. 15(2), pp. 173–188.
- Huang, Yongfu (2005). “What Determines Financial Development?”, *Bristol Economics Discussion Paper*, No. 05/580, İnternet Adresi: <http://papers.ssrn.com>, Erişim Tarihi: (16.09.2007).
- Işık, Sayım; Harun Doğan; Cem Kadılar (2005). “Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: Mckinnon Tamamlayıcılık Hipotezi’nin Türkiye için Testi”, *İktisat İşletme ve Finans*, Sayı 233, s. 37-51.
- Ito, Hiro (2006). “Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization”, *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 17(3), pp. 303–327
- İsmihan, Mustafa; Kıvılcım Metin Özcan (2006). “Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları: 1960-2004”, *İktisat İşletme ve Finans*, Sayı 241, s. 74-86.
- Jalilian, Hossein; Colin Kirkpatrick (2002). “Financial Development and Poverty Reduction in Developing Countries”, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 7(2), pp. 97-108.
- Jayaratne, Jith; Philip E. Strahan (1996). “The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111(3), pp. 639-670.
- Johansen, Sore; Katarina Juselius (1990). “Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to the Demand for Money”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 52(2), pp. 169–209.
- Johansen, Soren (1988). “Statistical Analysis of Co-Integrating Vectors”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12(2-3), pp. 231-254.

- Johnston, R. Barry; Natalia T. Tamirisa (1998). "Why do Countries Use Capital Controls?", *IMF Working Paper*, WP/98/181, Washington, D.C.: IMF, İnternet Adresi: <http://papers.ssrn.com>, Erişim Tarihi: (16.09.2007).
- Jung, Woo S. (1986). "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 34(2), pp. 333-346.
- Kahyaoğlu, Hasan (2008). "Finansal Gelişim Politikalarına Yönelik Temel Yaklaşımlar", *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Cilt 45(515), s. 21-30.
- Kandır, Serkan Yılmaz; Ömer İskenderoğlu; Yıldırım B. Önal (2007). "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Araştırılması", *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 16(2), s. 311-326
- Kane, Edward J. (2001). "Using Deferred Compensation to Strengthen The Ethics of Financial Regulation", *NBER Working Paper*, No. 8399, İnternet Adresi: <http://papers.ssrn.com>, Erişim Tarihi: (16.09.2007).
- Kang, Sung Jin; Yasuyuki Sawada (2000). "Financial Repression and External Openness in an Endogenous Growth Model", *Journal of International Trade and Economic Development*, Vol. 9(4), pp. 427-43.
- Kaplan, Muhittin (2008). "The Impact of Stock Market on Real Economic Activity: Evidence from Turkey", *Journal of Applied Sciences*, Vol. 8(2), pp. 374-378.
- Kapur, Basant K. (1976). "Two Approaches to Ending Inflation", iç. Ronald I. McKinnon (ed.), *Money and Finance in Economic Growth and Development: Essays in Honor of Edward S. Shaw*, New York: Marcel Dekker, pp. 199-221.
- Kapur, Basant K. (1983). "Optimal Financial and Foreign Exchange Liberalization of Less Developed Economies", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98(1), pp. 41-62.
- Kapur, Basant K. (1992). "Formal and Informal Financial Markets, and the Neo-Structuralist Critique of the Financial Liberalization Strategy in Less Developed Countries", *Journal of Development Economics*, Vol. 38(1), pp. 63-77.
- Kar, Muhsin; Eric J. Pentecost (2000). "Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue", *Economic Research Paper*, No. 00/27, İnternet Adresi: <http://www.econturk.org/muhsinkar.pdf>, Erişim Tarihi: (05.07.2006).

- Kar, Muhsin (2001a). "A Critical Review of The Theory of Financial Liberalization", *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 15(3-4), ss. 81-96.
- Kar, Muhsin (2001b). "Finansal Kalkınma Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği", *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt 2(2), s. 150-165.
- Kar, Muhsin; Hüseyin Ağır (2006). "Menkul Kıymet Piyasaları, Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, Sayı 56(1), s. 1-31.
- Kar, Muhsin; M. Akif Kara (2001). "Finansal Entegrasyon ve Sermaye Akışkanlığı: Türkiye Örneği", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 180, s. 62-72.
- Kar, Muhsin; Osman Peker; Muhittin Kaplan (2008). "Trade Liberalization Financial Development and Economic Growth in the Long Run: the Case of Turkey", *South East European Journal of Economics and Business*, 3(2), pp. 25–38.
- Kar, Muhsin; Seyhan Taş (2004). "İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri", iç.: *Kalkınma Ekonomisi: Seçme Konular*, Ed. Sami Taban; Muhsin Kar, Ekin Kitabevi, Bursa, s. 159–195.
- Karagöl, Erdal; Erman Erbaykal; H. Murat Ertuğrul (2007). "Türkiye’de Ekonomik Büyüme ile Elektrik Tüketimi İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt 8(1), s. 72-80.
- Karagöz, Kadir; Recep Armutlu (2007). "Hisse Senedi Piyasasının Gelişimi ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği", 8. *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, İnternet Adresi: <http://eisemp8.inonu.edu.tr/bildiri-pdf/karagoz-armutlu.pdf>, Erişim Tarihi: (24.11.2008).
- Karahan, Özcan (2006). "Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği", *Yönetim ve Ekonomi*, Cilt 13(2), s.151-163.
- Keeley, C. Michael (1990). "Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking", *The American Economic Review*, Vol. 80(5), pp. 1183-1200.
- Khatkhate, Deeane R. (1988). "Assessing the Impact of Interest Rates in Less Developed Countries", *World Development*, Vol. 16(5), pp. 577-588.
- Khor, Martin (2000). "Globalisation and the South: Some Critical Issues", *UN Conference on Trade and Development Discussion Paper*, No. 147, İnternet Adresi: <http://www.twinside.org.sg/pos.htm>, Erişim Tarihi: (06.09.2007).

- Kibritçioğlu, Aykut (1998). “İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermaye'nin Yeri”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Cilt 53(1-4), s. 207-230.
- King, Robert G.; Charles I. Plosser (1982). “The Behavior of Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle”, *NBER Working Paper Series*, No: 853, İnternet Adresi: <http://www.nber.org/papers/w0853.pdf>, Erişim Tarihi: (06.09.2007).
- King, Robert G.; Ross Levine (1993a). “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108(3), pp. (717-738).
- King, Robert G.; Ross Levine (1993b). “Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32(3), pp. 513-542.
- King, Robert G.; Ross Levine (1993c). “Financial Intermediation and Economic Development”, eds. C. Mayer and X. Vives, iç. *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, pp. 156-189.
- Kiyotaki, Nobuhiro; John Moore (2005). “Financial Deepening”, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3(2-3), pp. 701-713.
- Klein, Michael W.; Giovanni P. Olivei (2008). “Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27(6), pp. 861-875.
- Korkmaz, Turhan; Emrah İsmail Çevik (2008). “Petrol Fiyat Şoklarının Türkiye’de Temel Makro Ekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi”, *12. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı*, s. 157-178.
- Kregel, J. A. (1983). “Post-Keynesian Theory: An Overview”, *The Journal of Economic Education*, Vol. 14(4), pp. 32-43.
- Krugman, Paul (1997). “Currency Crisis”, *NBER Conference*, İnternet Adresi: <http://www.web.mit.edu/krugman/www/crises.html>, Erişim Tarihi: (29.07.2002).
- Kula, Ferit (2003). “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin, Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, *Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 4(2), s. 141-154.
- Kularatne, Chandana (2001). “An Examination of the Impact of Financial Deepening on Long-Run Economic Growth: An Application of a VECM Structure to a Middle Income Country Context”, *Trade and Industrial Policy Strategies, Annual Forum*, İnternet Adresi: <http://www.tips.org.za/f2001/kularatne.pdf>, Erişim Tarihi: (06.09.2007).

