

**T. C.
İstanbul Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
İktisat Bilim Dalı**

Doktora Tezi

**GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARDA FİNANSAL
GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: TÜRKİYE
ÖRNEĞİ**

**Reşat Can AKKAY
2502040093**

Tez Danışmanı: Prof.Dr.Nihal Tuncer

İstanbul 2010



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MÜDÜRLÜĞÜ



TEZ ONAYI

Enstitümüz İKTİSAT Anabilim Dalı'nda 2502040093 numaralı REŞAT CAN AKKAY'ın hazırladığı “GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARDA FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ:TÜRKİYE ÖRNEĞİ” konulu YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZİ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 35.Maddesi 04.11.2010 PERŞEMBE günü saat: 11.00'de yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin'ne* ~~OYBİRLİĞİ /OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ(*)	İMZA
PROF.DR.NİHAL TUNCER	Kabul	
PROF.DR.MERİH PAYA	Kabul	
PROF.DR.TARGAN ÜNAL	KABUL	
PROF.DR.KARUN NEMLİOĞLU	Kabul	
DOÇ.DR.HAKAN ONGAN	Kabul	

“Gelişmekte olan piyasalarda finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye örneği”

Reşat Can Akkay

ÖZ

Çalışmamızın temel konusu 1989-2010 döneminde Türkiye’de finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin araştırılmasıdır. Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin arkasındaki teorik temelleri oluşturan literatürden ayrıntılı biçimde bahsedilen çalışmamızda; ülke özelinde ve ülkeler genelinde konu ile ilgili yapılan birçok ampirik çalışmaya da yer verilmiştir. İncelediğimiz dönemin 1989-2010 yılları arasındaki süreci kapsamayı; Türkiye açısından bu ilişkinin finansal entegrasyon sürecindeki gelişiminin irdelenmesi açısından önem taşımaktadır. Çalışmamızda Türkiye’de finansal sistemi oluşturan bileşenlerin bu süreçteki gelişimleri ayrıntılı biçimde ele alınmış; finansal entegrasyonun finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından sonuçları çeşitli grafik ve tablolar yardımıyla analiz edilmiştir. Uygulama bölümünde Türkiye için 1989-2010 döneminde finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmış; Granger nedensellik testinin kullanıldığı bu analiz sonucunda ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru “talep takipli” bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Anahtar kelimeler: Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme, Finansal Entegrasyon, Gelişmekte Olan Ülkeler, Nedensellik

“The relationship between financial development and economic growth in emerging markets:
A case study for Turkey”

Reşat Can Akkay

ABSTRACT

The main aim of our study is to examine the relationship between financial development and economic growth in Turkey between the years 1989-2010. In order to make a proper interpretation the theoretical and empirical background which lies behind the literature is examined in a very detailed way. By our research the 1989-2010 period also provides us to explicate the effects of the financial integration on the relationship between financial development and economic growth in Turkey. In this process the changes in the components of the Turkish financial system is monitored with the help of some tables and graphs. In the empirical part of our study the Granger causality test is used to determine the direction of the causality between financial development and economic growth. As a result we obtain a “demand following” Granger causality from economic growth to financial development for this period in Turkey.

Key words: Financial Development, Economic Growth, Financial Integration, Developing Countries, Causality

ÖNSÖZ

Bir ülkenin refahını belirlemede en önemli göstergelerden olan ekonomik büyüme, iktisat literatüründe en çok ilgi duyulan konuların başında gelmektedir. Bu çerçevede bir ekonomide, bölüşümün adil olduğu varsayımı altında GSYİH'nın büyüyor olmasının olumlu bir gelişme olduğuna şüphe yoktur. Bu gerçek de ekonomik büyümenin neden yürütülen ekonomi politikalarının temel hedeflerinin başında geldiğini açıklamaktadır. Ekonomik büyümenin ardındaki motivasyonların bu anlamda belirlenmesi, yürütülen ekonomi politikalarının seçimi açısından çok kritik bir rol oynamaktadır. Bu motivasyonlardan bir tanesi olduğu düşünülen finansal gelişme, özellikle finansal entegrasyonun yoğun biçimde yaşandığı günümüzde üzerinde giderek daha fazla durulan bir konu haline gelmiştir. 19. yüzyılın sonlarından itibaren teorik olarak oluşmaya başlayan finansal gelişme-ekonomik büyüme literatürü; Dünya Bankasının konu ile ilgili geniş bir veri setini oluşturmamasından sonra ampirik çalışmalarla daha da gelişmiştir. Bu bağlamda çalışmamızın amacı bahsedilen literatür çerçevesinde Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini değerlendirmek olarak özetlenebilir. Yaptığımız değerlendirmenin sağlıklı olması açısından çalışmamızda Türkiye'nin ekonomik ve finansal geçmişi özellikle detaylı biçimde ele alınmıştır. Bu hassasiyetimizin ardında finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin incelendiği birçok çalışmanın sadece veriler çerçevesinde yapılan uygulama çalışmalarına dayanması yatmaktadır. Kanımızca finansal sistemlerin işlevlerinin her ekonomide birbirinden farklı olması, ulaşılan sonuçların doğru yorumlanması açısından analiz edilen finansal gelişme ve ekonomik büyüme değişkenlerinin incelenen ekonomideki ve dönemdeki farklılıklar çerçevesinde belirlenmesini gerektirmektedir. Bunun yanında özellikle finansal entegrasyon sürecinin ekonomik gelişmelere olan etkisi, finans-büyüme ilişkisinin anlaşılması açısından mutlaka üzerinde durulması gereken çok önemli bir olgu halini almıştır. Çalışmamızda bu süreç içinde yaşanan değişim; finansal piyasalara ve ekonomiye olan etkileri bağlamında detaylı biçimde ele alınmış ve varılan sonuçların değerlendirilme aşamasında göz önünde bulundurulmuştur. Bu çerçevede çalışmamızın finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini Türkiye açısından inceleyen diğer çalışmalardan temel farkı; konuyu tarihsel süreçte finansal sistem, finansal entegrasyon ve ekonomik gelişmeler çerçevesinde daha geniş bir perspektiften ele alması ve uygulama bölümünde elde edilen sonuçların bu çerçevede yorumlanması olarak özetlenebilir. Buna ek olarak çalışmamızda ortaya konan finansal gelişme-ekonomik büyüme ile ilgili teorik ve ampirik literatür taramasının, kapsamı itibarıyla bugüne kadar yapılan çalışmaların en geniş olduğu düşünülmektedir.

Bu çalışmanın yazılması aşamasında her türlü desteği gösteren ve yönlendirmeyi yapan değerli hocam Prof.Dr.Nihal Tuncer'e ve uygulama bölümünün ortaya çıkmasında bana desteğini hiç esirgemeyen hocam Yard.Doç.Dr.Osman etinkaya'ya teşekkürü bir borç biliyorum. Eşim Ayşe Akkay'a ve oğlum Kuzey Akkay'a da bu süreçte bana gösterdikleri anlayış için teşekkür ediyorum.

Reşat Can Akkay

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER.....	ix
GRAFİKLER.....	x
KISALTMALAR.....	xi
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	3
FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ.....	3
1.1. EKONOMİK BÜYÜME AÇISINDAN FİNANSAL SİSTEMİN FONKSİYONLARI.....	3
1.2. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLE İLGİLİ KURAMSAL ÇERÇEVE.....	10
1.3. İÇSEL BÜYÜME LİTERATÜRÜ ÇERÇEVESİNDE FİNANS-BÜYÜME İLİŞKİSİ.....	30
1.4.FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİ AMPİRİK OLARAK DEĞERLENDİREN ÇALIŞMALAR.....	39
1.4.1. ÜLKELER GENELİNDE YAPILAN ÇALIŞMALAR VE SONUÇLARI.....	40
1.4.2. ÜLKELER ÖZELİNDE YAPILAN ÇALIŞMALAR VE SONUÇLARI.....	90
1.4.3. YAPILAN ÇALIŞMALAR İLE İLGİLİ TEKNİK ELEŞTİRİLER.....	111
1.5. FİNANSAL KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ.....	116
İKİNCİ BÖLÜM.....	128
TÜRKİYE’DE FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ.....	128
2.1. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE İŞLERLİĞİ.....	129
2.1.1. TÜRKİYE’DE BANKACILIK SEKTÖRÜ.....	132
2.1.1.1. TÜRKİYE’DE BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN GELİŞİMİ (1850-2007).....	133
2.1.1.2. 2007 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE’DE BANKACILIK SEKTÖRÜ.....	143
2.1.1.3. ÇIKARIMLAR.....	151
2.1.2. TÜRKİYE’DE HİSSE SENEDİ PİYASASI.....	155

2.1.2.1. TÜRKİYE’DE BORSANIN KISA TARİHÇESİ.....	156
2.1.2.2. 1986-2007 ARASI BORSANIN PERFORMANSI.....	158
2.1.2.3. 2007 SONRASI DÖNEM.....	164
2.1.2.4. ÇIKARIMLAR.....	168
2.2. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ.....	170
2.2.1. 1980-1989 DÖNEMİ.....	171
2.2.2. 1989-2001 DÖNEMİ.....	180
2.2.3. 2002-2007 YENİDEN YAPILANMA DÖNEMİ VE 2007 SONRASI DÖNEM.....	190
2.2.4. ÇIKARIMLAR.....	192
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	195
TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN AMPİRİK OLARAK SINANMASI.....	195
3.1. TÜRKİYE İLE İLGİLİ DAHA ÖNCE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR.....	195
3.2. TÜRKİYE İÇİN FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİ SAĞLAYAN KANAL.....	200
3.3. TÜRKİYE İÇİN 1989-2010 DÖNEMİNDE FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN YÖNÜ.....	220
3.3.1. KULLANILAN VERİ SETİ, YÖNTEM VE DEĞİŞKENLER.....	220
3.3.2. İLİŞKİNİN YÖNÜ.....	223
SONUÇ.....	231
KAYNAKÇA.....	243
EKLER.....	262
ÖZGEÇMİŞ.....	264

TABLoların LİSTESİ

TABLO NO: TABLO ADI

SAYFA NO:

TABLO 2.1-1: TÜRKİYE FİNANS SEKTÖRÜNÜN AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ.....	130
TABLO 2.1-2: YURTİÇİ VE YURTDIŞI YERLEŞİKLERİN PORTFÖY YATIRIM TERCİHLERİ...	131
TABLO 2.1.1.2-1: BANKACILIK OPERASYONEL GÖSTERGELERİ.....	148
TABLO 2.1.1.2-2: MEVDUATLAR VE CARİ HESAPLARIN GELİŞİMİ.....	148
TABLO 2.1.1.2-3: BANKACILIK SEKTÖRÜNDE KREDİLERİN GELİŞİMİ.....	149
TABLO 2.1.1.2-4: SEKTÖRLERE GÖRE KREDİLER.....	150
TABLO 2.1.1.2-5: TÜRLERİNE GÖRE KREDİLER.....	150
TABLO 2.1.1.2-6: BİREYSEL KREDİLERİN DAĞILIMI.....	151
TABLO 2.1.2-1: PİYASA DEĞERLERİ (1986-2007).....	159
TABLO 2.1.2-2: İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYISI (1986-2007).....	162
TABLO 3.3.1-1: GSYİH VE FİNANSAL GELİŞME GÖSTERGELERİ ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİ (1989-2010).....	226
TABLO 3.3.1-2: GSSSO VE FİNANSAL GELİŞME GÖSTERGELERİ ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİ (1989-2010).....	227
TABLO 3.3.1-3: EKONOMİK BÜYÜME VE FİNANSAL GELİŞME GÖSTERGELERİNİN KENDİ İÇLERİNDEKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİ (1989-2010).....	228

ŞEKİLLER LİSTESİ

ŞEKİL NO: ŞEKİL ADI

SAYFA NO:

ŞEKİL 3.2-1: TÜRKİYE AÇISINDAN FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİ SAĞLADIĞI DÜŞÜNÜLEN KANAL.....	202
---	-----

GRAFİKLER LİSTESİ

GRAFİK NO:GRAFİK ADI

SAYFA NO:

GRAFİK 2.1.2-1: PİYASA DEĞERLERİ.....	160
GRAFİK 2.1.2-2:İMKB’NİN PİYASA DEĞERİ AÇISINDAN GLOBAL DURUMU (1986-2007).....	161
GRAFİK 2.1.2-3: ULUSAL PAZAR İŞLEM HACMİ (1986-2007).....	162
GRAFİK 2.1.2-4: İMKB ULUSAL FİYAT ENDEKSİ.....	163
GRAFİK 2.1.2-5: İMKB PİYASA DEĞERİ (1986-2007).....	164
GRAFİK 2.1.2-6: İMKB TL BAZINDA TOPLAM İŞLEM HACMİ (07.07-11.09).....	166
GRAFİK 2.1.2-7: SÖZLEŞME SAYISI AYLIK (07.07-11.09).....	167
GRAFİK 2.1.2-8: HİSSE SENEDİ PİYASASI TOPLAM DEĞER (07.07-11.09).....	167
GRAFİK 3.2-1: M1 VE DOLAŞIMDAKİ PARANIN GSYİH’YA ORANI (1987-2009).....	202
GRAFİK 3.2-2: KONUT SAHİPLİĞİ HARCAMALARININ GSYİH’YA ORANI (1987-2009).....	202
GRAFİK 3.2-3: DEVLET İÇ BORÇLANMA SENETLERİNİN GSYİH’YA ORANI (1987-2009).....	203
GRAFİK 3.2-4: BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN ELİNDEKİ DİBS’LERİN BANKACILIK SEKTÖRÜ TOPLAM AKTİFLERİNE ORANI (1987-2009).....	204
GRAFİK 3.2-5: BANKACILIK SEKTÖRÜ TOPLAM MEVDUATLARIN GSYİH’YA ORANI (1987-2009).....	205
GRAFİK 3.2-6: KAMU KESİMİ BORÇLANMA GEREĞİNİN GSYİH’YA ORANI (1987-2009).....	206
GRAFİK 3.2-7:ÖZEL SEKTÖRE VERİLEN KREDİLERİN MEVDUATLARA ORANI (1987-2009).....	207
GRAFİK 3.2-8:TÜKETİCİ KREDİLERİNİN TOPLAM KREDİLERE ORANI (2000-2010).....	209
GRAFİK 3.2-9:BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN ELİNDEKİ HİSSE SENETLERİNİN MEVDUATLARA ORANI (1987-2009).....	210
GRAFİK 3.2-10:GSYİH BÜYÜME ORANI (1987-2009).....	212
GRAFİK 3.2-11: SATIN ALMA PARİTESİNE GÖRE KİŞİ BAŞI GSYİH (1987-2009).....	213
GRAFİK 3.2-12: SABİT FİYATLARLA GSYİH (1987-2009).....	213
GRAFİK 3.2-13: TÜKETİMİN, YATIRIMIN VE DEVLET HARCAMALARININ GSYİH’YA ORANI (1987-2009).....	214
GRAFİK 3.2-14: İTHALATIN VE İHRACATIN GSYİH’YA ORANI (1987-2009).....	215
GRAFİK 3.2-15: KAMU VE ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇ STOKUNUN TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU İÇİNDEKİ YERİ (1989-2010).....	216
GRAFİK 3.2-16: DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN GAYRİ SAFİ SABİT SERMAYE OLUŞUMU İÇİNDEKİ YERİ (1990-2008).....	217

KISALTMALAR LİSTESİ

- A.B.D.** : Amerika Birleşik Devletleri
ARDL : Eşbütünleşme Analizi Sınır Testi
BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
A.e. : Aynı Eser
a.g.e. : Adı Geçen Eser
DOLS : Dinamik En Küçük Kareler
ECM : Hata Düzeltme Modeli
GMM : Genelleştirilmiş Moment Metodu
GSYİH : Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GSSSO : Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu
OECD : Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OLS : En Küçük Kareler
KİT : Kamu İktisadi Teşekkülkeri
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TFP : Toplam Faktör Verimliliği
TSMF : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu
VAR : Vektör Otoregresyon
VECM : Vektör Hata Düzeltme Modeli

GİRİŞ

Finansın ekonomik büyümeye olan etkisi, 1873 yılında Bagehot'un yaptığı çalışmadan günümüze kadar geçen süreçte birçok araştırmacının üzerinde durduğu; ulaşılan sonuçlar itibariyle üzerinde bir uzlaşmanın tam olarak sağlanamadığı bir konu olmuştur. Ülkedeki refahın yükselmesi açısından ekonomik büyümenin çok kritik bir nokta olduğu düşünüldüğünde, büyümenin arkasındaki dinamiklerin tespitinin neden bu derece önemli olduğu anlaşılmaktadır. Bu bağlamda özellikle neoklasik büyüme yaklaşımının ekonomik büyümenin nedenlerini kısmen açıklayabiliyor olması; finansal gelişmeleri de içeren içsel büyüme modellerinin büyüme literatürünün çok önemli bir parçası haline gelmesine neden olmuştur.