- Küçükkale, Yalçın (1999). “Kayıtdışı Ekonomi ve Para İkamesi Türkiye İçin Ampirik Bulgular 1986:5-1995:12”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı 163, s. 58-67.
- Kydland, Finn E.; Edward C. Prescott (1990). “Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, İnternet Adresi: <http://minneapolisfed.org/research/qr/qr1421.pdf>, Erişim Tarihi: (28.08.2002).
- Kyle, A. (1984). “Market Structure, Information, Futures Markets and Rice Formation” G. S. Schmitz (eds.), iç. *International Agricultural Trade: Advanced Readings in Price Formation*, Market Structure and Price Instability, Boulder, Colo: Westview.
- La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer (2002). “Government Ownership of Banks”, *Journal of Finance*, Vol. 57(1), pp. 265-301.
- Levine, Ross (1991). “Stock Markets, Growth, and Tax Policy”, *Journal of Finance*, Vol. 46(4), pp. 1445-1465.
- Levine, Ross (1992). “Financial Structure and Economic Development”, *The World Bank Working Paper*, No. 849, İnternet Adresi: <http://www-wds.worldbank.org>, Erişim Tarihi: (02.06.2007).
- Levine, Ross (1997). “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35(2), pp. 688-726.
- Levine, Ross (2002). “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11(4), pp. 398-428.
- Levine, Ross; Loayza Norman; Thorsten Beck (2000). “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 46(1), pp. 31-77.
- Levine, Ross; Sara Zervos (1998a). “Capital Control Liberalization and Stock Market Development”, *World Development*, Vol. 26(7), pp. 1169-1183.
- Levine, Ross; Sara Zervos (1998b). “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*, Vol. 88(3), pp. 537-58.
- Liang, Qi; Jian-Zhou Teng (2006). “Financial Development and Economic Growth: Evidence from China”, *China Economic Review*, Vol. 17(4), pp. 395-411
- Liu, Wan-Chun; Chen-Min Hsu (2006). “The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea, and Japan”, *Journal of Asian Economics*, Vol(4). 17, pp. 667-690.

- Lucas, Robert E. Jr. (1988). "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22(1), pp. 3-42.
- Luintel, Kul B.; Mosahid Khan (1999). "A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR", *Journal of Development Economics*, Vol. 60(2), pp. 381-405.
- Mandacı, Pınar Evrim; Dilvin Taşkın (2005). "AB'ye Uyum Sürecinde İMKB'nin AB Piyasaları ile Karşılaştırılması", *MUFAD Muhasebe Finansman Dergisi*, Sayı 26, s. 127-137.
- Mangır, Fatih (2006). "Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 16, s. 459-472,
- Mankiw, N. Gregory (2002). New Keynesian Economics, İnternet Adresi: <http://www.econlib.org/library/Enc/NewKeynesianEconomics.html>, Erişim Tarihi: (19.03.2004).
- Mathieson, Donald J. (1979). "Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy", *IMF Staff Papers*, Vol. 26(9), pp. 450-489.
- Mathieson, Donald J. (1980) "Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy", *Journal of Development Economics*, Vol. 7(3), pp. 359-395.
- Mathieson, Donald J.; A. Richards; S. Sharma (1998). "Financial Crises in Emerging Markets", *Finance and Development*, Vol. 35(4), pp. 28-31.
- Matsuyama, Kiminori (2004). "Financial Market Globalization, Symmetry-Breaking and Endogenous Inequality of Nations", *Econometrica*, Vol. 72(3), pp. 853-884.
- Mattesini, Fabrizio (1996). "Interest Rate Spreads and Endogenous Growth", *Economic Notes*, Vol. 25(1), pp. 111-129.
- Mehrez, Gil; Daniel Kaufmann (1999). "Transparency, Liberalization and Financial Crises", Mimeo, *The World Bank*, İnternet Adresi: <http://129.3.20.41/eps/fin/papers/0308/0308008.pdf>, Erişim Tarihi: (09.11.2007).
- Metin, Kivılcım; Şenay Üçdoğruk (1998). "Türk İmalât Sanayii'nde Uzun Dönem Ücret-Fiyat-İstihdam İlişkilerinin Ekonometrik Olarak İncelenmesi", *Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 8(1), s. 279-287.
- Miniane, Jacques (2004). "A New Set of Measures on Capital Account Restrictions", *IMF Staff Papers*, Vol. 51(2), pp. 276-308.

- Mishkin, Frederic S. (1999). "Global Financial Instability; Framework, Events, Issues", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13(4), pp. 3-20,
- Mishkin, Frederic S. (2007). "Is Financial Globalization Beneficial?", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39(2–3), pp. 259-264.
- Mody, Ashoka; Antu Panini Murshid (2005). "Growing up with Capital Flows", *Journal of International Economics*, Vol. 65(1), pp. 249–266.
- Molho, Lazaros E. (1986). "Interest Rates, Saving, and Investment in Developing Countries- A Re-examination of the McKinnon-Shaw Hypotheses", *IMF Staff Papers*, Vol. 33(1), pp. 90-116.
- Murdock, Kevin; Joseph E. Stiglitz; (1993). "The Effect of Financial Repression in an Economy with Positive Real Rates", *Background paper for World Bank, East Asian Miracle*, World Bank, Washington D. C.
- Murinde, Victor (1996). "Financial Markets and Endogenous Growth: An Econometric Analysis for Pacific Basin Countries", Eds.N. Hermes and R. Lensink, iç., *Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries*, Routledge, London.
- Murinde, Victor; Fern S. H. Eng (1994). "Financial Development and Economic Growth in Singapore: Demand-Following or Supply-Leading?", *Applied Financial Economics*, Vol. 4(6), pp. 391-404.
- Neusser, Klaus; Maurice Kugler (1998). "Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 80(4), pp. 638-646.
- Nourzad, Farrokh (2002). "Financial Development and Productive Efficiency: A Panel Study of Developed and Developing Countries", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 26(9), pp. 138-148.
- Obstfeld, Maurice (1994). "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, Vol. 84(5), pp. 1310-1329.
- Odedokun, M. O. (1996). "Alternative Econometric Approaches for Analysing the Role of the Financial Sector in Economic Growth: Time Series Evidence From LDCs", *Journal of Development Economics*, Vol. 50(1), pp. 119-146.
- Odekun, Mehmet (2002). "Financial Liberalization and Investment in Turkey", *Briefing Notes in Economics*, No. 53, İnternet Adresi: www.richmond.ac.uk/bne/odekon_Issue53.pdf, Erişim Tarihi: (03.08.2003).

- Odhiambo, Nicholas M. (2009). "Finance-Growth-Poverty Nexus in South Africa: A Dynamic Causality Linkage", *The Journal of Socio-Economics*, Vol. 38(2), pp. 320–325.
- Onur, Sara (2005). "Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki", *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 1(1), s. 127-152, İnternet Adresi: www.caycuma.karaelmas.edu.tr, Erişim Tarihi: (12.02.2007).
- Orhangazi, Özgür (2008). "Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya: İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel Bir Bakış", *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt 35(1), 133-159.
- Özgen, Ferhat Başkan (1998). "Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları, Globalleşme Sürecinde Türkiye'de Finans Piyasalarının Gelişimi", *Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu*, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayını, İzmir.
- Pagano, Marco (1993). "Financial Markets and Growth: An Overview", *European Economic Review*, Vol. 37(2-3), pp. 613-622.
- Pamuk, Şevket (2007). "1820-2005: İktisadi Büyümede Dünya Nereye Geldi? Türkiye Nereye?", *Cumhuriyet Bilim-Teknoloji*, Sayı 1040, s. 12-15.
- Patrick, Hugh T. (1966). "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14(2), pp. 174-89.
- Pazarlıoğlu, M. Vedat; Emrah İsmail Çevik (2007). "Verimlilik, Ücretler ve İşsizlik Oranları Arasındaki İlişkinin Analizi: Türkiye Örneği", *Yönetim ve Ekonomi* Cilt 14(2), ss. 1-17.
- Peker, Osman (2009). "Türkiye'deki Cari Açık Sürdürülebilir mi? Ekonometrik Bir Analiz", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 17(1), s. 164-174.
- Quinn, Dennis (1997). "The Correlates of Change in International Financial Regulation", *American Political Science Review*, Vol. 91(3), pp. 531–551.
- Rajan, Raghuram G.; Luigi Zingales (1998). "Financial Dependence and Growth", *The American Economic Review*, Vol. 88(3), pp. 559-586.
- Ram, Rati; (1999) "Financial Development and Economic Growth", *The Journal of Development Studies*, Vol. 35(4), pp. 164-174.

- Renelt, David (1991). "Economic Growth: A Review of the Theoretical and Empirical Literature", *Policy Research and External Affairs Working Papers*, No. 678, Washington, D.C. The World Bank. İnternet Adresi: <http://www-wds.worldbank.org>, Erişim Tarihi: (11.07.2007).
- Rioja, Felix; Neven Valev (2004). "Does one Size fit all?: A Reexamination of the Finance and Growth Relationship", *Journal of Development Economics*, Vol. 74(2), pp. 429– 447
- Rittenberg, Libby (1991). "Investment Spending and Interest Rate Policy: The Case of Financial Liberalization in Turkey", *Journal of Development Studies*, Vol. 27(2), pp. 151-167.
- Romer, Paul M. (1986). "Increasing Returns and Long-run Growth", *Journal of Political Economy*, Vol. 94(5), pp. 1002-1037.
- Romer, Paul (1990). "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, Vol. 98(5), pp. 71-102.
- Rother, Philipp (1999). "Explaining the Behavior of Financial Intermediation: Evidence from Transition Economies", *IMF Working Paper*, No. 99-36, Washington D.C., İnternet Adresi: <http://www.imf.org>, Erişim Tarihi: (14.06.2008).
- Roubini, Nouriel; Xavier Sala-I Martin (1992). "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, Vol. 39(1), pp. 5-30.
- Roubini, Nouriel; Xavier Sala-i Martin (1995). "A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35(2), pp. 275-301.
- Rousseau, Peter L.; Paul Wachtel (1998). "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 30(4), pp. 657-678.
- Rousseau, Peter L.; Paul Wachtel (2000). "Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24(12), pp. 1933-1957.
- Saatçioğlu, Cem; H. Levent Korap (2005). "The Turkish Broad Money Demand", *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 7, s. 139-165.
- Saint-Paul, Gilles (1992). "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, Vol. 36(4), pp. 763-781.

- Saint-Paul, Gilles (1996). "Demand-Driven Financial Development", iç. *Financial Development and Economic Growth*, ed.: N. Hermes and N. R. Lensink, London: Routledge, pp. 37–52, İnternet Adresi: <http://www.google.com/books>, Erişim Tarihi: (25.07.2008).
- Saltz, Ira (1999). "An Examination of the Causal Relationship Between Saving and Growth in the Third World", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 23(1), p.p. 90-98.
- Schich, Sebastian; Florian Pelgrin (2002). "Financial Development and Investment: Panel Data Evidence for OECD Countries from 1970 to 1997", *Applied Economics Letters*, Vol. 9(1), pp. 1-7.
- Seyrek, İsmail (2002). "Küreselleşme Sürecinde İktisat Politikaları ve Yakınsama Tezi", *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, Özel Sayı, s. 167-187, İnternet Adresi: <http://dergi.iibf.gazi.edu.tr/pubs.aspx?x4>, Erişim Tarihi: (11.03.2007).
- Shan, Jordan; Qi Jianhong (2006). "Does Financial Development 'lead' Economic Growth? The Case of China", *Annals of Economics and Finance*, Vol.1, pp. 231–250, İnternet Adresi: www.aecon.net/Articles/May2006/aef070111.pdf, Erişim Tarihi: (21.07.2006).
- Shan, Jordan Z.; Alan Morris; Fiona Sun (2001). "Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem", *Review of International Economics*, Vol. 9(3), pp. 443-454.
- Shan, Jordan; Alan Morris (2002). "Does Financial Development 'Lead' Economic Growth?", *International Review of Applied Economics*, Vol. 16(2), pp. 153-168.
- Silva, Gisele Ferreira da (2002). "The Impact of Financial System Development On Business Cycles Volatility: Cross-Country Evidence", *Journal of Macroeconomics*, Vol. 24(2), pp. 233-253.
- Sims, Christopher A. (1972). "Money, Income and Causality", *American Economic Review*, Vol. 62(4), pp. 540-552.
- Singh, Ajit (1997). "Financial Liberalisation, Stockmarkets and Economic Development", *Economic Journal*, Vol. 107(442), pp. 771-782.
- Singh, Ajit (1999). "Should Africa Promote Stock Market Capitalism?", *Journal of International Development*, Vol. 11(3), pp. 343-365.
- Singh, Ajit (2002). "Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development", *University of Cambridge Working*

- Paper*, No. 245, İnternet Adresi: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP245.pdf>, Erişim Tarihi: (03.08.2003).
- Singh, Ajit; Bruce A. Weisse (1999). "The Asian Model: A Crisis Foretold", *International Social Science Journal*, Vol. 53(160), pp. 203-215.
- Solow, Robert M. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70(1), pp. 65-94.
- Stiglitz, Joseph E. (1985). "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17(2), pp. 133-152.
- Stiglitz, Joseph E. (1994). "The Role of the State in Financial Markets", iç. *Proceedings of the World Bank Annual Bank Conference on Development Economics 1993*, Ed. M. Bruno and B. Pleskovic, pp. 19-52. Washington, D.C.: World Bank.
- Stiglitz, Joseph (1998a). "The Role of the Financial System in Development", *Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development Economics*, Washington, İnternet Adresi: <http://web.worldbank.org>, Erişim Tarihi: (21.06.2008).
- Stiglitz, Joseph E. (1998b). "Knowledge for Development Economic Science, Economic Policy and Economic Advice", *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, İnternet Adresi: www1.worldbank.org, Erişim Tarihi: (27.12.2007).
- Stiglitz, Joseph E. (2000). "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability", *World Development*, Vol. 28(6), pp. 1075-1086.
- Stock, James H.; Mark W. Watson (1988). "Testing for Common Trends", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 83(404), pp.1097-1107.
- Swan, Trevor W. (1956). "Economic Growth and Capital Accumulation", *Economic Record*, Vol. 32(3), pp. 334-361.
- Tadesse, Solomon (2002). "Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11(4), pp. 429-454.
- Tarı, Recep; Hilal Bozkurt (2006). "Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin VAR Modelleri ile Analizi (1991.1-2004.3)", *Ekonometri ve İstatistik*, Sayı 4, s. 12-28.
- Temple, Jonathan (1999). "The New Growth Evidence", *Journal of Economic Literature*, Vol. 37(1), pp. 112-156.