Finansal gelişme ekonomik büyüme literatürünü oluşturan çalışmalar genel olarak üç ana kategoride incelenebilir. Tüm bu çalışmaların temellerini oluşturan teorik yaklaşımlar; içsel büyüme modelleri çerçevesinde yapılmış matematiksel yaklaşımlar ve teorik yaklaşımların doğruluğunun ülkeler düzeyinde sınıdığı ampirik yaklaşımlar olarak ifade edebileceğimiz bu üç kategori; sonuçları itibariyle birbirinden çok farklı hatta taban tabana zıt birçok çalışmayı ihtiva etmektedir. Teorik yaklaşımlar bağlamında Schumpeteryan görüşü savunan çalışmalarda finansal gelişme ekonomik büyümenin ardındaki en büyük motivasyonlardan biriyken; Keynesyen görüşün hakim olduğu teorik çalışmalarda finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan katkısının olmadığı iddia edilmektedir. İçsel büyüme literatürü çerçevesinde finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye olan etkisini beşeri sermaye, teknoloji finansmanı, sermaye birikimi, toplam faktör verimliliği gibi farklı kanallardan ele alan çalışmalar bulunmaktadır. Uygulama çalışmalarında ülke gruplarıyla yapılan çalışmalarda genel olarak finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir ilişkinin varlığı doğrulanırken; ülke özelinde yapılan çalışmalarda bu etkinin azaldığı hatta nedensellik bağlamında ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir ilişkinin varlığı ya da finansal gelişmelerin ekonomik büyüme üzerinde negatif etkilerini olduğu iddia edilmektedir. Kısaca finans büyüme ilişkisi açısından elde edilen sonuçların araştırmacının ekonomi politikası bağlamındaki hayat görüşü, finansal gelişme ile ilgili kafasındaki tanım, araştırmanın yapıldığı dönem, incelenen ülke veya ülkelerin

gelişmişlik düzeyi, finansal gelişme ve ekonomik büyümeyi temsil eden göstergeler ve kullanılan ekonometrik yöntemler çerçevesinde istenen yönde elde edilebileceği şeklinde yorumlanabilir. Buna ek olarak ilişkinin uzun dönemde analizi, kısa dönemde ilişkinin farklı yönlerdeki etkilerini değerlendirmek açısından bir engel olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer taraftan ilişkinin kısa dönemde analizi, ampirik olarak elde edilen sonuçların sağlığı açısından teknik problemler yaratmaktadır. Bu çerçevede finans büyüme ilişkisinin incelenmesinde doğru bir yorum yapmanın ancak incelenen ekonominin ve finansal şartların tarihsel gelişiminin ortaya konmasıyla mümkün olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmamızın ilk bölümünde finansal sistemin hangi özellikleri sayesinde ekonomik büyümeye etkisi olabileceği ekonomi içerisindeki başlıca fonksiyonları çerçevesinde ele alınmış; finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi yukarıda bahsettiğimiz üç ana kategori çerçevesinde detaylı olarak incelenmiştir. Öncelikle teorik yaklaşımlar karşıt görüşler çerçevesinde değerlendirilmiş; finansal entegrasyon bağlamında konu ayrıca ele alınmıştır. İçsel büyüme modelleri bağlamında literatürde en çok referans gösterilen başlıca yaklaşımlardan bahsedilmiş; son olarak da ülke özelinde ve ülkeler genelinde yapılan birçok ampirik çalışma ayrıntılı biçimde analiz edilmiştir. Çalışmamızın ikinci bölümü Türkiye’de finansal sistemi oluşturan bileşenlerin tarihsel süreç içindeki gelişimlerini finansal entegrasyon süreci içinde ele alan bir temel çerçevesinde şekillenmiştir. Bu bölümde özellikle Türkiye’de finansal sisteminin işleyişi varolan bileşenler ve ekonomik gelişmeler çerçevesinde yorumlanmaya çalışılmıştır. Çalışmamızın üçüncü ve son bölümünde finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini Türkiye açısından ele alan çalışmalardan bahsedilmiş; 1989-2010 yılları arasında üç aylık verilerle finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi Granger nedensellik testi ile analiz edilmiştir. Sonuç bölümünde, tüm bu bölümlerde elde ettiğimiz bilgiler ışığında finansal entegrasyon sürecinde Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

1.1. Ekonomik büyüme açısından finansal sistemin fonksiyonları

Finansal sistem en temel tanımıyla ekonomideki fon fazlasını fon kıtlığı olan yere doğru taşıyan bir aktarım mekanizmasıdır. Bu noktada finansal piyasalar (para ve sermaye piyasaları) ve finansal araçlardan (bankalar ve diğer finansal kurumlar) oluşan finansal sistemin, finansal küreselleşme süreci içinde, hangi özellikleri sayesinde, hangi kanallar yoluyla ve ne derecede ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğu çalışmamız açısından en temel sorudur. Daha açık ifade etmek gerekirse; kaynakların etkin tahsisi, tasarrufların akışkanlığının sağlanması, riskin ve işlem maliyetlerinin azaltılması, işlemlerin kolaylaştırılması ve yatırım projelerinin gözlemlenmesi olarak sıralayabileceğimiz başlıca finansal sistem fonksiyonlarının tasarrufların toplanması, kredi haline getirilmesi ve bu kredilerin etkin yatırımlara dönüşmesi sürecindeki etkinliğini finansal küreselleşme olgusu çerçevesinde incelemeyi hedeflemekteyiz.

Finansal gelişme ekonomik büyüme literatürü incelendiğinde bu ilişkiyi kuran temel iki kanaldan bahsedilmektedir. Bu kanallardan ilki “sermaye birikimi” ikincisi ise “toplam faktör verimliliği” kanalı olarak ifade edilmektedir. Sermaye birikimi ile ilgili kanal genelde nicel kanal olarak bilinmekte ve Gurley ve Shaw’ın (1955) tarihli çalışmalarındaki “borç birikimi” hipotezine dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre finansal sektör tasarrufların bölünememe problemini tasarrufların akışkanlığını sağlayarak ortadan kaldırmaktadır. Akışkanlık kazanan tasarruflar bu şekilde verimli sektörlerin yatırım projelerine kanalize olarak sermaye birikimini arttırıp, daha fazla çıktı elde edilmesini sağlamaktadır. “Toplam faktör verimliliği” ise nitel kanal olarak ifade edilmekte ve gelişen finansal sistemin, finansal kaynakların etkin tahsisini ve yatırım projelerinin izlenmesini engelleyen “asimetrik bilgi” problemini engellemedeki rolü üzerinde durmaktadır.¹ Bu yaklaşım da sonraki bölümlerde daha

¹ C. Bell ve P.L. Rousseau, “Post-independence India: a case of finance-led industrialization?”, **Journal of Development Economics**, C.65, 2001, ss. 153–175

ayrıntılı olarak incelenecek olan Greenwood ve Jovanovic (1990) ve King ve Levine (1993b)'in çalışmalarına dayanmaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı kurarken yararlanacağımız bu iki kanal aslında finansal sisteminin temel fonksiyonları çerçevesinde oluşmaktadır. Bu temel fonksiyonlar, Levine'in (1997) çalışmasında ayrıntılı biçimde ele aldığı beş ana kategori çerçevesinde incelenecektir.²

i) Kaynak tahsisi

İyi işleyen bir finansal sistem, kaynakların tahsisi konusunda daha etkin olmaktadır. Finansal aracılardan yatırım projelerini değerlendirmeleri, girişimcilerin daha ucuza ve daha rahat borçlanıp işlerini büyütmelerine izin vermektedir. Finansal araçlar çeşitli yatırım projelerini varolan riskleri çerçevesinde değerlendirerek, fonların en verimli projeye doğru yönlendirilmesini sağlamaktadırlar. Bu yönlendirmeyi de yatırım projelerinin fonlanmasında ortaya çıkabilecek olası “asimetrik bilgi” probleminin üstesinden gelerek yapmaktadırlar. Tasarrufların yatırımlara dönüşmesi sürecinde karşılaşılan asimetrik bilgi problemi başlıca iki aşamada ortaya çıkmaktadır.³ Tersine seçim (adverse selection) olarak adlandırılan asimetrik enformasyon problemi yüzünden sektöre uğrayan ilk aşamada fon arz edenler yüksek faiz ödemeye hazır fakat yüksek kredi riskine sahip yatırımcılara güvenemediklerinden borç vermekten çekinmektedirler. Bu da tasarrufların yatırımlara kanallanmasını engellemektedir. Bu noktada finansal aracılardan varlıklarını sürdürmeleri, borç alan ve veren arasındaki bağlantıyı güvenli biçimde kurmalarına dayandığından; tersine seçim problemini engelleyecek gerekli bilgiye sahip olmak zorunda olmaları, varoluşlarının doğasından gelmektedir. Bu özellikleri sayesinde finansal araçlar yatırımların kalitesini artırarak, ekonominin büyümesine yardımcı olmaktadır. Asimetrik bilgi probleminin ikinci aşaması olan, ahlaki çöküntü (moral hazard) problemi, tasarrufların riskli yatırımlara kanallanmasından dolayı borcun geri ödenmeme riskinin ortaya çıkmasıyla

² R. Levine, “Financial development and economic growth: Views and agenda”, **Journal of Economic Literature**, C. 35, 1997, ss. 690–702.

³ Hal R. Varian, **Intermediate Microeconomics A Modern Approach**, Third Edition, 1993, New York: W. W. Norton and Co., s.635

bağlantılıdır. Finansal araçların bu problemin üstesinden ne şekilde geldiği, finansal sistemin diğer fonksiyonlardan olan “yatırımların denetlenmesi”⁴ başlığı altında daha ayrıntılı biçimde incelenecektir.

Finansal sistemin diğer bileşeni olan finansal piyasalar ise, finansal araçlara göre yatırımcı açısından gerekli bilginin daha hızlı şekilde sağlanmasındaki karşılaştırmalı üstünlükleri sayesinde, yenilikçi yatırım projelerinin daha etkin fonlanmasını sağlamaktadırlar. Özetlemek gerekirse finansal sistem, gerek finansal piyasalar gerekse finansal araçlar sayesinde kaliteli yatırımların, hızlı şekilde fonlanmasını sağlamaktadır.

ii) Tasarrufların akışkanlığı

Finansal araçlar ve finansal piyasalar, hanehalklarının ve firmaların tasarruf-yatırım kararlarını koordine etmede çok önemli bir rol oynarlar. Hanehalklarının finansal sistemin içine soktukları tasarruflar, yatırımcıların fon ihtiyacını tam olarak karşılamayabilir. Finansal sistem bileşenleri, hanehalklarının tasarruflarını finansal sisteme aktarmalarını teşvik edip, tasarrufların akışkanlığını sağlayarak yatırım için gerekli fonun oluşmasını sağlamaktadırlar. Finansal sistem geliştikçe daha fazla tasarruf yatırımlar için arz edilebilecektir. Özetlemek gerekirse finansal aracılık ve finansal piyasalardaki gelişmeler sayesinde finansal sistemin derinliği artacaktır.

iii) Riski azaltma

Etkin bir finansal sistem yatırımcılara portföylerini çeşitlendirme ve risklerini dağıtma imkanı vermektedir. Bu finansal sistem içinde birçok fon arz ve talep edenin var olması, finansal araçların farklı vade zamanları bağlamında uygun eşleşmeleri sağlayarak likiditeyi etkin biçimde yaratmalarını sağlamaktadır. Finansal araçların varlığı kişilerin ve kurumların karşılaştıkları likidite riskini belirgin biçimde iyileştirmektedir. Böylece yatırım işlemlerinin akışı kolaylaşmakta ve zorunlu likiditasyon nedeniyle uğranan zararlar azalmaktadır.

⁴ Bkz: s.7

Merton, Allen, Santomero ve Douglas'ın çalışmalarına dayanan ve risk azaltma işlevini finansal aracılardan varlık sebebi olarak ifade eden “modern finansal aracılık teorisi”, finansal araçları sadece yapısal özellikleri çerçevesinde değil aynı zamanda değişen finansal piyasa koşullarında üstlendikleri yeni fonksiyonlar açısından da değerlendirmektedir. Merton, finansal aracılardan varlık sebeplerini minimum maliyetle risk yönetimini gerçekleştirebilmeleriyle bağdaştırmaktadır. Bu yaklaşımın diğer öncülerinden Allen ve Santomero, Merton'un yaklaşımını bir adım daha öne götürerek, finansal piyasaların gelişmesiyle ortaya çıkan ucuz bilgi ve işlem maliyetlerine rağmen finansal aracılardan öneminin giderek artmasını, risk yönetimi ve sermaye piyasalarına katılım maliyetleriyle ilişkilendirmektedirler. Allen ve Santomero'nun bu yaklaşımları aslında genel anlamda modern finansal aracılık teorisinin iki ana bileşenini oluşturmaktadır.⁵

Santomero'ya göre risk yönetimini ortaya çıkmasına neden olacak dört tane ana neden vardır:

- (1) Yönetimsel bazda çıkarlar
- (2) Vergiler
- (3) Finansal bunalımın maliyeti
- (4) Sermaye piyasası kusurlarının oluşması

Araştırmacılara göre yönettikleri şirkette hisseleri olan ve bu şirketten hem kar payı hem de ücret alan yöneticiler, şirketin riskli yatırımlar yapmasını ve bunun sonucunda değişken gelir elde etmesini kendi bireysel çıkarları açısından da istemezler. Böylece riski azaltma konusunda avantaja sahip olan finansal aracılardan hizmetlerine ihtiyaç duyarlar. Diğer taraftan vergiler yüzünden değişkenlik gösteren gelirler firmanın performansını ve değerini etkilemektedir. Bu bağlamda vergilerdeki değişikliklerin yarattığı olumsuz etkilerden korunmak açısından gelir düzlemesi yapmak yani finansal enstrümanlar kullanarak verginin olumsuz etkilerinden korunmak firmaların değer kaybetme riskini de azaltmaktadır. Finansal piyasalarda ortaya çıkan bunalımlar, şirketlerin gelirlerini bir anda yok edebilip iflas etmelerine neden

⁵ Reşat Can Akkay, **Recent developments in the financial intermediation theory: A case study for Turkey**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004, İstanbul, ss.65-66

olabilmektedir. Bu bağlamda çok maliyetli olan bu süreci yaşamamak açısından firmalar risk yönetimine yönelirler. Froot, Scharfstein ve Stein tarafından geliştirilen yaklaşıma göre firmaların risk yönetimi konusundaki hassasiyetlerinin ardında, sermaye piyasaları kusurları sonucunda oluşan maliyetli dışsal finansman yatmaktadır. Bu maliyetli dışsal finansmanın yarattığı en büyük olumsuzluk gelirler üzerindeki dalgalanmadır ki, bu da firmaların finansman sağlayamadıkları için kaçırdıkları yüksek getirili yatırım fırsatları sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle firmalar gelirlerindeki oynaklığı yok edecek stratejiler izlemeye çalışırlar. Bu da firmaların dışsal finansman elde etmek için katlandıkları işlem, noksan bilgi ve gelecekte olabilecek potansiyel iflasların yüksek maliyeti gibi sermaye piyasaları kusurlarından arınmalarını gerektirir. Yukarıda bahsedilen tüm bu yaklaşımlar finansal ve finansal olmayan şirketlerin ne sebeple risk yönetimiyle ilgilendiklerini açıklamaya çalışmaktadır. Bu bağlamda modern finansal aracılık teorisine göre; varolan piyasa koşulları çerçevesinde finansal araçların risk yönetimi konusunda firma ve kişilere sağladıkları faydalar; işlem ve bilgi edinme konusundaki maliyetlerin azalmasına rağmen finansal araçların sundukları hizmetlere olan talebin neden giderek arttığını açıklamaktadır.⁶

Diğer taraftan finansal piyasaların risk yönetimine olan katkısı likidite bolluğu sağlamak suretiyle olmaktadır. Birçok karlı yatırım projesi uzun dönemli sermaye taahhütü gerektirmektedir fakat birçok portföy yatırımcısı risk yüzünden tasarruflarını uzun soluklu projelerin finansman kaynağı olarak bağlamak istemez. Bu anlamda finansal piyasalar özellikle de hisse senedi piyasaları portföy yatırımcılarına gerekli olduğu zaman tasarruflarını tekrar likidite etme şansını hızlı biçimde tanıdığı için, yüksek getirili fakat uzun soluklu yatırım projelerinin finansmanı başka portföy yatırımcıları tarafından sağlanabilmektedir.⁷ Özetle hisse senedi piyasasında tasarruflarını değerlendiren bir portföy yatırımcısı risk algısı değiştiğinde elindeki hisseleri başka bir portföy yatırımcısına devredebilir. Bu da uzun soluklu bir projenin finansmanının sürekli olmasını sağlamaktadır.