- Tobin, James (1965). "Money and Economic Growth", *Econometrica*, Vol. 33(4), pp. 671-684.
- Togay, Selahattin (1998). "Finans Gdsyle Para Talebi: nemi ve Yarattığı Sonuçlar", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 13(1), s. 133-144.
- Thangavelu, Shandre M.; Ang Beng Jiunn, James (2004). "Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis", *Empirical Economics*, Vol. 29(2), s. 247-260.
- Tsuru, Kotaro (2000). "Finance and Growth: Some Theoretical Considerations, and a Review of the Empirical Literature", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 228, İnternet Adresi: <http://www.oecdilibrary.org>, Erişim Tarihi: (08.06.2007).
- Tunay, K. Batu (2002). "Ampirik Bulgular Işığında Türkiye'nin AB'ne Finansal Entegrasyon Kabiliyetinin Belirlenmesi", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, No. 25, s. 22-27.
- Ulusoy, Ahmet; Birol Karakurt (2001). "Finansal İstikrarın Korunması ve nemi, *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı 188, s. 88-98.
- Utkulu, Utku (2001). "Türkiye'de Dış Aıkların Belirleyicileri: Ekonometrik Bir İnceleme", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 16(2), s. 113-32.
- Utkulu, Utku (2003). "Türkiye'de Bütçe Açıkları ve Dış Ticaret Açıkları Gerçekten İkiiz mi? Koentegrasyon ve Nedensellik Bulguları", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 18(1), s. 45-61.
- Utkulu, Utku; H. Kahyaoğlu (2005). "Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye'de Büyümeyi Ne Yönde Etkiledi?", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 2005/13, s. 1-31, İnternet Adresi: <http://www.tek.org.tr/dosyalar/Utkulu-2005.pdf>, Erişim Tarihi: (02.02.2007).
- Uygur, Ercan (2003). "Türkiye Ekonomisinde İstikrar: Bugünü ve Yarını", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt 18(205), s. 24-32.
- Van Nieuwerburgh, Stijn; Frans Buelens; Ludo Cuyvers (2006). "Stock market Development and Economic Growth in Belgium", *Explorations in Economic History*, Vol. 43(1), pp. 13-38.
- Van Wijnbergen, Sweder (1982). "Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies: A Quantitative Analysis of South Korea", *Journal of Development Economics*, Vol. 10(2), pp. 133-169.

- Van Wijnbergen, Sweder (1983a). "Interest Rate Management in LDCs", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12(3), pp. 433-452.
- Van Wijnbergen, Sweder (1983b). "Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy", *Journal of Development Economics*, Vol. 13(1-2), pp. 45-65.
- Wagner, Helmut (2002). "Implications of Globalization for Monetary Policy", *IMF Working Paper*, SUERF Studies No. 17, Vienna, 01/184, Washington, D.C., <http://www.imf.org>, Erişim Tarihi: (02.04.2007).
- Wagner, Helmut; Wolfram Berger (2004). "Globalization, Financial Volatility and Monetary Policy", *Empirica*, Vol. 31(2), pp. 163-184.
- Wagner, Helmut (2005). "Globalization and Financial Instability: Challenges for Exchange Rate and Monetary Policy", *International Journal of Social Economics*, Vol. 32(7), pp. 616-638.
- Wahba, Jacline; Mahmoud Mohieldin (1998). "Liberalizing Trade in Financial Services: The Uruguay Round and The Arab Countries", *World Development*, Vol. 26(7), pp. 1331-1348.
- Wang, Eric C. (2000). "A Dynamic Two-Sector Model for Analyzing the Interrelation between Financial Development and Industrial Growth", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 9(3), pp. 223-241.
- Warman, Fanny; A. P. Thirlwall (1994). "Interest Rates, Saving, Investment and Growth in Mexico 1960-90: Tests of the Financial Liberalisation Hypothesis", *The Journal of Development Studies*, Vol. 30(3), pp. 629-647.
- Williamson, John (1970). "A Simple Neo-Keynesian Growth Model", *The Review of Economic Studies*, Vol. 37(2), pp. 157-171.
- Williamson, John (1998). "Whither Financial Liberalization", *Second Annual Indian Derivatives Conference*, November 12, İnternet Adresi: <http://www.petersoninstitute.org>, Erişim Tarihi: (06.03.2008).
- Williamson, John; M. Molly Mahar (1998). "A Survey of Financial Liberalization", *Princeton University, Department of Economics, International Finance Section*, No. 211, Princeton: New Jersey.
- Wood, Anthony (1993). "Financial Development and Economic Growth in Barbados: Causal Link", *Savings and Development*, Vol. 27(4), pp. 379-390.

- Wurgler, Jeffrey (2000). "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1-2), pp. 187-214.
- Xu, Zhenhui (2000). "Financial Development, Investment, and Economic Growth", *Economic Inquiry*, Vol. 38(2), pp. 331-344.
- Yang, Yung Y.; Myung Hoon Yi (2008). "Does Financial Development Cause Economic Growth? Implication for Policy in Korea", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 30(5), pp. 827-840.
- Yapraklı, Sevda (2006). "Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 21(2), s. 23-48.
- Yapraklı, Sevda (2007). "Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı 5, s. 67-89.
- Yavuz, Nilgün Çil (2006). "Türkiye’de İhracat ve İktisadi Büyüme Arasında Nedensellik Analizi", *İktisat Fakültesi Sosyal Siyaset Konferansları*, s. 961-972, İnternet Adresi: <http://www.calisma.org>, Erişim Tarihi: (03.02.2009).
- Yeldan, Erinç (1996). "Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Türk Finans Piyasalarına Olan Etkileri üzerine Gözlemler", *Ekonomide Durum*, Türk-İş Araştırma Merkezi.
- Yeldan, Erinç (2002). "Türkiye Ekonomisi'nde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine", *Doğu Batı: Düşünce Dergisi*, Cilt 4(17), s. 187-195.
- Yıldırım, Oğuz (2004). "Türk Bankacılık Sektörünün Temel Sorunları ve Sektörde Yaşanan Mali Riskler", *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı 30, İnternet Adresi: www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/oguzbanka.doc, Erişim Tarihi: (15.12.2006).
- Yücel, Fatih (2009). "Temel Bileşenler Yöntemiyle Türk Sermaye Piyasası Gelişiminin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkilerinin Bir Analizi", *Sosyoekonomi*, Sayı 9, s.77-86.
- Yülek, Murat A. (1997). "İçsel Büyüme Teorileri, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Kamu Politikaları Üzerine", *Hazine Dergisi*, Sayı 6, s. 89-103.

İNTERNET ADRESLERİ:

www.sciencedirect.com;

www.nber.org;

www.ssrn.com;

www.fgda.org;

www.eviews.com

<http://www.eur.nl>

İMKB, www.imkb.gov.tr

<http://en.wikipedia.org>

<http://www.jstor.org>

EKLER

Ek 1: Yıllık Frekansta Veriler İçin Eş-Bütünleşme Analiz Aşamaları

Modelin Numarası ve İçeriği	(1) Eş-Bütünleşme İçin Ele Alınan Gecikme Uzunlukları	(2) Ardışık Bağıntı	(3) Değişen Varyans	(4) Eş-bütünleşme İlişkisinin Varlığı	(5) HDM Katsayısının Negatif Olması ve İstatistiki Anlamlılığı	(6) Zayıf Dışsallık Testi Sonuçları (Olasılık Oran Testi)	(7) Katsayı Anlamlılık Test Sonuçları (Olasılık Oran Testi)
1: { <i>LKBGSMHSDOL, M2MG, TMGSYIHC</i> }	1(FPE, SC, SC, HQ) 3(LR, AIC)	Yok Yok	Var Yok	- En az 1	- Negatif-Anlamlı	- Anlamlı	- Anlamlı
2: { <i>SSGH, M2MG, TMGSYIHC</i> }	1(FPE, SC, SC, HQ, AIC) 3(LR)	Yok Yok	Yok Yok	Yok Yok	- -	- -	- -
3: { <i>SSGSYIHP, M2MG, TMGSYIHC</i> }	1 (FPE, SC, SC, HQ, AIC) 3 (LR)	Yok Yok	Yok Yok	Yok Yok	- -	- -	- -
4: { <i>LISKD, M2MG, TMGSYIHC</i> }	1 (FPE, SC, SC, HQ, AIC) 3 (LR)	Yok Var	Var -	- -	- -	- -	- -
5: { <i>LISSSY, M2MG, TMGSYIHC</i> }	1(SC) 3 (LR, FPE, HQ) 4 (AIC)	Var Yok Yok	- Yok Yok	- En az 1 En az 1	- Negatif-Anlamlı Negatif-Anlamlı	- Anlamlı Anlamlı	- Anlamlı Anlamlı
6: { <i>LTSSY, M2MG, TMGSYIHC</i> }	1 (SC) 3 (LR) 4 (FPE,AIC, HQ)	Var Yok Yok	- Yok Yok	- En az 1	- Negatif-Anlamlı (4)	- Anlamlı	- Anlamlı
7: { <i>SSMP, M2MG, TMGSYIHC</i> }	1(SC) 2 3(FPE,AIC, HQ, LR)	Var Var Var	- - -	- - -	- - -	- - -	- - -
8: { <i>ISSSOP, M2MG, TMGSYIHC</i> }	1 (FPE, SC, SC, HQ) 3 (LR, AIC)	Yok Yok	Yok Yok	Yok Yok	- -	- -	- -
9: { <i>LKBGSMHSDOL, HSTMVP, BPGSYIHC</i> }	1 (LR, SC, HQ) 2 (FPE, AIC) 3 4	Var Var Var Var	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -

Ek 1'in devamı (I):

Modelin Numarası ve İçeriği	(1) Eş-Bütünleşme İçin Ele Alınan Gecikme Uzunlukları	(2) Ardışık Bağıntı	(3) Değişen Varyans	(4) Eş-bütünleşme İlişkisinin Varlığı	(5) HDM Katsayısının Negatif Olması ve İstatistiki Anlamlılığı	(6) Zayıf Dışsallık Testi Sonuçları (Olasılık Oran Testi)	(7) Katsayı Anlamlılık Test Sonuçları (Olasılık Oran Testi)
10: { <i>LKBGSYIHS, HSTMVP, BPGSYIHC</i> }	1 (SC, HQ) 2 (LR, FPE, AIC) 3 4	Var Var Var Var	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -
11: { <i>SSGH, HSTMVP, BPGSYIHC</i> }	1 (FPE, SC, SC, HQ, AIC, LR)	Yok	Yok	Yok	-	-	-
12: { <i>SSGSYIHP, HSTMVP, BPGSYIHC</i> }	1(FPE, SC, SC, HQ, AIC, LR)	Yok	Yok	Yok	-	-	-
13: { <i>LISKD, HSTMVP, BPGSYIHC</i> }	1(FPE, SC, HQ, AIC, LR) 2 (SC)	Var Yok	- Yok	- Yok	- -	- -	- -
14: { <i>LISSSY, HSTMVP, BPGSYIHC</i> }	1 (FPE, SC, SC, HQ, AIC, LR)	Yok	Yok	Yok	-	-	-
15: { <i>LTSSY, HSTMVP, BPGSYIHC</i> }	1 (LR, SC, HQ) 2 (FPE, AIC)	Var Yok	- Yok	- Yok	- -	- -	- -
16: { <i>SSMP, HSTMVP, BPGSYIHC</i> }	1(SC) 2 (FPE, SC, HQ, AIC, LR)	Var Yok	- Yok	- Yok	- -	- -	- -
17: { <i>ISSSOP, HSTMVP, BPGSYIHC</i> }	1 (LR, SC, HQ) 2 4 (AIC, FPE)	Var Yok Yok	- Yok Yok	- Yok En az 1	- - Negatif-Anlamlı (3)	- - Anlamlı	- - Anlamlı
18: { <i>SSGSYIHP, M2MG, MKTMP</i> }	1 (FPE, SC, SC, HQ, AIC, LR)	Yok	Yok	Yok	-	-	-
19: { <i>SSGSYIHP, HSTMVP, TMGSYIHC</i> }	1 (LR, HQ) 2 (FPE, SC, SC, AIC)	Yok Yok	Yok Var	Yok -	- -	- -	- -
20: { <i>YTGP, BPGSYIHC, HSTMVP</i> }	1 (LR, SC, HQ) 2 (FPE, AIC)	Yok Yok	Yok Var	Yok -	- -	- -	- -
21: { <i>YTGP, MMSP, SSGSYIHP</i> }	1 (FPE, SC, SC, HQ, AIC, LR)	Yok	Yok	En az 1	Negatif-Anlamlı (4)	Anlamsız	-

Ek 1'in devamı (II):

Modelin Numarası ve İçeriği	(1) Eş-Bütünleşme İçin Ele Alınan Gecikme Uzunlukları	(2) Ardışık Bağıntı	(3) Değişen Varyans	(4) Eş- bütünleşme İlişkisinin Varlığı	(5) HDM Katsayısının Negatif Olması ve İstatistiki Anlamlılığı	(6) Zayıf Dışsallık Testi Sonuçları (Olasılık Oran Testi)	(7) Katsayı Anlamlılık Test Sonuçları (Olasılık Oran Testi)
22: {YTGP, MMSP, ISSSOP}	1(FPE, SC, SC, HQ, AIC, LR)	Yok	Yok	Yok	-	-	-
23: {LKBGSMHSDOL, MMGH, M2MG, HSTMP}	1 (SC) 2 3 (FPE, SC, SC, HQ, AIC, LR)	Var Var Yok	- - Yok	- - En az 1	- - Negatif-Anlamsız (4)	- - -	- - -
24: {LKBGSMHSDOL, MMGSMHY, M2MG, HSTMP}	1(FPE, SC, SC, HQ, LR) 2 3 4 (AIC)	Var Var Var Var	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -
25: {LKBGSMHSDOL, MMGSMHY, HSTMP}	1 (LR, SC, HQ) 2 (FPE, AIC) 3 4	Var Var Var Var	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -
26: {OSSYY, HSTMVP, BPGSYIHC}	1 (SC) 2 (LR, FPE, HQ) 4 (AIC)	Var Yok Yok	Yok Yok	Yok En az 1	- Pozitif	- - -	- - -
27: {OSSYY, M2MG, MKTMP}	1(FPE, SC, SC, HQ, AIC, LR)	Yok	Var	-	-	-	-
28: {OSSYY, HSTMVP, TMGSYIHC}	1 (SC) 2 (LR, FPE, HQ) 4 (AIC)	Var Yok Var	- Yok -	- Yok -	- - -	- - -	- - -