⁶ A. Santomero, "Financial Risk Management: the Whys and Hows", **Financial Markets, Institutions, and Investments**, C. 4(5), 1995, ss.1-14

⁷ James B. Ang, "A survey of recent developments in the literature of finance and growth", **Journal of Economic Surveys**, C.22, Sayı:3, 2008, s. 539

iv) İşlemlerin kolaylaşması ve işlem maliyeti

İktisadi faaliyetlerin hacmi açısından kredi konusunda elde edilen fırsatlar ve ödemelerin garanti altına alınmış olması çok önemlidir. Gurley ve Shaw (1960) tarihli çalışmalarında, finansal aracılardan temel fonksiyonunu birincil menkul kıymetlerin dolaylı menkul kıymetlere dönüşümünü sağlamak olarak tanımlamışlardır. Bir başka deyişle atıl halde bekleyen tasarrufların yatırımları fonlayacak hale dönüşmesi sürecinden bahsetmişlerdir. Finansal aracılardan olmadığı bir durumda Gurley ve Shaw'a (1960) göre kişiler başlıca dört tane maliyetle karşı karşıyadırlar. İlk maliyet potansiyel yatırımcıyı aramak, hakkında bilgi edinmek ve anlaşma yapmak için katlanılan maliyettir. İkinci tip maliyet borç verenlerin karşı karşıya oldukları borç alma tekliflerinin değerlendirilmesi aşamasında ortaya çıkmaktadır. Üçüncü tip maliyet olarak ortaya çıkan gözlemlenebilir maliyeti, borç alanın anlaşmanın kuralları çerçevesinde hareket edip etmediğinin kontrolü sonucu oluşurken; borç alanın borcuna sadık olmaması durumunda ortaya çıkan icra masrafları maliyetlerin dördüncü ayağını oluşturmaktadır.⁸ Gurley ve Shaw (1960) ile başlayan bu yaklaşım daha sonra Benston ve Smith (1976) tarafından geliştirilmiş ve finansal aracılardan asıl varlık sebeplerinin yukarıda bahsedilen dört maliyet unsurunun azaltılması aşamasında olduğu sonucuna varılmıştır ki bu da "geleneksel finansal aracılık teorisinin" temel düşüncesini ifade etmektedir. Maliyet azaltma konusunda oluşan bu avantaj finansal aracılardan uzmanlaşma sonucunda elde ettikleri ölçek ekonomileri, bilgi edinme konusundaki maliyet avantajları ve araştırma sonucu işlem maliyetini azaltabilmelerine dayanmaktadır. Yukarıda da bahsedildiği gibi bireysel tasarrufçu açısından, finansmanını sağlayacağı projenin sahibi olan potansiyel firma ya da kişi hakkında gerekli bilgiyi toplamak için harcadığı zaman ve çaba ciddi bir maliyet unsuru olmaktadır. Finansal aracılardan bu konuda sahip oldukları maliyet avantajları, yatırımın fonlanmasını dolayısıyla işlemlerin gerçekleşmesini kolaylaştırmaktadır.⁹

v) Yatırımların gözlemlenmesi

⁸ J.G. Gurley ve E.S. Shaw, **Money in a theory of finance**, Washington DC: The Brookings Institution, 1960, ss. 191-242

⁹ G.J. Benston ve C.V. Smith, "A transaction cost approach to the theory of financial intermediation", **The Journal of Finance**, C.31, 1976, ss. 215-231

Finansal aracların sağladıkları gözlemeleme hizmetleri sayesinde, tasarruf sahiplerinin finansman sonrası yatırımcıyı gözlemeleme maliyetleri ortadan kalkmaktadır. Finansal aracların bu kolaylığı sağlamamaları durumunda birçok tasarruf sahibi, yatırımcının riskli yatırım yapıp borcunu geri ödemeyeceğini düşünerek yatırım projelerini fonlamaktan vazgeçebilir. Bu doğrulama maliyeti yüzünden birçok yüksek getirili yatırım projesi hayata geirilemeyebilir. Aslında yatırımların gözlenmesi asimetrik bilgi probleminin diğer bileşeni olan ahlaki çöküntü (moral hazard) ile ilişkilidir ve borç alanın elindeki kaynağı riskli işlerde kullanması sonucu borcunu geri ödeyememe riskinin oluşması anlamına gelmektedir. Ahlaki çöküntü probleminin tersine seçim probleminden temel farkı, “ahlaki çöküntünün” borç verme işlemi yapıldıktan sonra ortaya çıkmasıdır. Bu noktada gene finansal aracların özellikle de bankaların kaliteli ve kalitesiz yatırım projelerini ayırt etme açısından gerekli bilgiyi toplaması ve borç veren adına yatırımcıyı kontrol etmeleri (monitoring), ahlaki çöküntü probleminin olumsuz etkilerini en aza indirerek, tasarrufların yüksek getirili yatırımlara dönüşmesini kolaylaştırmaktadır. Böylece finansal aracların varlığı sayesinde gözlemeleme maliyetleri azalarak tasarrufların etkin yatırımlara dönüşmesi kolaylaştırmıştır.

Finansal piyasalar açısından konu değerlendirildiğinde, hisse senedi piyasaları firmaların değerlerini birbiriyle karşılaştırılabilmeyi sağlayan, bu bağlamda da şirketlerin yönetimsel anlamda performanslarını değerlendirmek açısından olanak sağlayan bir kıstas mekanizması görevi görmektedir. Bu da şirketlerin karşılaştırmalı olarak değerlendirilmesini sağlayarak, yüksek getiri sağlama potansiyeli yüksek olan şirketlerin projelerinin finansmanına öncelik verilmesine olanak tanımaktadır.

Yukarıdaki bilgiler çerçevesinde özetlemek gerekirse finansal gelişme; finansal sistem bileşenlerinin fonksiyonlarının çeşitlenmesi sonucunda piyasa koşullarının beraberinde getirdikleri sorunları çözmedeki becerilerinin artmasıyla ortaya çıkmaktadır. Bu becerilerin artmasıyla beraber finansal sistem içindeki bileşenler tasarrufların toplanmasında; toplanan tasarrufların kredi haline dönüştürülmesinde ve verilen kredilerin verimli yatırım projelerini fonlamasında çok daha etkin bir rol

üstlenmektedir. Bu açıdan finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisinin yorumlanmasında finansal sistemin gelişen işlevlerinin anlaşılması çok kritik bir rol oynamaktadır.

1.2. Finansal gelişme ve ekonomik büyümeye ile ilgili kuramsal çerçeve

Günümüz şartları göze alındığında finansal gelişme; finansal sistemin sağlıklı işlemesini sağlayacak şartların finansal entegrasyon süreci içinde tespit edilmesi ve bu şartların oluşması sağlayarak finansal sistemi oluşturan bileşenlerin tasarrufları toplama ve bu tasarrufları yatırım haline dönüştürme sürecinde etkinliğinin artırılması ile sağlanabilir. Bu bağlamda özetle finansal gelişmenin olması için temelde iki şartın yerine gelmesi gerekmektedir. Hem finansal sistemin işlediği ortam sağlıklı olmalıdır; hem de finansal bileşenler bu ortam içinde maksimum faydayı sağlayacak biçimde etkin çalışmalıdır. Bu bölümde bu tanım çerçevesinde finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye olan katkısını tarihsel perspektifte kuramsal olarak ele alan çalışmalar değerlendirilecektir.

Finansal gelişme-ekonomik büyüme literatürü açısından başlangıç noktası olarak kabul edilen ilk çalışma Bagehot'un (1873) yılında yaptığı çalışmadır. Bu çalışmanın temel konusu; merkez bankalarının "son borç verme mercii" olma özelliklerinin likidite krizi durumunda ne işlev gördüğü ile ilgilidir. Bu çalışmada finansal piyasaların fonksiyonlarına değinilmiş ve ekonomideki tasarrufların uzun dönemli yatırımlara dönüşmesinde finansal piyasaların öneminden bahsedilmiştir.¹⁰ Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin kuramsal olarak ciddi şekilde ele alınması ise 1929'da yaşanan "Büyük Bunalım"dan sonraki tarihlere denk gelmektedir. Fisher'in "Econometrica" dergisinin ilk sayısında yayınlanan (1933) çalışması, bu çerçevede yapılan ilk çalışmalardandır. Bu çalışmada Fisher, yaşanan ekonomik bunalımların sebeplerini 49 maddede özetlemeye çalışmıştır. Yaşanan ekonomik bunalımları iş çevrimleri çerçevesinde ele alan Fisher, ekonomik bunalımların ortaya çıkmasında başlıca iki unsur olarak aşırı borçluluk ve deflasyon

¹⁰ X. Freixas, C. Giannini, G. Hoggarth, F. Soussa, "Lender of Last Resort: What have we learned since Bagehot?", **Journal of Financial Services Research**, C.18, Sayı:1, 2000, Springer Netherlands

üzerinde durmuştur. Fisher'e göre bunalımlarda ortaya çıkan diğer unsurlar genelde bu iki temel bileşenin ya belirtileri ya da sonuçları olarak kendini göstermektedir. Yazara göre 1929 senesinde tüm ekonominin bu kadar zayıflamasının ardında önceki dönemlerde borç alan kesimin kaldıraç oranını haddinden fazla yükseltmesi yatmaktadır. Fisher kendi cümleleriyle bunu şu şekilde ifade etmektedir: “ Borçlar o kadar büyümüştür ki, bu gemiyi sadece kayalıklara çarpmamış, alabora da etmiştir”¹¹. Bu dönemde birçok işkolunda ortaya çıkan ve birbirini takip eden iflas dalgası, krizi daha da derinleşmiştir. Fisher'e göre bu doğrudan yayılma mekanizmasının ardında dolaylı bir mekanizma olan finansal sistem bulunmaktadır ve kantitatif olarak araştırıldığında çok daha önemli etkilere sahip olduğu gözlemlenebilecektir. Bunun temel nedeni de bu krizin etkisinin tüm borçluları kapsıyor olmasıdır. Ekonomideki bu kötü gidişe eşlik eden deflasyon, varlıkların borçlulardan alacaklılara transferine neden olmuştur. Varlıklardaki bu azalma, borçlu kesimin harcamalarını ve gelecek taahhütlerini kısmalarına neden olmuş; ekonomiyi daha da kötü hale getirmiş ve sonuç olarak çıktıda kısırdöngüsel bir azalış ve deflasyon oranında artış olmuştur. Fisher'in hesaplarına göre, Mart 1933 itibariyle sert bir şekilde düşen fiyat ve gelirler sonucunda reel borç yükünde kabaca % 40'a yakın bir artış olmuştur. Bu çalışmasında Fisher, borç ve deflasyon arasındaki ilişkiyi incelerken büyük ölçüde Veblen (1904) ve Hawtrey (1926)'in çalışmalarından yararlandığını belirtmiştir.¹²

Finansal aracılık mekanizmasının ekonomik büyümeyi olumlu anlamda destekleyeceğini ilk defa açıkça ifade eden ekonomist ise Joseph Schumpeter olmuştur. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ile ilgili literatür temel olarak Schumpeter'in (1934) çalışmasından esinlenip günümüze kadar gelmektedir. Schumpeter çalışmasında iyi işleyen bir bankacılık sisteminin, yeni ürünleri en etkin ve verimli şekilde üretmek için gerekli olan teknolojik yeniliklerin finansmanını temin ederek, yatırımcıları finansal olarak desteklediğini ileri sürmüştür. Bu anlamda bankalar yeni üretim teknolojilerinin fonlanmasını kolaylaştıran ve dolayısıyla ekonomik büyümeye pozitif anlamda katkıda bulunan anahtar aracı rolünü

¹¹ Irwing Fisher, “The Debt-Inflation Theory of Great Depression”, **Econometrica**, C:1, Konu 4, Ekim 1933, s.346

¹² A.e., Fisher., ss. 337-357

üstlenmektedirler.¹³ Schumpeter’e göre bankalar tasarrufların toplanmasını, yatırım projelerinin değerlendirilmesini, yöneticilerin gözlemlenmesini ve işlemlerin kolaylaşmasını sağlayarak; firmalar hakkında detaylı bilgiyi daha düşük bir maliyetle elde etmeyi sağlamaktadırlar. Bu özellikleri sayesinde bankalar bir anlamda tasarrufların yatırımcılara ve etkin rekabetçi firmalara dağıtımında toplum tarafından yetkilendirilmiş ajanlar olmaktadır. Schumpeter’yan görüşe göre finansal aracılarn gelişmesinin tasarruf oranları üzerinde önemli bir etkisi yokken; bu gelişmenin esas etkisi tasarrufların dağıtımı sürecinde ortaya çıkmaktadır.¹⁴

Buna karşılık “Büyük Bunalım” sonrası yazdığı “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” adlı eseriyle iktisat teorisine yepyeni bir boyut getiren Keynes’e göre, çıktı açısından finansal piyasaların merkezi bir rolü yoktur. Gene de Keynes’in yatırım teorisi içinde finansal olayların rolü vardır. Keynes’e göre yatırım açısından önemli olan “güven ortamıdır” ve bu durumun iki temel belirleyicisi bulunmaktadır. İlk belirleyici borç alanların yatırım projelerinin getirileri hakkındaki beklentileri; ikincisi ise borç verenlerin borç alanlara karşı güven içinde olmalarıdır. Borç verenlerin borç alanlara güven duymaları da, borç alanların motivasyonlarının kendi motivasyonlarıyla aynı miktarda olması ve borçluların yükümlülüklerinin güven altında olması ile alakalıdır. Keynes’ göre taraflardan bir tanesinde güven kaybı yaşanırse ekonomik olarak çöküş başlayabilir ve bu çöküş sadece her iki taraftaki problemlerin halledilmesiyle ortadan kalkabilir.¹⁵ Bu anlamda finansal aracılarn ve piyasaların bu güven mekanizmasını tesis etme görevlerini yerine getirmeleri, bir anlamda reel ekonomiye doğrudan katkıda bulunmuş olmalarını sağlayacaktır.

Genel teoriyi takip eden makroekonomik literatür genelde kredi piyasasının performansı ve çıktıdaki büyüme arasındaki potansiyel ilişkiyi reddetmesine rağmen Hicks’in (1937) ve Modigliani’nin (1944) çalışmaları, Keynes’in “likidite tercihi” teorisi çerçevesinde finansal piyasalar ve reel ekonomik aktivite arasındaki dolaylı ilişkiye dikkat çekmektedir. Bu bağlamda yazarlar ilgiyi, toplam ekonomik aktivite

¹³ Philip Arestis ve Panicos Demetriades, “Finance and Growth: Is Schumpeter ‘Right’?”, **Análise Econômica**, C. 16, Sayı: 30, 1998, ss. 5-21

¹⁴ Harry Bloch ve S.H.K Tang, “The role of financial development in economic growth”, **Progress in Development Studies**, C. 3,3, 2003, ss.243-244

¹⁵ Mark Gettler, “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, C.20, Sayı:3, 1988, ss.561-562

bağlamında en uygun finansal değişken olduğunu düşündükleri “para” olgusunun üzerine kaydırmışlardır. Bu çalışmalardaki modeller reel para balansı için oluşan talep ve arzın reel faiz oranını nasıl belirlediğini göstermektedir.¹⁶

Keynesyen iktisadın takipçilerinden olan Joan Robinson (1952) tarihli çalışmasında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir ilişki olduğunu fakat bu ilişkinin yönünün ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu belirtmektedir. Daha açık söylemek gerekirse, Robinson çalışmasında finansal gelişmenin ekonomik büyümenin bir sonucu olarak ortaya çıktığını iddia etmektedir. Joan Robinson ekonomik gelişmenin ve dolayısıyla finansal modernleşmenin ardındaki gücün, birinci sanayi devriminde (18.yy sonları, 19.yy başları) ve büyük şirketlerin ortaya çıktığı ikinci sanayi devriminde (19.yy sonları, 20. yy başları) olduğu gibi teknolojik gelişme olduğunu belirtmektedir. Bu çıkarımlarının ardında; bu dönemlerde teknolojik gelişmeler sayesinde finans sektörüne olan ihtiyacın artması ve bu talebin finansal sistem tarafından karşılanması sürecinde ortaya çıkan finansal gelişmeler yatmaktadır.¹⁷ Diğer taraftan görüşleri Monetarist yaklaşımın temel taşlarından olan Friedman ve Schwartz (1963) çalışmalarında para ve çıktı arasındaki ilişkiyi tarihsel çerçevede ele alarak; özellikle Büyük Bunalım çerçevesinde para arzının ve dolayısıyla finansal sistemin önemi üzerinde durmuşlardır.¹⁸

Finansal gelişme ve büyüme arasında Schumpeter’in çizgisini takip eden çalışmalardan en çok göze çarpanları Gurley ve Shaw’ın (1955), Goldsmith’in ve Hicks’in (1969) çalışmalarıdır. Gurley ve Shaw çalışmalarında “tasarruf ve yatırımların kurumsallaşmasının” ödünç verilebilir fonların akımını çeşitlendirmedeki ve finansal enstrümanların çoğalmasındaki rolü üzerinde durmaktadırlar. Bu bağlamda yazarlara göre daha fazla finansal kurumun oluşması, finansal ürün ve hizmetlerin çeşitlenmesi çerçevesinde tasarruf-yatırım sürecine olumlu etki yaparak büyümeyi hızlandıracaktır. Gurley ve Shaw bu süreci şu şekilde tarif etmiştir: “Ekonomik büyüme genel olarak servet, emek, çıktı ve gelir çerçevesinde ele alınmaktadır. Büyümenin bu “gerçek” yönleri ekonomik büyüme literatürünün ilgi merkezi olmuş

¹⁶ Getrler., a.e., s.562

¹⁷ Peter.L. Rousseau ve Richard Sylla, “Financial Revolutions and economic growth: Introduction this EEH symposium”, **Explorations in Economic History**, C.43, 2006, ss.1-2

¹⁸ Getrler, a.g.e., s.562

ve bu bağlamda büyümenin finansal cephesinin göz ardı edilmesinin temel sebebi olmuştur. Ekonomik büyümenin kredi mekanizması ile ilişkisi, “tasarrufların ve yatırımların kurumsallaşması” sonucunda finansal varlıkların birikmesi ve ödünç verilebilir fonların akımındaki kanalların ve finansal varlıkların çeşitlenmesi çerçevesinde ortaya çıkmaktadır. Ekonomik büyüme, sebep ya da sonuç olarak, finansal varlıkların ve ödünç verilebilir fonların fiyatlarını değiştirmektedir. Kısaca ekonomik büyüme üretilen malları ne kadar içeriyorsa, finansı da o kadar içermektedir.”¹⁹ Gurley ve Shaw tasarrufların yatırıma dönüşmesi sürecinde iki tane yoldan bahsetmektedirler. Bu yollar içsel ve dışsal finansman yöntemleridir. İçsel finansman kendi kendini finanse etmek anlamında kullanılmaktadır; yani yatırımların özkaynaklar veya dağıtılmamış karlar sayesinde yapılması anlamına gelmektedir. İçsel finansman özellikle az gelişmiş ülkelerde finansman işinin büyük kısmını oluşturmakla birlikte, gelişmiş olan finansal piyasalara sahip olan ülkelerde de görülmektedir. Yazarlara göre süreç içinde özellikle gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde yatırımların uzun dönemde özkaynaklar ile fonlanması yöntemi yerini dışsal fonlama yöntemine bırakmaktadır. Dışsal fonlanmanın ise başlıca iki şekli vardır. Bunlar doğrudan ve dolaylı finansman biçimleridir. Doğrudan finansmanda yatırımcılar, tasarruf edenlerden doğrudan borç almaktadırlar; dolaylı finansmanda ise ödünç verilebilir fonların dağıtılmasında “finansal aracı” adı verilen finansal kurumlar görev yapmaktadırlar. Hisse senedi piyasalarının çok geliştiği ülkelerde bu anlamda doğrudan finansman etkindir. Bunun yanında az gelişmiş ülkelerde genellikle hisse senedi piyasaları bulunmamaktadır. Bu piyasaların bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde ise birkaç istisna hariç hisse senedi piyasaları fon transferi açısından çok küçük bir rol oynamaktadır. Bu nedenle de özellikle az gelişmiş piyasalarda finansal araçların rolü üzerinde daha dikkatli biçimde durulması gerekmektedir. Yazarlar finansal gelişmeyi de zaten bu çerçevede tasarrufların yatırımlara dönüşmesi sürecinde dolaylı yatırımların artan rolü olarak tanımlamışlardır. Dolaylı yatırımlar da yoğun biçimde finansal araçlar sayesinde yapılmaktadır. Yazarlara göre finansal araçlar arasında bankalar bu anlamda en önemli kurumlar olarak karşımıza çıkmaktadırlar.²⁰

¹⁹ J.G.Gurley ve E.S. Shaw, “Financial Aspects of Economic Development”, **The American Economic Review**, Cilt:45, Sayı:4, Eylül 1955, s. 515

²⁰ A.e., Gurley ve Shaw, ss. 515-538

Hicks (1969) çalışmasında finansal gelişmenin İngiltere'deki sermaye hareketliğini etkileyerek sanayi devrimi sürecinde ekonomik büyümeye olan büyük katkısı üzerinde durmuştur. Hicks'e göre büyük ölçekli yatırımlar ve teknolojik değişiklikler olarak tanımlanabilecek sanayileşme sürecinde kalıcı yatırımların sağlanması açısından önemli olan kaynakların sermaye mallarına doğru aktarılabilmesi ve tasarruf sahiplerine likit finansal varlıkların sağlanmasıdır. Bu bağlamda işlemlerin kolaylaştırılması, risk yönetimi, tasarrufların akışkanlığının sağlanması, fonların etkin dağılımı ve yöneticilerin gözlemlenmesi olarak sayılabilecek başlıca finansal hizmetlerin ekonomik büyüme açısından ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede yazar, iyi işleyen finansal sistemlere sahip olan ülkelerin, olmayanlara göre daha hızlı bir büyüme oranı yakalamalarının şaşırtıcı olmaması gerektiğini belirtmektedir.²¹

Aynı tarihli çalışmasında Goldsmith (1969), üretimdeki etkinliği sağlayan teknolojik gelişmenin iyi işleyen bir bankacılık sistemi sayesinde finanse edilebileceğini; bunun da ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunabileceğini iddia etmiştir. Yazar finansal gelişmeyi; finansal yapıdaki oluşumlar ve değişimler; bunun yansıması olarak da çeşitli finansal enstrümanların ve finansal kurumların göreceli büyüklüğündeki farklılaşmalar olarak tanımlamıştır. Bu çerçevede finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, yazarın finansal ilişkiler oranı (financial interrelations ratio) adını verdiği bir finansal gelişme ölçütü etrafında incelenmiş ve bu ölçüt ile milli gelir arasında bir bağlantı kurulmaya çalışılmıştır. Goldsmith'in bulduğu ölçüt, toplam finansal varlıkların milli gelire olan oranını göstermektedir. Yazara göre bu oran ne kadar büyükse yani tüm milli gelir içinde finansal varlıkların oranı ne kadar fazlaysa, finansal gelişme düzeyi de o kadar yüksek olacaktır. Çalışmada birçok ülkenin 150-200 yıllık finansal tarihini incelenmiş ve bu inceleme sonucunda ekonomiler üç ana kategoriye ayrılmıştır. Yazarın, (A) tipi olarak nitelendirdiği ilk kategorideki ülkelerde “finansal ilişkiler oranı” başka bir deyişle “finansal gelişme” düşüktür. Ekonomik büyümenin de yavaş olduğu bu ülkelerde finansal yapının yeni gelişmeye başladığı

²¹Ross Levine, **Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth**, In Claude E. Barfield, ed., *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*. Washington, D.C.: AEI Press., Bölüm:6, 1996, s.252

gözlemlenmiştir. Goldsmith bu ülkelere örnek olarak 18. ve 19. yüzyılın ortalarındaki Avrupa ülkelerinin durumunu göstermiştir. (B) tipi ülkelerde ise “finansal ilişkiler oranı” düşük veya orta seviyededir. Bu ekonomilerde finansal sistem gelişme sürecindedir ve ekonomik büyüme (A) tipine göre daha hızlıdır. (B) tipi ekonomilerin ayırt edici özelliği kamu sektörünün finansal sistem içindeki ağırlıklarıdır. Son tip olan (C) tipi ekonomilerde ise finansal sistem gelişmiştir. Özel ve kamunun finansal varlıklarının çok büyük miktarlarda olduğu bu tarz ekonomilerde çok sayıda finansal kurum ve aracı bulunmaktadır. Dolayısıyla bu ekonomilerde “finansal ilişkiler oranı” yüksektir ve yüksek ekonomik büyüme oranları gözlemlenmektedir. Goldsmith’in yaptığı bu inceleme sonucunda ulaştığı sonuçları özetlemek gerekirse;

- “Finansal ilişkiler oranı” arttıkça ekonomik büyüme de artmaktadır.
- Gelişmiş olan ekonomilerdeki “finansal ilişkiler oranı”, gelişmekte olan ekonomilerdeki “finansal ilişkiler” oranından daha yüksektir.
- Ekonomik büyüme arttıkça finansal piyasalar kurumsallaşmaktadır.
- Bankacılık sistemi finansal gelişme için başlangıç noktasını oluşturmaktadır.
- Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan pozitif katkısının altındaki temel olgu finansal gelişmenin sermaye akımlarının etkinliğini arttırmasıdır.

Goldsmith (1969) yukarıda yaptığı analiz çerçevesinde finansal varlıkların neden ekonomik büyüme için gerekli olduğunu şu şekilde açıklamaktadır: Girişimci olmak anlamında koşullar her insan için eşit değildir. Bu gerçeğin bir sonucu olarak birçok karlı yatırım fırsatının tasarruflardaki eksikler yüzünden gerçekleşememesi, diğer taraftan potansiyel büyümenin altında kalınması anlamına gelmektedir. Böyle bir durumda sayıları pek çok olan tasarruf sahiplerinden, sayıları sınırlı olan girişimcilere tasarrufların ulaşp yatırım haline dönüşmesi ve buna bağlı olarak ekonomik büyümenin ortaya çıkması bağlamında finansal varlıklar çok büyük önem taşımaktadırlar.²²

²² Alevsöt Müslümov, **Borsa gelişmesi ve ekonomik büyüme ilişkilerinin nedensellik analizi**, İstanbul Teknik Üniveristesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998, ss.12-13

“Finansal yapısalıcı görüş”ü temsil eden yukarıdaki çalışmaların ortak yönü, finansal kuruluşların yaratılmasının, daha fazla finansal ürün ve hizmetin sağlanmasının tasarruf-mevduat-kredi-yatırım sürecine olan pozitif katkısından bahsetmeleridir.²³

1970’li senelere gelindiğinde McKinnon ve Shaw (1973), Keynesyen görüşün finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisine olan yaklaşımına karşılık finansal serbestleşme ve finansal sistemin fonksiyonları çerçevesinde eleştirisel bir yaklaşım geliştirmişlerdir. Bu eleştiride temel olarak “finansal baskılama” konusu ele alınmıştır. Yazarlar aynı tarihte ayrı ayrı iki çalışma yapmalarına rağmen literatürde yaklaşımları beraber anılmaktadır. Bu nedenle çalışmamızda, her iki yazarın analizleri beraber değerlendirilecektir.

McKinnon (1973) finansal gelişmeyi, sosyal getirinin yerel girişimcilerin kontrolü altında oluşmuş ve oluşmakta olan yatırımlara doğru olan dağılımında ortaya çıkan verimsizlikte görülen azalma olarak tarif etmektedir. Buna ek olarak finansal gelişmenin yüksek tasarruf oranlarını ve yatırımları yaratmada, en iyi uygulama teknolojilerinin adaptasyonunda ve yaparak-öğrenme süreci aşamasında hem gerekli hem de yeterli bir argüman olduğunu belirtmektedir. Shaw (1973) finansal kurumlardaki gerçek büyümenin daha fazla yatırımcının krediye ulaşmasını sağlayacağını; diğer taraftan tasarrufu özendirip, borç almanın maliyetini azaltacak biçimde sermaye birikimine neden olacağını iddia etmektedir. McKinnon’ın ise bu konudaki görüşü; varlıkları nakit değer olarak tutma isteğindeki artışın, sermaye mallarının alımı için kullanılan tasarrufların fırsat maliyetlerini azaltacağı yönündedir. Her iki yazar da; denge faiz düzeyinin altındaki faiz oranlarının sermayenin kaçmasına ve yerel yatırımlar için gerekli olan tasarrufların miktarında azalmaya neden olacağı görüşünü paylaşmaktadırlar. Shaw, tasarrufların hareketli olduğunu ve bu nedenle faiz tavanı uygulamalarının sermayenin yerel sermaye piyasalarından kaçmasına neden olacağını iddia etmiştir. McKinnon bu bağlamda finansal

²³ Dünya savaşı sonrası dönemde Keynesyen “finansal baskıcı” ideolojinin dünya piyasalarında etkin olması, “finansal yapısalıcı” görüşün büyüme politikaları üzerinde fazla etkili olamamasına neden olmuştur. “Finansal baskılama” faiz hadlerinin kontrolü, yüksek mevduat munzam karşılıkları ve finansal sisteme konan kısıtlayıcı ölçütler olarak tarif edilebilir.

reformların, tasarrufların kronik biçimde düşük getirili yatırımları fonlaması sorununu ortadan kaldıracığını belirtmektedir. Yazara göre, az gelişmiş ya da gelişmekte olan ekonomilerde, kaynakların düşük verimle kullanılmasını engellemek, en az yeni tasarruf yaratmak kadar önemlidir. Shaw finansal olarak baskılanmış bir ekonomide tasarrufların öncelikle bireyleri kendi yatırımlarını fonlamaya iteceğini, bunun bir sonucu olarak ekonomik ortama oto-financemanın hakim olacağını iddia etmiştir. McKinnon böyle bir ortamın, tasarrufların stoklara dönüşmesinden ya da fabrikalarda aşırı kapasite ve teçhizat fazlası oluşmasından başka bir işe yaramayacağını belirtmiştir. Yazara göre, enflasyonun finansal varlıkların reel getirileri üzerinde negatif etkisi olabileceği düşünüldüğünde, fazla kapasite yaratan yatırımların getirisinin de negatif olabileceğini tahmin etmek çok zor değildir. Özellikle tarımsal alanlarda ortaya çıkan kapasite üzeri üretim yatırımlarının daha sonra stok maliyeti nedeniyle reel olarak negatif getirisi olması kaçınılmazdır. Bu bağlamda finansal serbestleşme tasarrufları düşük verimli oto-financeman yatırımlarından, finansal kesimin aracılık ettiği yüksek getirili yatırımlara doğru yönlendirecektir. Shaw’a göre denge faiz haddinden daha düşük bir faiz haddinde fonlara aşırı talep oluştuğunda, kredi talebi olanların bir kısmı kredilerden yararlanamayacaklardır. Bu durumda kredinin dağıtım işinin yürütülmesi devlet kontrolünde olacak; dolayısıyla bir anlamda hükümetler kendi tercihleri ve çıkarları doğrultusunda fon arzını bölüştürecektir. Bu da hükümetlerin daha çok sosyal içerikli ve etkin olmayan yatırımları fonlaması anlamına gelmektedir. Diğer taraftan finansal araçlar da konuya riski azaltma çerçevesinde yaklaşacaklardır. Bu bağlamda reel kredi faizlerinde uygulanan etkin düşük tavanlar, finansal araçların riskten kaçınma isteklerini şiddetlendirecek; bankaları ve diğer finansal araçları, uzun dönemli finansal istikrara sahip olduğunu kanıtlamış, “düşük riskli” grup dışındaki gruplara kredi vermemeye yöneltecektir. Bu da yeni ve riskli fakat yüksek getirili potansiyel yatırım projelerinin hayata geçirilememesi anlamına gelmektedir.

McKinnon ve Shaw yaklaşımına göre, finansal baskılama faiz oranları ve döviz kurlarını içeren finansal fiyatların bozulması olarak ifade edilmektedir. Parasal sistemin baskı altında tutulması yerel sermaye piyasalarını parçalamakta ve baskılamanın sonucu olarak ödünç verilebilir fonların resmi finansal yapı aracılığıyla

aktarımı azalmaktadır. Kredi değerlendirmesindeki geçici ölçütler nedeniyle faiz oranları her borç alan için farklı olmakta, kendi kendini finansman zorlaşmaktadır. Buna ek olarak bankacılık sistemi dışında finansal sistemin derinleşmesi, likiditesi olmayan firmalar ve yüksek enflasyon nedeniyle gerçekleşmemektedir. İstikrarsız döviz kurları ve yerel sermaye piyasaları yüzünden, yabancı fon akımlarının olması durumunda bile bu fonlar yatırım haline dönüşmemektedir. Shaw kredi tayinlamasını yönetilmesi masraflı bir süreç olarak tanımlamıştır. Bu süreçteki temel kırılganlık; ayarlanmış, düşük kredi faiz oranı ve kredi piyasanın temizlendiği piyasa faiz oranı farkından ortaya çıkan monopol rantının, borç alanlar ve finansal aracının çalışanları tarafından bölüşülme riskidir. McKinnon faizlerin piyasa denge faizlerinden aşağıda tutulması durumunda başlanmış yatırımların sermaye yoğunluğunun da bundan etkileneceğini belirtmiştir. Bu şekilde sermaye-yoğun yatırımlar daha karlı olmasına rağmen emek-yoğun üretim teşvik edilmektedir. Shaw ise sermayenin kıt olduğu, emeğin ise bol olduğu durumlarda bile sermaye-yoğun yatırım yapmanın tercih edileceğini belirtmiştir. Faiz oranlarının kontrol altında tutulması durumunda bankaların rekabet şartları gereği finansal piyasa içindeki pozisyonlarının aşırı büyüyeceğini; bu büyümenin de oldukça maliyetli bir süreç yaratacağını iddia etmiştir. Yazara göre, bankaların kaynaklarını israf ederek birçok şube yarattıkları bu süreç, tamamen kredi ve mevduat faizleri üzerindeki kontrollerin bir sonucudur. Bu bağlamda Shaw, parasal ya da diğer finansal reformların sermaye piyasasının ufkunu açacağını ve tasarrufların yatırıma dönüşmesi sürecinde daha alternatifli, uzun döneme yayılan bir süreci başlatacağını savunmaktadır.

Her iki yazar da organize finansmanın çok daha etkin olmasından dolayı, “curb” piyasalardansa organize olmuş finansal sisteme doğru bir kaymanın, daha kazançlı bir süreç yaratacağını düşünmektedirler.²⁴ Shaw’a göre sokak piyasaları sadece dolaylı finansal varlıkların tam ikamesi olmaması durumunda işlevlidir. Yazar, finansal büyümenin sermaye piyasalarındaki tekdüzeliği ortadan kaldırdığını; yatırımlarda görülen sektör içi ve bölge içi farklılıkları azalttığını; diğer taraftan ortalama getiriye arttırdığını belirtmiştir. McKinnon’a göre ise hem kentsel hem de kırsal alanlarda, küçük ölçekli kredi ihtiyacı duyan yatırımcılar açısından, organize finansal sistemin giderek artan ağırlığı dışında ekonomik olarak başka bir alternatif bulunmamaktadır.

²⁴ “Curb piyasalar” resmi olmayan menkul kıymetler piyasaları anlamına gelmektedir.