Ek 2: Üç Aylık Frekansa Sahip Veriler İçin Eş-Bütünleşme Analiz Aşamaları

Modelin Numarası ve İçeriği	(1) Eş-Bütünleşme İçin Ele Alınan Gecikme Uzunlukları	(2) Ardışık Bağıntı	(3) Değişen Varyans	(4) Eş- bütünleşme İlişkisinin Varlığı	(5) HDM Katsayısının Negatif Olması ve İstatistikî Anlamlılığı	(6) Zayıf Dışsallık Testi Sonuçları (Olasılık Oran Testi)	(7) Katsayı Anlamlılık Test Sonuçları (Olasılık Oran Testi)
1: { <i>BUY_SA, BANGEL_SA, FINSER_SA, HISSEGEL_SA</i> }	1 (SC, HQ) 2 3 (LR, FPE) 4 5 6 7 8 (AIC)	Var Var Var Var Var Var Var Var	- - - - - - - -	- - - - - - - -	- - - - - - - -	- - - - - - - -	- - - - - - - -
2: { <i>BUY_SA, BANGEL_SA, FINSER_SA</i> }	1 (FPE, SC, HQ, AIC) 2 3 4 (LR)	Var Var Yok Var	- - Yok -	- - En az 1 -	- - Negatif-Anlamlı (3)	- - Anlamlı -	- - Anlamlı -

Ek 3: $\{LKBGSMHSDOL, M2MG, TMGSYIHC\}$ Modeli İçin Eş-Bütünleşme Testi Sonuçları

İz ve En Büyük Öz-Değer Sınamaları

İz İstatistiği						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	İz İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
	$(r = 0)$	$(r = 1)$	0,690070	55,22980	42,91525	0,0019
	$(r \leq 1)$	$(r = 2)$	0,268183	17,74473	25,87211	0,3613
	$(r \leq 2)$	$(r = 3)$	0,215178	7,753555	12,51798	0,2725
En büyük öz-değer testi						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	En Büyük Öz-değer İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
	$(r = 0)$	$(r \geq 1)$	0,690070	37,48507	25,82321	0,0009
	$(r \leq 1)$	$(r \geq 2)$	0,268183	9,991176	19,38704	0,6198
	$(r \leq 2)$	$(r \geq 3)$	0,215178	7,753555	12,51798	0,2725

Modele İlişkin Tahmin Edilen Uzun Dönem İlişkileri ve HDM Katsayısı

LKBGSMHSDOL(-1)	M2MG(-1)	TMGSYIHC(-1)	@TREND(70)	C
	1,119955	-0,617991	-0,011750	-7,241075
	(0,16777)	(0,11522)	(0,00125)	
	[6,67561]	[-5,36343]	[-9,38644]	
HDM (uyarlama) Katsayısı: -0,99 [-4,89]				

Not: Parantez içerisindeki rakamlar standart hataları, köşeli parantez içerisindeki rakamlar t istatistiklerini göstermektedir.

Olasılık Oran Testleri (Zayıf Dışsallık ve Katsayı Anlamlılık Testleri)

Kısıtlama	LR İstatistiği	Serbestlik Derecesi	Olasılık
Uyumlama Katsayıları			
$[A(1,1) = 0]$	19,76	1	0,00009
$[A(2,1) = 0]$	3,35	1	0,066
$[A(3,1) = 0]$	2,91	1	0,08
Uzun Dönem Katsayıları			
$[B(1,1) = 0]$	25,37	1	0,0000
$[B(1,2) = 0]$	16,63	1	0,000045
$[B(1,3) = 0]$	18,26	1	0,000019

VHDM Modeli Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Sınaması

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	(χ^2) Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık	Sonuç
$\Delta(LKBGSMHSDOL)$	$\Delta(M2MG)$	9,304085	3	0,0255	Nedendir
	$\Delta(TMGSYIHC)$	16,76074	3	0,0008	Nedendir
	Tümü	24,71635	6	0,0004	Nedendir
$\Delta(M2MG)$	$\Delta(LKBGSMHSDOL)$	9,476357	3	0,0236	Nedendir
	$\Delta(TMGSYIHC)$	1,913615	3	0,5905	Neden değildir
	Tümü	10,59685	6	0,1017	Neden değildir
$\Delta(TMGSYIHC)$	$\Delta(LKBGSMHSDOL)$	3,558266	3	0,3133	Neden değildir
	$\Delta(M2MG)$	10,22343	3	0,0168	Nedendir
	Tümü	14,01049	6	0,0295	Nedendir

Ek 4: $\{LISSSY, M2MG, TMGSYIHC\}$ Modeli İçin Eş-Bütünleşme Testi Sonuçları**İz ve En Büyük Öz-Değer Sınamaları**

İz İstatistiği						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	İz İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
$(r = 0)$		$(r = 1)$	0,585799	46,20343	42,91525	0,0226
$(r \leq 1)$		$(r = 2)$	0,317402	17,99854	25,87211	0,3440
$(r \leq 2)$		$(r = 3)$	0,165235	5,779366	12,51798	0,4888
En büyük öz-değer testi						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	En Büyük Öz-değer İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
$(r = 0)$		$(r \geq 1)$	0,585799	28,20489	25,82321	0,0238
$(r \leq 1)$		$(r \geq 2)$	0,317402	12,21917	19,38704	0,3950
$(r \leq 2)$		$(r \geq 3)$	0,165235	5,779366	12,51798	0,4888

Modele İlişkin Tahmin Edilen Uzun Dönem İlişkileri ve HDM Katsayısı

LISSSY(-1)	M2MG(-1)	TMGSYIHC(-1)	@TREND(70)	C
	0,065864	-0,07281662	0,000494	-14,61461
	(0,01905)	(0,01300)	(0,00014)	
	[3,45723]	[-5,60233]	[3,58175]	
HDM (uyarlama) Katsayısı: -0,44 [-3,91]				

Not: Parantez içerisindeki rakamlar standart hataları, köşeli parantez içerisindeki rakamlar t istatistiklerini göstermektedir.

Olasılık Oran Testleri (Zayıf Dışsallık ve Katsayı Anlamlılık Testleri)

Kısıtlama	LR İstatistiği	Serbestlik Derecesi	Olasılık
Uyumlama Katsayıları			
$[A(1,1) = 0]$	13,99	1	0,0001
$[A(2,1) = 0]$	0,184	1	0,66
$[A(3,1) = 0]$	11,55	1	0,0006
Uzun Dönem Katsayıları			
$[B(1,1) = 0]$	12,90	1	0,0003
$[B(1,2) = 0]$	5,40	1	0,02
$[B(1,3) = 0]$	14,24	1	0,0001

VHDM Modeli Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Sınaması

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	(χ^2) Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık	Sonuç
$\Delta(LISSY)$	$\Delta(M2MG)$	7,635141	3	0,0542	Nedendir*
	$\Delta(TMGSYIHC)$	21,39097	3	0,0001	Nedendir
	Tümü	25,36006	6	0,0003	Nedendir
$\Delta(M2MG)$	$\Delta(LISSY)$	3,727748	3	0,2924	Neden değildir
	$\Delta(TMGSYIHC)$	0,903066	3	0,8247	Neden değildir
	Tümü	4,883466	6	0,5588	Neden değildir
$\Delta(TMGSYIHC)$	$\Delta(LISSY)$	12,51911	3	0,0058	Nedendir
	$\Delta(M2MG)$	19,98338	3	0,0002	Nedendir
	Tümü	30,97167	6	0,0000	Nedendir

Not: (*) işareti istatistiki olarak %10 anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisini göstermektedir.