Sonuç olarak her iki yazar da finansal gelişmelerin ve finansal serbestleşmenin; reel getirisi genellikle eksi olan oto-finance azaltmada, baskılanmış kredi ve mevduat faizleri nedeniyle ortaya çıkan kredi tayınlamasını yok etmede, bankaların çok büyümesinin yaratacağı problemlerden kaçınmada ve “curb” piyasaların etkinliğinin azalmasında çok önemli rol oynadığını belirtmektedirler.²⁵

Özetlemek gerekirse Gurley ve Shaw (1955), Goldsmith (1969), Hicks (1969), McKinnon (1973) ve Shaw (1973), “finansal baskılama” modelini eleştirerek, finansal politikaların oluşturulmasında yeni bir model önerisinde bulunmuşlardır. Tüm bu çalışmalarda ortak payda, finansal sistemlere zarar veren kredi programları, baskılanmış düşük reel faizler ve yüksek mevduat munzam karşılıklarının gereksiz ve mahsurlu olduğudur. Bu gelişmeler tasarrufları azaltmakta, sermaye birikimini yavaşlatmakta ve kaynakların etkin dağılımını engellemektedir. Faiz oranlarının piyasa mekanizması çerçevesinde serbestçe oluşmasına izin verilmesi durumunda, girişimciler yüksek getirili yatırım projelerini fonlama konusunda daha istekli olacaklardır. Bu da beraberinde ekonomik büyümeyi getirecektir. Bu çalışmaların ortak iddiası, finansal serbestleşmenin piyasalarda finansal baskılama yüzünden ortaya çıkan finansal sistem hatalarını yok edeceğidir. Bu nedenle bu yaklaşıma “finansal serbestleşme yaklaşımı” da denmektedir.

McKinnon Shaw’ın analizleri daha sonraki senelerde yapılmış olan Kapur (1976), Galbis (1977), Mathieson (1980) ve Fry’nin (1988) çalışmalarının temelini oluşturmuştur. Bu çalışmalarda McKinnon ve Shaw’ın yaklaşımları daha da somutlaştırılmış fakat diğer taraftan üzerine fazla bir şey eklenmemiştir. Kapur (1976) ve Mathieson (1980) analizlerini finansal liberalizasyonu takip eden yatırımların etkinliğinin sabitliği ile sınırlandırırken, Galbis (1977) ve Fry (1988) analizlerinde etkinliğin arttığı durumu ele almışlardır. Kapur’un (1976) modelinde mevduat faizlerinin yükselmesi beraberinde reel para talebini arttırmakta ve dolayısıyla bankaların kredi bazında para arzını arttırmaları mümkün olmaktadır. Bu süreç de beraberinde ekonomik büyümeyi getirmektedir. Mathieson’un (1980) modeli de Kapur’un (1976) modelinin ulaştığı sonuçlara benzer sonuçlara ulaşmıştır.

²⁵ Bela Balassa, “Financial Liberalization in Developing Countries”, **Development Economics Working Papers**, WPS 55, The World Bank, Eylül 1989, ss.1-6

Aralarındaki temel fark Mathieson'un (1980) çalışmasında sabit sermayeden tam anlamıyla yararlanılırken, Kapur (1976) modelinde sabit sermayenin tam anlamıyla kullanılmamasıdır. Galbis (1977) ise çalışmasında finansal baskılamanın yatırımların ortalama etkinliğini ne yönde etkilediğini tespit etmek için iki sektörlü bir model kurmuştur. Bu modelde finansal liberalizasyon, tasarrufların oto-finance ile fonlanan yatırımlardan daha verimli ve getirisi daha yüksek olan yatırımlara doğru kanallanmasını sağlamaktadır.²⁶

1980'li senelerin başında McKinnon-Shaw'un "finansal baskılama" yaklaşımı; Wijnbergen (1982,1983), Taylor (1983), Buffie (1984), Kohsaka (1984) ve Lim'in (1987) başını çektiği bir grup "neo-yapısalcı" ekonomist tarafından eleştirilmiştir. Neo-yapısalcılar temel olarak modellerini emek, mal ve para piyasaları hakkında farklı varsayımlar altında kurmaktadır. Bu modellerin ortak özellikleri temel bazı varsayımlara dayanmalarıdır. Bu temel varsayımlar ise ücret oranının belirlenmesinde sınıf çatışmasının veya kurumların rolünün göz önünde tutulması ve enflasyonun firmaların emek, ithalat ve işletme sermayesine bağlı olarak koydukları "mark-up" fiyatlandırmaya dayanmasıdır. Bu bağlamda "neo-yapısalcı" görüşü; Fry'nin (1981) tarihli çalışmasında özetlediği; enflasyonun "monetarist" görüşün tersine parasal bir olgu olmadığı ve enflasyonun kapitalist ve işçi sınıfı arasındaki güç dengesine dayandığı görüşünü paylaşmaktadır. Bu görüş çerçevesinde neo-yapısalcı görüşün çok kesin olarak iddia ettiği diğer bir olgu da, gelişmekte olan ülkelerde para piyasalarının organize olmamış olmasıdır. Bu da neo-yapısalcı görüşün finans-büyüme ilişkisine finansal liberalizasyon sürecine şüpheyle bakmasına neden olmuştur.²⁷

Finans büyüme ilişkisi ve finansal baskılama konularında "Neo-yapısalcı" yaklaşımın ve McKinnon-Shaw yaklaşımının arasındaki en ayırt edici fark, gelişmekte olan ekonomiler açısından rekabetçi ve etkin "curb" piyasalarının, başka deyişle "gayri resmi kredi piyasalarının" analize dahil edilmesiyle ortaya çıkmıştır. Gayri resmi kredi piyasaları, merkez bankalarının kontrolü altındaki faizler ve düzenlemelerden etkilenmemektedir. Neo-yapısalcı görüşe göre bankaların yüksek mevduat münzam

²⁶ Balassa, a.g.e., ss.6-7

²⁷ Loizos Konstantinos, "The Financial Repression/Liberalization Debate: A survey of Literature", **UADPhilEcon Working Papers**, 2006, ss.27

karşılığı gibi finansal baskılamalarla karşı karşıya olduğu finansal sistemlerde, “curb” piyasalar finansal aracılık işini bankalara göre çok daha verimli biçimde yapabilirler. Neo-yapısalcıların bu anlamda “dinamik ve rekabete dayalı” curb piyasaların varlığı durumunda finansal liberalizasyon sürecini sert biçimde eleştirmelerinin ardında; Wijnbergen (1982, 1983 ve 1985), Buffie (1984) ve Lim’in (1987) çalışmalarında hem teorik hem de ampirik olarak finansal sektörün düzenlenmemiş olduğu durumda, finansal liberalizasyonun etkisinin “stagflasyon” olduğunu gösterebilmeleri yatmaktadır.²⁸

Taylor ise (1983) tarihli çalışmasında hanhalklarının tasarruf biçimleri çerçevesinde konuyu ele almıştır. Bu yaklaşıma göre hanhalkları, McKinnon ve Shaw yaklaşımındaki gibi tasarruflarını sadece mevduat ve etkin olmayan varlıklar (altın, nakit, gayrimenkul) olarak tutmazlar; bunlara ek olarak bir de “curb” piyasasındaki finansal varlıklar olarak tutarlar. Bu bağlamda banka mevduatlarındaki faiz oranının yükselmesi durumu, hanhalklarını varlıklarını banka mevduatı olarak tutmaya teşvik edecek; böylece “curb” piyasasında arz edilebilecek fonların azalmasıyla yatırımlarda da azalma ortaya çıkacaktır.

Wijnbergen’e (1982,1983) göre de vadeli mevduatların ve üretken olmayan varlıkların birbirinin ikamesi olduğu çok açık değildir. Daha açık söylemek gerekirse, Wijnbergen’e göre vadeli mevduatlara doğru kayan finansal varlıkların altın, nakit ya da gayrimenkul olması zorunlu değildir. Yazara göre bu akım “curb” piyasalardaki varlıklardan, vadeli mevduatlara doğru da olabilir. Bu durumda da “curb” piyasaların etkinliği daha fazla olduğu için bu akım ekonomik büyümeyi olumsuz yönde bile etkileyebilir. Wijnbergen’e göre “curb” piyasaların birebir aracılık yapma gibi bir avantajları vardır. Burada birebirden kasıt, “curb” piyasalarda, bankalar için geçerli olan mevduat munzam karşılıkları, faiz tavanları-tabanları ve yedek akçeler gibi zorunlulukların bulunmamasıdır. Bu zorunluluk bankaların, bünyelerindeki mevduatın hepsini kredi vermek için kullanamamasına neden olmaktadır. Diğer taraftan “curb” piyasalarda böyle bir zorunluluk olmadığından tasarrufların daha büyük kısmı yatırımlara kanalize olabilmektedir.²⁹

²⁸ Rangan Gupta, **Essays on financial repression**, University of Connecticut, PhD Thesis, 2005, s.48

²⁹ Balassa, **a.g.e.**, s.8

Kohsaka (1984) çalışmasında “curb” piyasalardaki varlıklar ve banka mevduatları arasında; etkin olmayan varlıklar ve banka mevduatlarına göre daha yakın ikame ilişkisi olduğunu göstermiştir ki bu da “curb” piyasalarındaki varlıkların azalmasını yukarıdaki mekanizma çerçevesinde açıklamaktadır.³⁰

Neo-yapısalcılar’a göre, resmi finansal sistem içinde bankaların karşı karşıya oldukları mevduat munzam karşılıkları, yatırım için gerekli fonların bir kısmının sistem dışında kalmasına neden olacak ve böylece fon arzı daralacaktır. Fon arzındaki daralma toplam arz (AS) eğrisini sola kaydıracak; bunun sonucunda da yüksek enflasyon ve çıktı da azalmanın ortaya çıkacağı bir ekonomik ortam oluşacaktır. Bu bağlamda neo-yapısalcı görüşe göre “curb” piyasalarının etkin çalıştığı bir ekonomide finansal serbestleşmenin sonucu “stagflasyon” olacak ve bu süreç büyüme üzerinde olumsuz bir etki yaratacaktır.³¹

Lim (1987) ve Wijnbergen (1982,1983) çalışmalarında, finansal serbestleşme sürecinin toplam arza olan negatif etkisinin yanında, toplam talebe olan dolaylı etkisinden de bahsetmişlerdir. Yazarlara göre “curb” piyasalardaki faizlerin artışının bir sonucu olarak sadece toplam arz (AS) eğrisi değil; toplam talep eğrisi (AD) de sola doğru kayacaktır. Bunun nedeni yükselen faizlerin sabit sermaye yatırımlarını olumsuz yönde etkilemesidir. Toplam talep ve arz eğrilerinin sola doğru kaymasının kaçınılmaz sonucu, çıktıda ortaya çıkan azalmadır. Bunun yanında enflasyon oranındaki değişme, toplam arz ve talebin azalma miktarlarına göre değişecektir. Neo-yapısalcıların genel görüşü toplam arzdaki azalmanın, toplam talepteki azalmaya göre daha fazla olacağı ve enflasyon oranının artacağı yönündedir.³²

Buffie (1984) çalışmasında finansal serbestleşmenin uzun dönem etkileri üzerinde durmuştur. Yazara göre reel mevduat faizlerindeki artışı takiben tasarruflarda ortaya çıkan artış; diğer taraftan “curb” piyasalarda önce kısa dönemde faizlerin artmasına,

³⁰ Loizos, **a.g.e.**, ss.27

³¹ Balassa, **a.g.e.**,s.8

³² Balassa, **a.g.e.**,s.8

uzun dönemde ise azalmasına neden olacaktır. Buffie (1984) teorik bu varsayımının doğrulunun ampirik olarak sınanması gerektiğini kendisi de belirtmiştir.³³

Kuramsal çerçeve içinde şu ana kadar incelediğimiz çalışmaların hepsinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında dolaylı ya da dolaysız bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Örnek vermek gerekirse bu ilişkinin yönü Joan Robinson’a (1952) göre ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğruyken; neo-yapısalcı görüşe göre ekonomik büyüme “curb” piyasalarının etkinliği sayesinde gerçekleşmektedir. Sonuçta tüm bu çalışmalarda finansal gelişmeler ve ekonomik büyüme arasında bir bağlantı olduğu varsayılmaktadır. Diğer taraftan bu süreçte, finansal faktörlerin ekonomik büyüme ile olumsuz ilişkisini ve ilgisizliğini kuramsal açıdan savunan çalışmalar da yapılmıştır. Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini bu yönüyle de ele alınması, çalışmamızda ulaşılan sonuç ya da sonuçların objektifliği açısından son derece önemlidir. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisine şüpheyile bakan bu çalışmaları da kendi aralarında beş ana kategoride toplamak mümkündür.

i) Finansın büyümeyle ilgisizliği

Lucas (1988) ekonomik büyüme açısından teknolojik gelişmeleri, fiziki ve beşeri sermaye birikimini temel alan üç modeli karşılaştırdığı çalışmasında finansal konuları analizin tamamen dışında tutmuştur. Bunun nedeni olarak da özellikle son dönemde yapılan çalışmalarda finansal gelişmelerin ekonomik büyüme sürecindeki rolünün birçok ekonomist tarafından çok fazla abartılmasını göstermiştir.³⁴ Bu düşüncenin temelleri aslında Modigliani ve Miller’in (1958) çalışmalarında kurdukları modele dayanmaktadır. Bu modelde asimetric enformasyon ve işlem maliyeti olmayan tam rekabet piyasası şartları altında ekonomik kararlar finansal yapıdan bağımsız olarak alınmakta ve finansal yapının bu anlamda reel ekonomiye hiçbir katkısı bulunmamaktadır. Modigliani ve Miller’in (1958) çalışmasından yola çıkan Fama’nın (1980) çalışmasında ise tam rekabetin olduğu bankacılık sektöründe hanehalkları açısından sermaye piyasalarına giriş serbest ve eşit kolaylıktadır; yani hanehalkları

³³ Loizos, **a.g.e.**, ss. 27-30

³⁴ R.E. Lucas, “On the mechanics of economic development”, **Journal of Monetary Economics**, 1988, C. 22, s.5

tasarruflarını her zaman en iyi faizden değerlendirebilmektedir. Araştırmacı çalışmasında genel denge yaklaşımı çerçevesinde kurduğu modelde herhangi bir bankanın borç verme kararındaki değişikliklerin ekonomideki reel fiyatlara ve yatırımlara hiçbir etkisi olmadığını belirtmiştir. Başka bir deyişle yazar, finansal olayların reel ekonomiye bir etkisi olmadığını iddia etmektedir.³⁵

ii) Bankaların büyümeye olan negatif etkisi

Bankacılık sektöründeki gelişmelerin ekonomik büyümeye olan etkisi açısından inceleyen Morck ve Nakamura (1999), çalışmalarında bankaların kurumsal borçlanmalarda şirket yönetimini gözlemleyerek, borç alan kurumun riskli yatırımlar yapmasını denetlemesinin aslında ekonomik büyümeye olumsuz etkide bulunacağını iddia etmektedirler. Yazarlara göre bankalar, alınan borçların geri ödenmeme riskinden kaçınmak için özellikle maddi teminata dayalı yatırımları destekleyerek, getirisi daha çok olabilecek, bilgiye ve yeni teknolojilere dayalı yatırımları fonlamaktan kaçınmaktadırlar. Bankaların bu tercihleri, firmaların önündeki büyüme fırsatlarını değerlendirmelerini engelleyecek ve genel anlamda ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkileyecektir.³⁶

iii) Hisse senedi piyasalarının denge bozucu etkisi

Keynes (1936) tarihli çalışmasında hisse senedi piyasalarının çok fazla spekülative hareket içerdiğini, bunun da ekonominin istikrarlı olmasına pek yardımcı olmayacağını belirtmiştir. Keynes'in yaklaşımına göre hisse senedi piyasalarının bu istikrarsız ve spekülative doğası ekonomiye olumsuz ve istikrarı bozan bir etki yapmaktadır. Benzer bir yaklaşıma sahip olan Kindleberger (1978) çalışmasında kaldırıcı durumlarda, varlık spekülasyonu ve beklentilerdeki istikrarsızlıkların ekonominin gelişimi açısından sakıncaları olacağına değinmiştir. Yazara göre ekonomide koşulların değişmesiyle psikolojik faktörler aşırı spekülative hareketleri

³⁵ Ang, a.g.e., s.543

³⁶ Randall Morck ve Masao Nakamura, "Banks and Corporate Control in Japan", **Journal of Finance**, C. 54, No.1, 1999, ss.319-339

teşvik edecektir ve bankacılık sisteminin zayıf olması durumunda ortaya çıkan bir panik dalgası ekonomiyi krize götürecektir. Özetlemek gerekirse, irrasyonel spekülasyonlar nedeniyle varlık fiyatları şişmekte ve kırılgan bankacılık sistemi nedeniyle ekonomi krize girebilmektedir.³⁷ Bu yaklaşım daha sonra Singh'in (1997) çalışmasında da desteklenmiştir. Yazarın çıkış noktası 1980 ve 1990'larda finansal liberalizasyonun gelişmekte olan piyasalardaki en belirgin etkilerinden olan hisse senedi piyasalarındaki gelişmeler olmuştur. Çalışmada yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi ve döviz piyasasıyla olan ilişkisinden doğan sonuçlar, reel ekonominin istikrarı ve uzun dönem büyümesi çerçevesinde değerlendirilmiştir. Yazar özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi piyasalarında görülen ani hareketlerin ekonomik büyümeye olumsuz etkisi olabileceğini iddia etmiştir. Bu iddianın arkasında gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi piyasalarının henüz tam olarak gelişmemiş ve enformasyon anlamında problemlere sahip olması yatmaktadır. Singh bu piyasalardaki şeffaflık sorununun ve bilgilendirme konusundaki eksikliklerin olası kırılganlıkların başlıca nedenleri olduğunu; bu bağlamda hisse senedi piyasalarının ekonomik büyümeyi desteklemeyen bir unsur olmasından öte daha çok bir engel olarak düşünülmesi gerektiğini belirtmiştir. Yazar Almanya ve İtalya gibi Avrupa'nın büyük ekonomilerinin II. Dünya Savaşı sonrası yarattıkları ekonomik mucizede hisse senetleri piyasalarının yardımının çok küçük olmasına bu anlamda dikkat çekmektedir. Aynı şekilde Japonya, Kore ve Tayvan gibi ülkelerin savaş sonrası endüstrileşme süreçlerinde hisse senedi piyasalarının rollerinin çok küçük olduğunu; özellikle Japonya'da bu dönemde bankacılık sektörünün bu süreci desteklediğini belirtmiştir. Bu anlamda yazar Dünya Bankası çalışmalarının iddia ettiği gibi hisse senedi piyasalarındaki gelişmelerin finansal gelişme için bir gösterge olmadığını; özellikle gelişmekte olan piyasalar için hisse senedi piyasalarının bir lüks olduğunu iddia etmiştir.³⁸

iv) Finansal krizler

³⁷ Ang., **a.g.e.**, s.544

³⁸ A. Singh, "Financial liberalisation, stockmarkets and economic development", **Economic Journal**, C.107, 1997, ss. 771-782