Ek 5: $\{LTSSY, M2MG, TMGSYIHC\}$ Modeli İçin Eş-Bütünleşme Testi Sonuçları

İz ve En Büyük Öz-Değer Sınamaları

İz İstatistiği						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	İz İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
$(r = 0)$		$(r = 1)$	0,720868	62,59371	42,91525	0,0002
$(r \leq 1)$		$(r = 2)$	0,342126	21,75940	25,87211	0,1494
$(r \leq 2)$		$(r = 3)$	0,229904	8,359668	12,51798	0,2237
En büyük öz-değer testi						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	En Büyük Öz-değer İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
$(r = 0)$		$(r \geq 1)$	0,720868	40,83431	25,82321	0,0003
$(r \leq 1)$		$(r \geq 2)$	0,342126	13,39973	19,38704	0,2969
$(r \leq 2)$		$(r \geq 3)$	0,229904	8,359668	12,51798	0,2237

Modele İlişkin Tahmin Edilen Uzun Dönem İlişkileri ve HDM Katsayısı

LTSSY(-1)	M2MG(-1)	TMGSYIHC(-1)	@TREND(70)	C
	3,615054	-1,126210	-0,026999	-15,73472
	(0,49561)	(0,33829)	(0,00373)	
	[7,29410]	[-3,32916]	[-7,23787]	
HDM (uyarlama) Katsayısı: -1,007 [-6.45]				

Not: Parantez içerisindeki rakamlar standart hataları, köşeli parantez içerisindeki rakamlar t istatistiklerini göstermektedir.

Olasılık Oran Testleri (Zayıf Dışsallık ve Katsayı Anlamlılık Testleri)

Kısıtlama	LR İstatistiği	Serbestlik Derecesi	Olasılık
Uyumlama Katsayıları			
$[A(1,1) = 0]$	25,58	1	0,0000
$[A(2,1) = 0]$	0,71	1	0,39
$[A(3,1) = 0]$	4,74	1	0,02
Uzun Dönem Katsayıları			
$[B(1,1) = 0]$	26,95	1	0,0000
$[B(1,2) = 0]$	17,25	1	0,0000
$[B(1,3) = 0]$	9,65	1	0,001

VHDM Modeli Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Sınaması

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	(χ^2) Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık	Sonuç
$\Delta(LTSSY)$	$\Delta(M2MG)$	18,07939	3	0,0004	Nedendir
	$\Delta(TMGSYIHC)$	27,91522	3	0,0000	Nedendir
	Tümü	39,77981	6	0,0000	Nedendir
$\Delta(M2MG)$	$\Delta(LTSSY)$	7,233598	3	0,0648	Nedendir*
	$\Delta(TMGSYIHC)$	0,788356	3	0,8523	Neden değildir
	Tümü	8,296932	6	0,2171	Neden değildir
$\Delta(TMGSYIHC)$	$\Delta(LTSSY)$	10,15376	3	0,0173	Nedendir
	$\Delta(M2MG)$	17,53845	3	0,0005	Nedendir
	Tümü	24,78017	6	0,0004	Nedendir

Not: (*) işareti istatistiki olarak %10 anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisini göstermektedir.

Ek 6: {ISSSOP, HSTMVP, BPGSYIHC} Modeli İçin Eş-Bütünleşme Testi Sonuçları
İz ve En Büyük Öz-Değer Sınamaları

İz İstatistiği						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	İz İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
($r = 0$)		($r = 1$)	0,555861	39,24497	29,79707	0,0031
($r \leq 1$)		($r = 2$)	0,284585	14,08479	15,49471	0,0806
($r \leq 2$)		($r = 3$)	0,112596	3,703111	3,841466	0,0543
En büyük öz-değer testi						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	En Büyük Öz-değer İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
($r = 0$)		($r \geq 1$)	0,555861	25,16018	21,13162	0,0128
($r \leq 1$)		($r \geq 2$)	0,284585	10,38168	14,26460	0,1881
($r \leq 2$)		($r \geq 3$)	0,112596	3,703111	3,841466	0,0543

Modele İlişkin Tahmin Edilen Uzun Dönem İlişkileri ve HDM Katsayısı

ISSSOP(-1)	HSTMVP(-1)	BPGSYIHC(-1)	C
	2,836156	0,500641	-0,561083
	(0,24116)	(0,24510)	
	[11,7604]	[2,04256]	
HDM (uyarlama) Katsayısı: -0,93 [-3,70]			

Not: Parantez içerisindeki rakamlar standart hataları, köşeli parantez içerisindeki rakamlar t istatistiklerini göstermektedir.

Olasılık Oran Testleri (Zayıf Dışsallık ve Katsayı Anlamlılık Testleri)

Kısıtlama	LR İstatistiği	Serbestlik Derecesi	Olasılık
Uyumlama Katsayıları			
$[A(1,1) = 0]$	13,83	1	0,0001
$[A(2,1) = 0]$	0,91	1	0,33
$[A(3,1) = 0]$	2,79	1	0,09
Uzun Dönem Katsayıları			
$[B(1,1) = 0]$	14,75	1	0,0001
$[B(1,2) = 0]$	14,32	1	0,0001
$[B(1,3) = 0]$	3,11	1	0,07

VHDM Modeli Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Sınaması

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	(χ^2) Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık	Sonuç
$\Delta(ISSSOP)$	$\Delta(HSTMVP)$	6,726799	4	0,1510	Neden değildir
	$\Delta(BPGSYIHC)$	8,640655	4	0,0707	Nedendir*
	Tümü	17,77630	8	0,0230	Nedendir
$\Delta(HSTMVP)$	$\Delta(ISSSOP)$	1,069771	4	0,8990	Neden değildir
	$\Delta(BPGSYIHC)$	8,159549	4	0,0859	Nedendir*
	Tümü	11,07746	8	0,1973	Neden değildir
$\Delta(BPGSYIHC)$	$\Delta(ISSSOP)$	5,184995	4	0,2688	Neden değildir
	$\Delta(HSTMVP)$	3,284553	4	0,5114	Neden değildir
	Tümü	10,77863	8	0,2146	Neden değildir

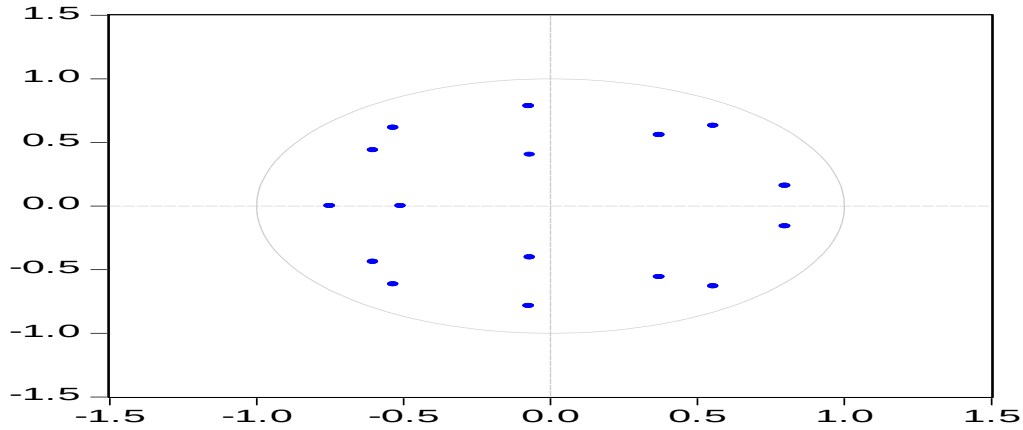
Not: (*) işareti istatistiki olarak %10 anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisini göstermektedir.

Ek 7: $\{\Delta BUY_SA, \Delta BANGEL_SA, \Delta FINSER_SA, \Delta HISSEGEL_SA\}$ Modeli İçin VAR Analizi Test Sonuçları

$\{\Delta BUY_SA, \Delta BANGEL_SA, \Delta FINSER_SA, \Delta HISSEGEL_SA\}$ Modeli İçin Farklı Kriterlere Göre Uygun Gecikme Seviyeleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	77,14079	NA	1,45e-06	-2,089737	-1,961251*	-2,038701*
1	92,02136	27,63534	1,50e-06	-2,057753	-1,415326	-1,802573
2	104,1301	21,10382	1,69e-06	-1,946574	-0,790205	-1,487251
3	118,2083	22,92732	1,80e-06	-1,891665	-0,221354	-1,228197
4	144,2421	39,42263*	1,38e-06*	-2,178345*	0,005907	-1,310734
5	154,7126	14,65867	1,68e-06	-2,020359	0,677835	-0,948604
6	167,3192	16,20855	1,96e-06	-1,923406	1,288730	-0,647507
7	183,0582	18,43710	2,14e-06	-1,915949	1,810129	-0,435905

$\{\Delta BUY_SA, \Delta BANGEL_SA, \Delta FINSER_SA, \Delta HISSEGEL_SA\}$ Modeli İçin AR Karakteristik Polinomun Ters Köklerinin Birim Çember İçindeki Konumları



VHDM Modeli Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Sınaması

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	(χ^2) Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık	Sonuç
$\Delta(BUYSA)$	$\Delta(BANGELSA)$	9,424559	4	0,0513	Neden değildir
	$\Delta(FINSERSA)$	11,93806	4	0,0178	Nedendir
	$\Delta(HISSEGELSA)$	5,357655	4	0,2525	Neden değildir
	Tümü	30,77230	12	0,0021	Nedendir
$\Delta(BANGELSA)$	$\Delta(BUYSA)$	1,947534	4	0,7454	Neden değildir
	$\Delta(FINSERSA)$	8,520819	4	0,0743	Nedendir*
	$\Delta(HISSEGELSA)$	17,89762	4	0,0013	Nedendir
	Tümü	28,81259	12	0,0042	Nedendir
$\Delta(FINSERSA)$	$\Delta(BUYSA)$	2,364811	4	0,6690	Neden değildir
	$\Delta(BANGELSA)$	3,633487	4	0,4579	Neden değildir
	$\Delta(HISSEGELSA)$	5,875079	4	0,2087	Neden değildir
	Tümü	11,15051	12	0,5161	Neden değildir
$\Delta(HISSEGELSA)$	$\Delta(BUYSA)$	2,208657	4	0,6974	Neden değildir
	$\Delta(BANGELSA)$	9,465851	4	0,0505	Nedendir*
	$\Delta(FINSERSA)$	5,730193	4	0,2202	Neden değildir
	Tümü	30,88687	12	0,0020	Nedendir

Not: (*) işareti istatistiki olarak %10 anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisini göstermektedir.

Ek 8: $\{BUY_SA, BANGEL_SA, FINSER_SA\}$ Modeli İçin Eş-Bütünleşme Testi Sonuçları

İz ve En Büyük Öz-Değer Sınamaları

İz İstatistiği						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	İz İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
	$(r = 0)$	$(r = 1)$	0,283999	35,32939	29,79707	0,0104
	$(r \leq 1)$	$(r = 2)$	0,088839	10,60791	15,49471	0,2368
	$(r \leq 2)$	$(r = 3)$	0,049069	3,723246	3,841466	0,0537
En büyük öz-değer testi						
Eş-bütünleşme Sayısı	Vektör Hipotezi, (H_0)	Alternatif Hipotez, (H_1)	Öz-değer	En Büyük Öz-değer İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Olasılık Değeri
	$(r = 0)$	$(r \geq 1)$	0,283999	24,72148	21,13162	0,0149
	$(r \leq 1)$	$(r \geq 2)$	0,088839	6,884662	14,26460	0,5029
	$(r \leq 2)$	$(r \geq 3)$	0,049069	3,723246	3,841466	0,0537

Modele İlişkin Tahmin Edilen Uzun Dönem İlişkileri ve HDM Katsayısı

BUY_SA(-1)	BANGEL_SA(-1)	FINSER_SA(-1)	C
	-0,535071	-0,380391	-0,046171
	(0,22777)	(0,16906)	
	[-2,34920]	[-2,25004]	
HDM (uyarlama) Katsayısı: -0,08 [-2,60]			

Not: Parantez içerisindeki rakamlar standart hataları, köşeli parantez içerisindeki rakamlar t istatistiklerini göstermektedir.

Olasılık Oran Testleri (Zayıf Dışsallık ve Katsayı Anlamlılık Testleri)

Kısıtlama	LR İstatistiği	Serbestlik Derecesi	Olasılık
Uyumlama Katsayıları			
$[A(1,1) = 0]$	6,50	1	0,01
$[A(2,1) = 0]$	15,001	1	0,0001
$[A(3,1) = 0]$	3,37	1	0,06
Uzun Dönem Katsayıları			
$[B(1,1) = 0]$	17,64	1	0,00006
$[B(1,2) = 0]$	3,99	1	0,04
$[B(1,3) = 0]$	3,05	1	0,08

VHDM Modeli Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Sınaması

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	(χ^2) Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık	Sonuç
$\Delta(BUY_SA)$	$\Delta(BANGEL_SA)$	9,110328	3	0,0279	Nedendir
	$\Delta(FINSER_SA)$	20,01690	3	0,0002	Nedendir
	Tümü	20,35862	6	0,0024	Nedendir
$\Delta(BANGEL_SA)$	$\Delta(BUY_SA)$	0,806584	3	0,8479	Neden değildir
	$\Delta(FINSER_SA)$	9,770464	3	0,0206	Nedendir
	Tümü	10,79054	6	0,0951	Nedendir*
$\Delta(FINSER_SA)$	$\Delta(BUY_SA)$	1,915628	3	0,5901	Neden değildir
	$\Delta(BANGEL_SA)$	2,377569	3	0,4978	Neden değildir
	Tümü	4,771548	6	0,5734	Neden değildir

Not: (*) işareti istatistiki olarak %10 anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisini göstermektedir.

ÖZGEÇMİŞ

1978 Kayseri doğumlu olan Cüneyt Dumrul, ilk ve orta öğrenimini Kayseri ve Erzurum’da tamamladıktan sonra 1995 yılında Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat bölümünde yüksek öğrenimine başlamıştır. 2000 yılında lisans eğitimini bölüm ikincisi olarak tamamlamış ve aynı yıl Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat programında yüksek lisans eğitimine başlamıştır. 2001 yılında aynı fakültenin İktisat Politikası anabilim dalında araştırma görevlisi olarak çalışmaya başlamış ve çalışmalarına halen aynı fakültede devam etmektedir. 2003 yılında “Para Krizleri ve Bu Krizlerin Tahmin Edilebilirliği: Teori ve Uygulama” adlı yüksek lisans tezini tamamlayan yazar evli ve bir çocuk babasıdır.

Adres: Erciyes Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 38039, Melikgazi, KAYSERİ

Telefon: 0-352-4374901 (Dahili hat 30454)

Elektronik posta: cdumrul@erciyes.edu.tr