Minsky (1975) tarihli çalışmasında finansal sistemlerdeki istikrarsızların teşvik ettiği finansal krizlerin ekonomiye pek çok negatif etkisi olacağını iddia etmiştir. Yazara göre doğası itibariyle istikrarsız olan dünya ekonomileri ancak devamlı hükümet müdahalesiyle istikrarı yakalayabilirler. Yazar 1991 tarihli diğer bir çalışmasında, ekonomilerin doğası gereği sağlam bir finansal yapıdan kırılgan bir yapıya doğru ilerlediğini ve hızlı ekonomik büyümelerin daha riskli davranışları beraberinde getirdiğini belirtilmiştir. “Finansal istikrarsızlık hipotezi” olarak adlandırılan bu yaklaşıma göre, bahsedilen bu senaryo ekonomiyi spekülasyonist ekonomik davranışlar etrafında şekillenen bir patlama safhasına getirecektir. Bu şekilde aşırı kaldiraılanmış bir ekonomik ortam, firmaları kredilerini geri ödeyemez duruma getirecek; sonuç olarak yüksek finansal maliyetler ve düşen gelirler yüzünden kredilerin geri ödenmeme riski daha da artacaktır. Kredilerin geri ödenmemesi durumunda bankalar krize girerek iflas edecek, böylece ekonomiler de resesyon sürecine gireceklerdir. Minsky’e göre böyle bir durumun engellenmesi için merkez bankasının ve hükümetlerin finansal sistem içinde daha aktif rol almaları gerekmektedir.³⁹

v) Finansal serbestleşmenin olumsuz etkisi

Joseph Stiglitz’in başını çektiği birçok meşhur ekonomistin finansal serbestleşme ile ilgili şüpheleri bulunmaktadır. Stiglitz (2000) çalışmasında sıklığı giderek artan finansal krizlerin finansal piyasaların serbestleşmesi ile çok yakından ilgili olduğunu iddia etmiş ve bu iddiasını son 25 senede yaşanan sayısı seksenin üzerindeki krizlere dayandırmaktadır. Yazar çalışmasında yaşanan bu krizleri otobanın belirli bir noktadaki trafik kazalarına benzetmekte; tek bir kazanın sürücünün bireysel dikkatsizliği olabileceğini fakat aynı noktada yaşanan seksenden fazla kazanın yolun yapısında var olan bir problem ile ilgili şüphe yaratması gerektiğini belirtmektedir. Stiglitz’e göre günümüzde sermaye hareketlerinde yaşanan liberalizasyon süreci eski bir otomobile yarış motoru takılmasına benzemektedir. Eğer bu otomobilin lastikleri kontrol edilmediyse ve sürücü özel bir eğitim almadıysa bu bağlamda kaza yapmak kaçınılmazdır.⁴⁰ Stiglitz, Vallejo ve Park ile yaptığı diğer bir çalışmada (1994)

³⁹ Ang, **a.g.e.**, s.544

⁴⁰ J.E. Stiglitz, “Capital market liberalization, economic growth, and instability”, **World Development**, C.28, 2000, s. 1076

finansal piyasalarda görülen yedi piyasa hatası çerçevesinde hükümetin finansal piyasalar içindeki rolünü yorumlamışlardır. Yazarlar kısaca bu finansal piyasa hatalarını; (1) gözlemlemenin bir kamu malı haline gelmesi sonucu etkinliğini yitirmesi ve yeterli kontrolün sağlanamaması sonucunda finansal kurumlarda çalışan yöneticilerin aşırı risk almaları, (2) gözlemlemenin bilginin dağıtımını anlamında yarattığı ilk dışsallığının; seçim ve borç verme sürecinde yanlış informasyonun hızlıca yayılmasını sağlayarak fonların etkin olmayan yatırımlara kaymasını sağlaması, (3) finansal sistemlerdeki dalgalanmaların yarattığı dışsallık sonucunda sadece bir bankanın veya finansal kuruluşun batması durumunda bile tüm finansal sistemin bundan olumsuz etkilenmesi, (4) eksik ve tamamlanmamış piyasaların varlığı, (5) eksik rekabetin varlığı, (6) rekabet piyasalarının Pareto etkinlikten uzak olması (7) yeteri kadar bilgiye sahip olmayan yatırımcıların varlığı şeklinde özetlemektedirler.

Stiglitz, Vallejo ve Park yukarıda bahsi geçen bu finansal piyasa hatalarını düzeltmede finansal sistemler üzerinde baskı yaratacak hükümet müdahalelerinin etkin olacağını iddia etmişlerdir. Yazarlara göre bu şekilde piyasa hataları düzeltilerek, tüm ekonominin performansı olumlu yönde etkilenebilecektir. Faiz oranlarını düşük tutmanın borç alanların ortalama kalitesini arttıracak; kredi kısıtlamaları getirmenin iş hacmindeki gelişmenin daha çok hisse senedi yoluyla finansmanını özendireceğini, bunun da sermaye maliyetlerini düşüreceğini belirten yazarlara göre yönetilen kredi programları sayesinde fonların yüksek teknolojinin kullanıldığı ve genişleme potansiyeline sahip sektörlerle kanallı olması sağlanabilir.⁴¹

Mankiw (1986) tarihli çalışmasında bir kredi piyasasında kredi arz edenlerin kredi talep edenlerden borcun geri ödenmeme ihtimali hakkında daha fazla bilgiye sahip olduğu durumu değerlendirmiştir. Yazarın temel olarak incelediği konu bu şartlar altında devletin kredi piyasalarında olduğu ve olmadığı durumda kredilerin tahsisi konusunda neler yaşanabileceğidir. Bu çalışmada yazar kurduğu model sayesinde iki temel sonuca ulaşmıştır. İlk ulaştığı sonuç kredi tahsisinde düzenlemelerin olmadığı bir kredi piyasasında etkinliğin azalacağı; ikinci sonuç ise düzenlemelerin olmadığı

⁴¹ J.E. Stiglitz, Jaime Jaramillo-Vallejo ve Yung Chal Park, "The role of the state in financial markets", Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, Supplement to The **World Bank Economic Review and The World Bank Research Observer**, Washington, DC: World Bank, 1993, ss.19-61

bir kredi piyasasında dengenin istikrarsız olacağıdır. Bu istikrarsızlığın arkasında risksiz faiz oranlarındaki ufak değişimlerin bu tarz bir kredi piyasalarındaki kredi tahsisini olumsuz yönde etkilemesi yatmaktadır. Bu bağlamda Mankiw, finansal piyasaların tasarrufları krediye dönüştürme süreçlerinde asimetrik enformasyon problemlerinin özellikle finansal entegrasyon sürecindeki negatif etkilerinden korunmalarının ancak devletin finansal sistem içinde düzenleyici olarak bulunmasıyla sağlanabileceğini belirtmiştir.⁴²

Joshua Aizenmann'ın (2004) çalışması da dünya ticaretinin libereleşmesinin beraberinde finansal liberalleşmeyi bir zorunluluk olarak geliştirmekte olan piyasaların önüne koyduğunu; bu sürecin de özellikle kamu kesimi borcunu yükselttiğini belirtmektedir. Yazar finansal olarak dışa açılmanın sağlıklı olmasını ancak kamu kesiminin finansal altyapısının yeterli derinlikte olması ile mümkün olduğunu belirtmiş; yeterli derinliğin sağlanmaması durumunda kamu kesimi borç yükünün bir süre sonra ekonomik krize neden olabileceğini iddia etmiştir. Bu sürecin sonucunda ise finansal baskılama ve yüksek enflasyonun ekonomiye miras kalacağını belirtmiştir.⁴³

1.3. İçsel büyüme teorisi çerçevesinde finans-büyüme ilişkisi

Tarihsel olarak içsel büyüme teorisinin ortaya çıkışı, ülkeler arasındaki büyüme farklılıklarının giderek arttığı bir döneme denk gelmektedir. Özellikle 1980'li yıllarda bu nedenle farklı büyüme performanslarının arkasındaki dinamikler ve sürdürülebilir büyüme hızlarına ulaşabilmenin yolları, büyüme teorisi açısından yeni arayışlara önayak olmuştur. Bu arayışlar sonucunda da araştırma alanı olarak günümüzde de güncelliğini koruyan “içsel büyüme teorisi” ortaya çıkmıştır. İçsel büyüme modellerinin temeli Romer'in 1986 tarihli makalesi ve Lucas'ın 1988 yılında bu konuya yaptığı katkılar çerçevesinde oluşmuş; bu çalışmalarla birlikte uzun dönem büyüme konusu tekrardan gündeme gelmiştir. Her iki çalışmanın da çıkış noktası sermayenin getirisinin, neoklasik büyüme modelinde olduğu gibi azalan nitelikte olmak zorunda olmadığı düşüncesidir. Romer ve Lucas beşeri sermayenin de içinde

⁴² N.G. Mankiw, “The allocation of credit and financial collapse”, *Quarterly Journal of Economics*, C.101, 1986, ss. 455–470

⁴³ Joshua Aizenman, “Financial Opening and Development: Evidence and Policy Controversies”, *The American Economic Review*, C. 94, No. 2, 2004, ss. 65-70

olduğu daha geniş bir sermaye kavramından bahsetmektedirler. Yazarlara göre, beşeri sermayenin sağladığı dışsal faydalar ve yeni fikirlerin yayılması sayesinde, fiziki sermayenin verimi azalmasına rağmen sürekli artan bir büyüme sağlanabilmektedir. Burada büyümenin temel dinamiği dışsal tarif edilen bir teknolojik şok ya da dışsal başka bir değişken değildir. Bahsedilen unsur ekonominin hali hazırdaki işleyişinin yarattığı içsel bir dinamiktir. Bu nedenle de bu modeller içsel büyüme modelleri olarak isimlendirilmektedir.⁴⁴

İçsel büyüme modellerinden en çok bilinenleri şu şekildedir:

- i) Teknolojik gelişme sürecini, ekonomik sistemdeki karar birimlerinin bizzat yarattıkları bir süreç olarak kabul eden ve neoklasik büyüme modelinde dışsal olarak modele konan “teknolojik büyümeyi”, kendi modelinde içselleştiren “Romer Modeli”
- ii) Uzun dönem büyümenin arkasında insan sermayesinin olduğunu iddia eden ve ülkeler arasındaki büyüme farklılıklarını bu çerçevede inceleyen “Lucas modeli”
- iii) İlk kez von Neumann tarafından kullanılan; sabit bir teknolojiyi ve kompozit bir sermaye yapısını ifade eden “AK” modeli. Bu modelin adının AK model olmasının nedeni modelde kullanılan temel üretim fonksiyonunun ($Y=AK$) şeklinde olmasıdır.

İçsel büyüme modelleri bu bağlamda büyümenin neoklasik büyüme modeli tarafından açıklanamayan kısmını, ekonominin içsel olarak yarattığı dışsallıklara dayandırmış; bunu yaparken de matematiksel modelleme ve ekonometrideki gelişmelerden yararlanmışlardır. Daha sonra yapılan birçok çalışma sayesinde içsel büyüme modelleri çok önemli bir araştırma alanı haline gelmiştir. Kapsamıyla ve ilgilendiği konular itibarıyla bu literatür, ekonominin durumunu ve gelişmesini analiz etmek açısından yeni bir bakış açısı getirmiştir.

1980’lerde içsel büyüme modelleri ile ilgili oluşan büyüme literatürüne, 1990’lı yılların başlarında finansal gelişmeyi ve finansal kurumları da büyüme modellerine

⁴⁴ Alpaslan İsağiller, **İçsel Büyüme Modelleri**, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü., No:2826, ss..9-10

entegre eden daha karmaşık büyüme modelleri eklenmiştir. Bu çalışmaların başlıcaları Greenwood ve Jovanovic (1990), Bencivenga ve Smith (1991), Saint-Paul (1992), King ve Levine (1993b) ve Greenwood ve Smith'in (1997) tarihli çalışmaları olarak sıralanabilir.⁴⁵ Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi hangi kanal ya da kanallardan etkilediğini analiz edebilmek açısından bu modeller aşağıda daha ayrıntılı biçimde incelenmektedir.

i) Greenwood ve Jovanovic (1990): Finansal gelişme ve bilginin daha iyi kullanılması

Greenwood ve Jovanovic çalışmalarında finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisini, finansal araçların sermayenin üretkenliğini artırması çerçevesinde incelemişlerdir. Yazarlara göre finansal araçların ekonomi içinde iki önemli fonksiyonları vardır. Birinci fonksiyonları, var olmadıkları durumla karşılaştırıldığında, bilgiye ulaşmaktaki avantajları sayesinde yatırımların getirisinde sağladıkları yüksek karlılık; ikinci fonksiyonları ise riski bir havuzda toplama ve yatırımcılar arasında dağıtma kabiliyetleridir.

Çalışmada başlıca iki tip teknoloji söz konusudur ve bu teknolojiler dışsal değildir. Birinci tip teknolojide risk varken, yani teknolojinin verimlilik düzeyi zaman içinde rastlantısal şoklara açıkken; diğer teknoloji tipinde verimlilik düzeyi sabittir. Dolayısıyla teknolojilerden risk içerenin verimliliği de sabit olan teknolojiye göre daha yüksektir. Bu noktada finansal araçların bilgi toplamada ve bunu kullanmadaki avantajları, yatırımcıların fonlarının en yüksek getirisi olan teknolojilerin kullanıldığı yatırımlara dönüşmesine imkan vermektedir. Bu da sermayenin üretkenliğini arttırmaktadır. Aracı kullanılmaması halinde riski minimize etmek açısından bireyler verimlilik düzeyi sabit ve riski olmayan teknolojinin kullanıldığı yatırımlara yöneleceklerdir. Bu iki tip yatırım karşılaştırıldığında toplam fayda finansal aracının varlığı durumunda yapılan yatırımda daha fazla olacaktır. Böylece finansal araçlar hem güvenli hem de yüksek getirili yatırımlara ortam hazırlamaktadırlar. Yazarlar ayrıca finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir neden sonuç

⁴⁵ Ang, a.g.e., s. 543

ilişkinine dikkat çekmişlerdir. Finansal gelişme sayesinde yatırımın verimliliği artarken, ekonomik büyüme de finansal yapının gelişmesi için ortam yaratmaktadır. Finansal sistemin yatırım verimliliğini arttırmadaki avantajı, yatırım projelerinin verimi ile ilgili bilgi toplayıp analiz etme konusunda yarattığı olanaklardan kaynaklanmaktadır. Bu şekilde elde edilen bilgi ışığında en verimli yatırımlar fonlanmakta ve ekonomik büyüme olumlu şekilde etkilenmektedir.

Yazarlara göre finansal gelişme ve ekonomik büyümenin basamakları arasında da bir ilişki söz konusudur. Az gelişmiş ekonomilerde finansal sistem zayıf durumdayken, gelişmiş ekonomilere doğru gidildikçe finansal sistem gelişmekte ve derinliği artmakta; böylece ekonomik büyümeye olan katkısı da büyümektedir. Greenwood ve Jovanovic'e (1990) göre finansal araçların anahtar rolü yatırımcılara ihtiyaç duydukları bilgiyi sağlama sürecinde ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında finansal araçlar çeşitli kanallardan teknoloji, beşeri sermaye gibi üretim faktörlerini de etkilemektedirler.⁴⁶

ii) Bencivenga ve Smith (1991) : Finansal gelişme ve tasarrufların yatırımlara daha iyi kanalize olması

Bencivenga ve Smith'in (1991) çalışmaları finansal kurumlar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, içsel büyüme modelleri çerçevesinde inceleyen öncül çalışmalardan bir diğeridir. Bu çalışmada rekabetçi finansal araçların ve bankaların kaynak dağılımını etkileyerek büyümeye olan pozitif katkıları kesişen kuşaklar modeli çerçevesinde incelenmiştir. Bu içsel büyüme modelinde finansal araçlar likiditenin riskini azaltıp akışkanlığını arttırmak suretiyle tasarrufların yatırıma dönüşmesini kolaylaştırmakta ve uzun dönem büyüme oranı üzerinde pozitif etki yaratmaktadırlar. Yazarlar bu iddialarını kanıtlamak için kurdukları modelde bir üretim fonksiyonu çerçevesinde bir fayda fonksiyonu tanımlamışlardır. Bu modelde girişimciler üç dönem içinde incelenmiştir. Kesişen kuşaklar da bu üç dönemdeki girişimcilerin davranışlarıdır. İlk dönemde girişimci gençtir ve sadece ikinci ve üçüncü dönemlerde yapacağı sermaye yatırımı ya da tüketim harcaması için tasarruf yapmaktadır. Bu

⁴⁶ J. Greenwood ve B. Jovanovic, "Financial development, growth and the distribution of income" *Journal of Political Economy*, C.98, 1990, ss.1076-1107

modeldeki üretim fonksiyonunun farkı sermaye birikiminin yarattığı dışsallık olan ($\bar{k}$)'nın da modele eklenmesidir. Modelde kullanılan fayda fonksiyonu ikinci ve üçüncü dönemlerde yapılan harcamalara bağlıdır. Yazarlar belirli olasılıklarla, birinci dönem yapılan tasarrufların ikinci dönemde hepsinin likidite edildiği yani sermaye malı üretimi için hiç pay ayrılmadığı durumu ve tasarrufların hem sermaye malı üretimi için kullanıldığı hem de tüketim malı stokları için ayrıldığı durumu tanımlamışlardır. Girişimciler bir birim tüketim malı yatırımı karşılığında " n " birim tüketim malı, bir birim sermaye malı yatırımı karşılığında " R " birim sermaye malı elde edeceklerdir. Girişimciler eğer sermaye malı yatırımı olgunlaşmadan ikinci dönemde likidite ederlerse, " x " birim tüketim malı elde edeceklerdir. " $(0 \leq x \leq n)$ "

Çalışmada bankaların fonksiyonu, genç girişimcilerin birinci dönemde topladıkları tasarrufları, bu girişimcilerin faydalarını maksimize edecek şekilde kullanmalarını sağlamak olarak tanımlanmıştır. Genç girişimcilerin bankalarda bulunan " w " miktarındaki mevduatlarının " q " kadarı likit olmayan sermaye malı yatırımı için, " $(1 - q = z)$ " kadarlık kalan bölümü de bireysel isteklerini karşılayabilmek için rezerv olarak tutulmaktadır. Diğer bir varsayım da sermaye malı yatırımı sonucu elde edilen ürünün tüketim malı getirisinin " R ", likit tüketim malı getirisi olan " n " den daha büyük olmasıdır. Bu nedenle bankalar ikinci dönemde sermaye malı yatırımlarını olgunlaşmadan likidite etmemektedirler. Bankalar, bankadan mevduatını birinci sene sonunda çeken girişimciye " r_1 " birim tüketim malı, ikinci sene sonunda çeken girişimciye ise " r_2 " birim sermaye malı vermektedir. Bankalar bu kısıt altında, hem kendi hem de mevduat sahibinin faydasını maksimize edecek şekilde mevduatın ne kadarlık bir kısmını sermaye birikimine ayrılacağını belirlemiş olmaktadır. Bu kısıtlar altında yapılan maksimizasyon sonucunda yazarların elde ettikleri sonuç; tasarrufların yatırıma dönüşme oranı büyüdükçe, emeğin gelirdeki payı arttıkça, sermaye üretmek kolaylaştıkça ve girişimcilerin tüketimlerini üçüncü dönemde yapma olasılıkları arttıkça, ki bu sermaye yatırımlarının ikinci dönemde olgunlaşmadan likidite edilme ihtimalinin düşmesi anlamına gelmektedir, uzun dönem büyüme oranını arttırmaktadır.

Yazarlar yaptıkları bu analizde uzun dönem büyüme açısından gerekli olan koşulları göz önüne sermişlerdir. Buna göre modelde finansal aracılarn rolünü anlamak için finansal aracılarn olmadığı durumda neler olduğunu incelemek yeterli olacaktır. Finansal aracılarn yokluğunda ani likit ihtiyaçları, olgunlaşmamış sermaye yatırımlarından karşılanacaktır. Halbuki bankaların olduğu durumda bu likit ihtiyacı tasarrufların toplulaştırılmasından dolayı bankalardan rahatça temin edilebilir. Olgunlaşmamış sermaye akımlarının bu anlamda likidite edilmesi yukarıda bahsedilen ve büyümeye olumlu etkisi olduğu iddia edilen tasarrufların ikinci dönemde likidite edilmesi ihtimalini arttırmaktadır. Finansal aracılarn olmadığı durumda kendi başına kalan girişimci kendi kısıtları çerçevesinde faydasını çoklaştıracak bir “tasarrufların sermaye yatırımına dönüş oranı” belirleyecektir. Çalışmada " q^* " olarak ifade edilen bu oran özellikle riskin büyüklüğü ya da küçüklüğünden etkilenmektedir. Riskin artması genç girişimcilerin sermaye malı yatırımı yapmalarını engelleyecek, kısaca " q^* "'ı azaltacaktır ki bu da zaten büyüme oranının finansal aracılarn olduğu duruma göre daha az olmasına neden olacaktır. Ayrıca ikinci dönemde sermaye yatırımları olgunlaşmadan likidite elde edilmesi sonucunda elde edilen gelir yani " x " birim tüketim malı, tam tersi durumda yani bankaların varlığı nedeniyle olgunlaşmamış sermaye yatırımını likidite etme zorunluluğu olmadığı durumda elde edilecek gelirle karşılaştırıldığında çok küçük kalmaktadır. Bu da aslında varsayılan büyümenin odağında olan sermaye birikiminin yarattığı dışsallığı azaltmaktadır. Dolayısıyla yazarlar açısından bu durum uzun dönem büyümenin finansal aracılarn olduğu durumda çok daha fazla olacağının bir kanıtıdır.⁴⁷

iii) Saint-Paul (1992): Finansal gelişme ve teknoloji seçimi

Saint-Paul finans piyasalarındaki gelişmelerin yatırımların verimliliğini arttırmadaki rolü üzerinde durduğu (1992) çalışmasında, ekonomik büyüme açısından birden fazla dengenin oluşabildiği bir model üzerinden konuyu yorumlamıştır. Yazara göre bazı ülkelerin sürekli yüksek büyüme oranlarında bazılarınsa düşük büyüme oranlarında dengeye gelmelerinin temel nedeni finansal piyasa gelişmişlikleri arasındaki farktır.

⁴⁷ V. R. Bencivenga ve B. D. Smith, “Financial intermediation and endogenous growth”, **Review of Economic Studies**, C. 58, 1991, ss. 195-209

Çalışmada finansal aracılardan yatırımların riskini azaltmak suretiyle uzmanlaşmayı teşvik ettiği; uzmanlaşmanın da sermayenin verimliliğini arttırdığı düşüncesi öne sürülmektedir. Yazar risk azaltma ve uzmanlaşma arasındaki ilişkiyi finansal aracılardan olmadığı durumda teknolojik yatırımların nasıl yapılabilceği sorusu çerçevesinde ele almıştır. Finansal aracılardan olmadığı bir durumda, teknolojik yenilik için yapılan yatırımlar daha çok farklı ürünlerin üretilmesini sağlayacak teknolojilere yönelik yapılacaktır. Bunun nedeniyse risk konusundaki belirsizliktir. Finansal aracılardan varlığı ise yatırımcının teknolojik yatırım riskini, tasarruf yapan diğer ekonomik aktörlerle bölüşmesine, dolayısıyla spesifik yatırımlar yaparak ekonomide uzmanlaşmanın ortaya çıkmasına neden olacaktır. Kısaca özetlemek gerekirse yazara göre riski azaltmak açısından ekonomilerin karşı karşıya oldukları teknolojik çeşitlendirmenin maliyeti, finansal piyasaların maliyetinden çok daha fazla olduğu için üretilen ürünleri çeşitlendirmektense finansal ürünler çeşitlendirilerek en karlı yatırımlar fonlanabilir. Bu çerçevede Saint-Paul çalışmasında aynı tercihlere ve teknolojilere sahip iki ekonomiden, gelişmiş finansal piyasalara sahip olan ekonomide verimli teknolojilerin finansal araçlar tarafından finanse edilmesi ve tasarruf oranlarının artması sonucunda daha büyük bir uzun dönem büyüme oranı ortaya çıkacağını göstermeye çalışmıştır. Yazara göre finansal piyasaların gelişmesinin ardında bu piyasalara olan talebin artması yatmaktadır. Bu talebin artması da ekonomilerin gelişmesinin bir sonucu olarak ortaya çıkan tasarrufların toplulaştırılması ihtiyacına bağlıdır. Modelde finansal aracılardan maliyetleri sabittir ve milli gelir arttıkça oransal olarak fayda maliyet analizi finansal aracılardan kullanımını giderek ucuzlatmakta, bir anlamda finansal aracılardan kullanımını teşvik etmektedir. Bu çerçevede Saint-Paul finansal piyasaların gelişiminin içsel bir olgu olduğunu da iddia etmektedir. Özetlemek gerekirse, Saint Paul'a göre yatırımcılar iki seçenek arasında seçim yapmaktadırlar. Birinci seçenek birçok işi görebilecek esnek fakat verimi ve riski düşük teknolojilere yatırım yapmak; ikinci seçenek ise uzmanlaşmış ve spesifik işler için üretilen daha verimli fakat riskli teknolojilere yatırım yapmaktır. Finansal aracılardan var olmadığı durumda riski az olan verimsiz teknolojilere yatırım yapılmaktadır. Finansal aracılardan varlığı durumunda ise risk tek başına yüklenilmeyeceği için riskli ama yüksek getirili teknolojik yatırımlar yapılabilir ve ekonomik büyüme artacaktır.

Bu bağlamda yazar çoklu dengenin gösterildiği modelinde; güçlü finansal piyasalara sahip ve işbölümünün kapsamlı olduğu ekonomilerin, zayıf finansal piyasalara sahip ve işbölümünün yetersiz olduğu ekonomilere göre daha yüksek büyüme oranlarında dengeye geleceğini göstermiştir. Bu dengenin kurulmasında finansal piyasaların işleyişini düzenlemesi bağlamında devletin de etkisi bulunmaktadır. Bu bağlamda “finansal baskılama” ortamı yaratan bir kamu yönetiminin, büyüme denge noktasının daha aşağılarda kurulmasına neden olacağına işaret edilmiştir. Sonuç olarak Saint-Paul bu varsayımlar altında ülkeler arasındaki ekonomik büyüme farklılıklarının açıklanabileceğini iddia etmiştir.⁴⁸

iv) King ve Levine (1993b): Finansal gelişme ve teknolojik yenilikler

King ve Levine (1993b) çalışmalarında finansal araçların sermayenin üretkenliğini arttırmadaki rolü üzerinde durmuşlardır. Finansal baskılamanın bu bağlamda finansal araçların hizmetlerini azaltarak teknolojik yenilikleri ve ekonomik büyümeyi azaltacağını iddia etmektedirler. Buna ek olarak finansal işlemlerden alınan vergiler gibi finansal gelişmeleri olumsuz etkileyebilecek süreçlerin de ekonomik büyümeye olumsuz etkilerinden bahsetmişlerdir. Yazarlara göre, devletin finansal piyasalara müdahalesi finansal sektörün boyutunu küçültecektir.

Araştırmacılara göre, finansal araçlar bilgi edinme ve değerlendirme konusundaki avantajları sayesinde doğru projenin fonlanmasını sağlayarak, ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunmaktadır. Yazarlar kurdukları modelin finans-büyüme literatürden iki noktada ayrıldığını belirtmişlerdir. Çalışmalarının, geleneksel yaklaşımdan finansal kurumları “fiziksel sermaye birikimine” etkileri çerçevesinde ele alması noktasında farklılık gösterdiğini; yeni çalışmalardan ise finansal kurumların girişimciliği değerlendirme, yönlendirme ve fonlama işlevlerini üstlenmesi çerçevesinde analiz edilmesi noktasında ayrıldığını belirtmişlerdir. Yazarlar finansal araçların bu özelliği çerçevesinde sermayenin marjinal verimliliğini azaltmadığı, bu yolla giderek arttırdığı bir içsel büyüme modeli kurmuşlardır. Birçok araştırmacı

⁴⁸ Saint Paul Gilles “Technological Choice, Financial markets, and Economic growth”, **European Economic Review** , C.36, 1992, ss. 763-781

finansal piyasaların üretim faktörleri üzerindeki etkisini tek tek incelerken; King ve Levine özellikle finansal piyasaların teknolojik yenilikler üzerindeki etkisine yoğunlaşmışlardır. Çalışmada finansal sistemin girişimciliğe olan etkisi, finansal araçların belirli bir maliyet karşılığında teknolojik yeniliği yapabilecek yetkinliğe sahip firmayı belirlemesiyle başlamaktadır. Teknolojik yeniliği yapmak için fon talep eden firmanın yeterliliği, bu firmanın teknolojik yenilik maliyetini ve finansal aracının araştırma maliyetini karşılayacak yenileştirme rantına sahip olup olmaması çerçevesinde değerlendirilmektedir. Sürecin ikinci aşaması bu anlamda seçilen firmanın fonlanmasıyla devam etmektedir. Üçüncü aşamada finansal sistem yatırımcıya belirsiz yenilikçi yatırım nedeniyle ortaya çıkan riskleri çeşitlendirme imkanı sağlayacaktır. King ve Levine'e göre bu süreçte finansal sistemin varolan teknolojiyi fonlamasından ziyade yenilikçi projeleri fonlaması çok daha verimli bir ekonomik büyümeye neden olacaktır. Modele göre bu projeler için tahsis edilen kaynak ve yeni projelerle uğraşan girişimci sayısı ne kadar fazlaysa teknolojik yenilik ihtimalindeki artış, başka bir deyişle sermayenin üretkenliğindeki artış, o kadar fazla olacaktır. Bu süreçte finansal sistemin etkinliği, araçların değerlendirme maliyetlerini düşürecek; bu da daha fazla firmanın finansal araçların değerlendirme hizmetlerinden yararlanmasına olanak tanıyacaktır. Böylece ekonomik büyümeyi etkileyebilecek proje sayısı artmış olacaktır. Özetlemek gerekirse King ve Levine'e göre finansal araçlar ekonomik büyümeyi hızlandıran teknolojik yeniliklerin fonlanmasında oynadıkları kilit rolle ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunmaktadır.⁴⁹

v) Greenwood ve Smith (1997): Finansal gelişme ve tasarrufların yatırımlara daha iyi kanallize olması

Greenwood ve Smith (1997) çalışmalarında, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisini bankalar ve hisse senedi piyasalarının gelişmişliği çerçevesinde incelemiş; Bencivenga ve Smith'in çalışmasını bir adım öteye götürmüşlerdir. İki çalışma arasındaki temel fark, Bencivenga ve Smith'in çalışmasında ekonomideki uzun dönem büyümenin arkasındaki temel değişkenin girişimci başına sermaye birikimi miktarı olması; Greenwood ve Smith'in çalışmasında ise bu değişkenin

⁴⁹ R. G. King ve R. Levine, "Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence", **Journal of Monetary Economics**, C. 32, 1993, ss. 513-542.

sermaye birikimi miktarı olmasıdır. Bir başka fark Bencievenga ve Smith'in çalışmasında sermaye malı üretmek için yapılan yatırımların olgunlaşmadan likidite edilmesi sonucu " x " miktarında pozitif gelir elde edilirken; Greenwood ve Smith'in çalışmasında bu durumda gelir elde edilememesidir. (" $x=0$ ") Yani bu modelde sermaye yatırımları eğer sermaye birikimi haline gelemeyen likidite edilirse bu durumda tamamen yok olmuş olmaktadır. Bu iki fark çerçevesinde yazarların ulaştığı sonuç; bankaların sermaye birikimi sürecini hızlandırmalarının ve fiziksel sermaye yatırımlarının olgunlaşmadan likidite edilmesini önlemelerinin, büyümeye olumlu katkıda bulunduğudır. Kurulan modelde bankaların varlığı durumunda tasarruflardan fiziksel sermaye yatırımı için ayrılan payın " q^b "'nin tamamından fiziksel sermaye malı elde edilirken; bankaların olmadığı durumda fiziksel sermaye malı için ayrılan kısım " q^a "'dan, ki bu miktar " q^b " den küçüktür, ancak " π " kadar fiziksel sermaye malı elde edilmektedir. Modelde " $q^b > \pi q^a$ " ifadesinin her zaman doğru olduğu gösterilmiştir. Yazarlara göre hisse senedi piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde ekonomik büyüme oranı; finansal işlemlerin finansal araçlar tarafından yoğunlukla yapıldığı ekonomilere göre daha fazla olmaktadır. Bu iddianın arkasındaki temel düşünce olgunlaşmamış fiziksel sermaye yatırımlarının erken likidite edilmesi sonucu ortaya çıkan düşük fiziksel sermaye birikimi durumunun, hisse senedi piyasaları sayesinde diğer ekonomik birimler tarafından değerlendirilebilmesi sonucu ortadan kalkmasıdır.

Greenwood ve Smith çalışmalarında, genç bireylerin riskden kaçınma eğilimlerini ifade eden " λ "'nın yüksek olduğu durumda, bankaların mı yoksa hisse senedi piyasalarının mı büyümeye katkısının daha fazla olduğunu da irdelemişlerdir. Yazarlara göre finansal aracılık işi eğer sadece hisse senedi piyasaları yoluyla yapılıyorsa, olgunlaşmamış bir fiziksel sermaye yatırımının likidite edilmesi herhangi bir kayba uğramadan mümkün olmaktadır. Bunun nedeni bu yatırımın diğer ekonomik birimler tarafından devir alınarak devam ettirilebilmesidir. Bu da bireylerin riskden kaçınma eğilimlerinin fiziksel sermaye yatırımlarını çok fazla etkilememesine neden olmaktadır. Diğer taraftan sadece bankaların varlığı durumunda ise tasarruflardan fiziksel sermayeye ayrılan kısmı " q^b ", genç bireylerin riskden kaçınma eğilimleri " λ "

' oranından doğrudan etkilenmektedir. Risk arttıkça, yatırım için ayrılan fiziksel sermaye miktarı ve dolayısıyla büyüme hızı azalmaktadır.⁵⁰

1.4. Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini ampirik olarak değerlendiren çalışmalar

Yukarıdaki bölümde kuramsal ve matematiksel olarak finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen başlıca teorik çalışmaları ele almaya çalıştık. Bu bölümde ise bu ilişkiyi ampirik olarak değerlendiren çalışmalara değineceğiz. Dünya bankasının 20.yüzyılın ikinci dönemiyle ilgili geniş bir veritabanı oluşturması sonucunda çok hızlı şekilde genişleyen bu literatür temel olarak iki kısımda incelenmiştir. İlk kısımda ülkeler genelinde yapılan çalışmalar; ikinci kısımda ise ülke özelinde yapılan çalışmalar ele alınmıştır. Böyle bir ayrıma gitmemizin temel nedeni; ülkeler genelinde yapılan çalışmalarda ulaşılan sonuçların tüm ülkeler açısından genellemeler içermesi bağlamında son dönem çalışmalarda yoğun biçimde eleştiriliyor olmasıdır. Bu eleştirinin kaynağı, finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin yönünün ve gücünün ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği ülke özelinde yapılan çalışmalar olmuştur.

Ülke özelinde ve ülkeler genelinde yapılan bu çalışmaların sonucunda finansal gelişmenin ekonomik büyüme açısından önemi ile ilgili farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bir genelleme yapmak gerekirse; ülke gruplarıyla yapılan çalışmalarda finansal gelişmenin sürdürülebilir büyümede önemli bir rol oynadığı sonucuna ulaşılmıştır; ülke özelinde yapılan çalışmalarda her iki yöne doğru nedensellik; büyümeye olumlu ve olumsuz katkılar tespit edilmiştir. Ülke özelinde yapılan çalışmalarda ortaya çıkan bu farklılık genel olarak ülkeye özel bazı ekonomik özelliklerin göz önüne alınması sonucu ortaya çıkmıştır. Buna ek olarak kullanılan ekonometrik yöntem ve seçilen değişkenlerdeki farklılıklar, aynı veri setiyle farklı sonuçlara ulaşılmasına da neden olabilmektedir. Tüm bu bilgiler ışığında, finans-büyüme literatürünü inceleyen diğer çalışmalarda da belirtildiği gibi; “var olan literatürden çıkarılabilecek çok açık bir

⁵⁰ Jeremy Greenwood ve Bruce Smith, “Financial Markets in Development and the Development in Financial Markets”, **Journal of Economic Dynamics and Control**, C. 21, 1997, ss.145-181

kantitatif ders bulunmamaktadır”.⁵¹ Bu bağlamda çalışmamızın son bölümünde yapacağımız uygulama bölümünde kullanacağımız yöntem ve seçeceğimiz değişkenler açısından bu bölümde incelediğimiz “ampirik literatür” büyük önem taşımaktadır. Bölümün sonunda da hem ülkeler genelinde hem de ülke özelinde yapılan çalışmalarda bu anlamda ortaya çıkan teknik sorunlardan bahsedilecektir.

1.4.1. Ülkeler genelinde yapılan çalışmalar

Bu bölümde ele alınan çalışmaların ortak özelliği çalışmalarda geniş bir ülke grubu ile analiz yapılmış olmasıdır. Yapılan analizlerin ortak amacı, dünya ekonomisi açısından finansal gelişmenin ekonomik büyüme için ne ifade ettiği ile ilgili genel bir çıkarıma ulaşmaktır. Veri setinin ve ülke sayısının bu kadar geniş tutulmasının temel nedeni de budur. Aşağıda bu çalışmalar tarihsel olarak ele alınmıştır. Bunun yanında bu çalışmalar; kullandıkları veriler, yöntem ve ulaştıkları sonuçlar çerçevesinde birçok eleştiri almışlardır.

Patrick’ın 1966 yılında yapmış olduğu çalışma, finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini araştıran tüm çalışmalar açısından temel teşkil eden çok önemli bir çalışmadır. Patrick çalışmasında şu kritik soru üzerinde yoğunlaşmıştır: “Finansal ve reel sektörden hangisi dinamik büyüme sürecine öncülük etmektedir?” Patrick’ın çalışmasında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi bağlamında iki tane olası patika tanımlanmıştır. İlk patika ekonomik büyümenin finansal gelişmeye öncülük ettiği durumdur. “Talep takipli” olarak adlandırılan bu yaklaşıma göre finansal büyümenin olmaması finansal hizmetlere olan talep eksikliğinin bir göstergesidir. Ekonominin reel kısmı geliştikçe, finansal hizmetlere olan talepte bir artış ortaya çıkacak ve bu gelişmelerde finansal kesim pasif bir rol oynayacaktır. İkinci patikada ise finansal gelişme ekonomik büyümeye öncülük etmektedir. Kıt kaynakları küçük tasarrufçudan büyük yatırımcıya doğru kanalize eden finansal sektör reel ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Birçok gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkede finansal kuruluşların teşvik edilmesi “arz itişili” olarak adlandırılan bu görüşe olan inancı göstermektedir. Patrick bahsedilen bu iki görüş

⁵¹ Alex Trew, “Finance and Growth: A critical survey”, *The Economic Record*, C:82, 2006, s.481

çerçevesinde bu ilişkinin yönünü tespit etmeye çalışmıştır. Yaptığı analiz sonucunda Patrick'in ulaştığı sonuç, her iki görüşü de destekleyecek dönemlerin var olduğunu göstermiştir. Buna göre finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü ekonomik gelişme düzeyine göre değişkenlik göstermektedir. Büyüme sürecinin başlarında finansal gelişmenin artmasıyla ekonomik büyüme artmaktadır çünkü finansal sektör finansal kaynakların geleneksel sektörlerden modern sektörlerle kaymasını sağlamaktadır. “Arz itişli” bu dönemi takiben ekonomik büyüme beraberinde yeni ve daha çok finansal kurum, hizmet ve enstrüman ihtiyacı yaratmaktadır. “Talep takipli” bu dönemde ise bahsedilen ilişkinin yönü tersine dönmektedir.⁵²

Goldsmith'in (1969) çalışması, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini ampirik olarak inceleyen çalışmaların ilklerindendir. Bu çalışmada yapılan analiz 1949-1963 dönemini kapsayacak şekilde 35 ülkenin kesit verileri kullanılarak yapılmıştır. Çalışmada en küçük kareler yöntemi (OLS) ve bazı grafiksel analizlerden yararlanılmıştır. Bu araştırma sonucunda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bunun yanında korelasyon katsayılarının gelişmekte olan ülkeler açısından düşük veya negatif olması istatistiki anlamda ulaşılan pozitif ilişkinin gücünü azaltmaktadır.⁵³

Gupta'nın (1984) çalışması finans-büyüme bağlantısının ilk defa zaman serisi verileri kullanarak yürütüldüğü çalışma olmuştur. Daha uygun alternatif veri eksikliğinden dolayı ekonomik büyümenin 1960Q1-1980Q1 arasında üç aylık endüstriyel çıktı verileri ile ifade edildiği çalışmada yöntem olarak (VAR) analizi ve Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Yaptığı analizler sonucunda Gupta, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik tespit etmiş ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeye bir katalizör etkisi yaptığını vurgulamıştır. Çalışmada nedensellik konusunda ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru da bazı kanıtlar elde edilmiş fakat her iki yöne doğru aynı anda bir nedensellikle ilgili herhangi bir kanıt rastlanmamıştır. Bunun yanında gelişmiş ülkelerde endüstriyel

⁵² H.T.Patrick, “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, **Economic Development and Cultural Change**, C. 14, Sayı. 2, 1966, ss. 174-189.

⁵³ Ang, a.g.e., ss.553

çıktının tüm çıktı içinde küçük bir orana sahip olması analiz sonucunda elde edilen istatistiki bilginin tatmin edici olmadığı iddiasını da beraberinde getirmektedir.⁵⁴

Gupta'nın çalışmasını takiben (1986) Jung, Patrick'in (1966) çalışmasında iddia ettiği dönemsel nedenselliğin geçerliliğini sınamak amacıyla bir analiz yapmıştır. Jung, çalışmasında sadece nedenselliğin oluşumunu değil aynı zamanda bu nedenselliğin zaman içinde değişimini de analiz etmiştir. Çalışmada 56 ülkenin 1950-1981 dönemindeki yıllık verilerinden yararlanılmış ve iki zaman serisi arasındaki nedensellik araştırılmıştır. Analize dahil edilen 56 ülkenin 37 tanesi az gelişmiş, 19 tanesi gelişmiş ülke kategorisindedir. Bu ilişkinin yönünü incelemek için araştırmacı Granger nedensellik testi kullanmıştır. Finansal gelişmeyi temsil eden iki tane başlıca değişken vardır. Araştırmacının (M1) ile ifade ettiği nakit para rasyosu, tüm nakit parayı ve vadesiz mevduatları ifade etmektedir. Nakit para rasyosundaki düşüşler reel ekonomik büyüme ile birlikte görülmektedir. Özellikle ekonominin ilk gelişme dönemlerinde nakit olmayan varlıkların oranı ne kadar fazlaysa; var olan nakit, finansal araçlar tarafından o kadar fazla kredi haline getirilip, finansal kaldıraç sayesinde ekonomide büyüme sağlanmaktadır. Finansal gelişmeyi temsil eden ikinci değişken (M2/GSYİH) ise vadeli mevduatların da içinde olduğu daha geniş bir para rasyosudur. Yazara göre, bu değişken bir ekonomideki finansal sektörün gerçek büyüklüğünü göstermektedir. Finansal gelişme arttıkça bu değişkenin büyümesi, azaldıkça küçülmesi beklenmektedir. Ekonomik büyümenin 1975 fiyatlarıyla GSMH ve GSYİH olarak ifade edildiği çalışmada her ülke için en az 15 yıllık gözlemin kullanıldığı dört tane regresyon ortaya çıkmıştır. Bu regresyonlar da test edilen ilişkiler; nakit para rasyosundan ekonomik büyümeye, ekonomik büyümeden nakit para rasyosuna; kapsamlı para rasyosundan ekonomik büyümeye ve ekonomik büyümeden kapsamlı para rasyosuna doğru olan nedenselliktir. Bu analiz sonucunda hem nakit para oranı hem de parasallaşma oranı açısından az gelişmiş ülkeler için “arz-itişli” bir ilişkinin varlığına daha sık rastlanmıştır. Patrick'in (1966) yılındaki araştırmasında iddia ettiği ekonomik büyüme evrelerinde bahsedilen ilişkinin yönünün değişmesi durumu, Jung'un araştırmasında kullanılan finansal gelişme göstergelerine göre farklı sonuçlar vermiştir. Finansal gelişme göstergesi olarak nakit para oranının kullanıldığı durumda, ilk önce “arz-itişli” bir dönem daha sonra büyümeyle birlikte

⁵⁴ Ang, a.g.e., ss.554-555

“talep-takipli” bir dönem başlamaktadır. Bu anlamda az gelişmiş ülkelerde finansal gelişmeden büyümeye, gelişmiş olan ülkelere ise ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisi vurgulanmaktadır. Bu bulgu, Patrick’in çalışmasında elde ettiği sonuçla tutarlılık göstermektedir. Kapsamlı para rasyosunun finansal gelişmeyi temsilen kullanıldığı durumda ise gelişmiş ya da az gelişmiş olmanın nedenselliğin yönü üzerinde bir etkisi bulunmadığı gözlemlenmiştir. Diğer bir tespit, özellikle ortalamanın üzerinde ekonomik büyüme kaydeden ülkelere finansal gelişme göstergesi olarak nakit para oranı kullanıldığında daha çok “arz-itışli” bir durumun gözlemlenmesidir. Kapsamlı para rasyosu ile yapılan analiz az gelişmiş ülkeler için tam ters bir nedenselliği gösterse de, genel olarak Patrick’in yaklaşımını destekleyecek ılımlı bir sonuca ulaşılmıştır. Yapılan tüm analizi özetlemek gerekirse; (VAR) ve Granger nedensellik testlerini kullanıldığı çalışmada az gelişmiş ülkelere “arz itışli” ilişkiye göre “talep takipli” ilişkiye daha çok rastlanırken; gelişmiş ülkelere “talep takipli” ilişkiye göre “arz itışli” ilişkiye daha çok rastlanmıştır.⁵⁵

Atje ve Jovanovic (1993) çalışmalarında Goldsmith’in çalışmasında olduğu gibi “en küçük kareler” yöntemini kullanılmış ve 39 ülkenin verilerinden yararlanarak 1960-1985 dönemini kapsayacak şekilde hisse senedi piyasalarının ekonomik büyümeye olan etkilerini incelemişlerdir. İncelenen ülkeler arasında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler bulunmaktadır. Çalışmada kullanılan model;

$$G_i = \alpha_1 + \alpha_2 I_i + \alpha_3 S_i + \alpha_4 N_i$$

şeklinde ifade edilen doğrusal denklemdir. Bu denklemde (G_i) sermaye başına çıktıdaki büyümeyi, (I_i) çıktının yüzdesel oranı olarak yatırımları, (S_i) hisse senedi piyasasındaki aktivitenin GSYİH içindeki büyüklüğünü, (N_i) de işgücündeki artış miktarını göstermektedir. (α_1) sabit değişkeni; (α_2 , α_3 , α_4) de sırasıyla yatırımların çıktıya oranı, hisse senedi piyasası aktivitesi ve işgücü büyümesi değişkenlerinin büyümeye olan katkılarını ifade eden katsayıları temsil etmektedir. Modelde içsel

⁵⁵ W.S.Jung, “Financial development and economic growth: international evidence”, **Economic Development and Cultural Change**, C. 34, 1986, ss. 333–346

olarak belirlenen (I_i) ve (S_i) cari dönemi temsil etmemektedir. Hisse senedi piyasasındaki gelişmeler bir önceki dönemin işlem haddi ve kapitalizasyon miktarı ile temsil edilmiştir. Analizde bu değişkenler analizde gecikmeler göz önüne alınarak kullanılmıştır. Araştırmacılar, bu model çerçevesinde (OLS) yöntemini kullanarak, hisse senedi piyasalarındaki gelişmelerin, ekonomik büyümeye olan katkısını incelemiş ve bu ikili arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Diğer taraftan verilen banka kredileri ile büyüme arasında buna benzer bir ilişki tespit edilmemiştir.⁵⁶

Özellikle 1990 senesinden sonra konuyla ilgili yapılan araştırmalardan en çok göze çarpanlarından bir tanesi King ve Levine'in (1993) çalışmalarıdır. Bu önemli çalışmada, 80 ülkenin 1960-1989 dönemindeki kesit verileri çerçevesinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çalışmanın daha önceki çalışmalardan farklı ve daha sonra yapılan çalışmalar açısından öncü olması, finansal gelişme ve ekonomik büyümeyi ifade eden birden fazla gösterge kullanarak zengin bir finansal gelişme ve ekonomik büyüme ölçütü yaratmış olmasından ileri gelmektedir. Yazarlar çalışmalarında finansal gelişmeyi dört farklı değişkenle ifade etmişlerdir: (1) Finansal derinlik oranı (DEPTH): "Tüm likit yükümlülükler/GSYİH" şeklinde ifade edilen bu değişken ne kadar büyükse, yani finansal derinlik ne kadar fazlaysa finansal gelişme de o kadar büyük olacaktır. Formüldeki "tüm likit yükümlülükler" resmi finansal aracılık sisteminin büyüklüğünü ifade etmektedir. (2) Banka oranı (BANK): Bankaların diğer finansal araçlara ve finansal piyasaların doğrudan kullanılmasına göre en büyük avantajı, daha iyi bir risk yönetimi ve yatırım bilgi hizmetini sağlamalarıdır. Bu nedenle yazarlara göre, finansal gelişmenin ölçülmesi açısından bankaların dağıttıkları yurtiçi kredilerin verilen tüm krediler içindeki oranı önemlidir. Çalışmada bu değişken (vadeli yurtiçi banka mevduatları/vadeli yurtiçi banka mevduatları + merkez bankası yurtiçi mevduatları) olarak ifade edilmiştir. Böylece kredi dağıtmada mevduat bankalarının, merkez bankasına oranla göreceli olarak ne derece önemli olduğunu ifade eden bir gösterge yaratmışlardır. Yazarlara göre (BANK) değişkeni tam anlamıyla finansal aracılığı temsil etmese de, çoğu ülke açısından finansal aracılığın büyük kısmını ifade etmek açısından yeterlidir çünkü birçok ülke için finansal aracılık işinin büyük kısmı

⁵⁶ R.Atje ve B.Jovanovic, "Stock markets and development", **European Economic Review**, C.37, 1993, ss. 632-640

bankalar tarafından yapılmaktadır. Yazarlar (BANK) değişkenini aslında (DEPTH) değişkeninin ölçemediği “risk yönetimi” ve “bilgi işleme” konusunda bir tamamlayıcı olarak düşünmektedirler. (3) Özel kesim oranı (PRIVATE): “Finans kesimi dışındaki özel sektörden alacaklar/yurtiçi krediler (mevduat bankalarına verilen krediler hariç)” ve (4) Özel kesim oranı (PRIVY): “Finans kesimi dışındaki özel sektörden alacaklar/GSYİH” olarak ifade edilen değişkenler sayesinde de finansal sistemin kredi tahsisindeki verimliliği değerlendirilmeye çalışılmıştır. Özetlemek gerekirse King ve Levine çalışmalarında finansal gelişmeyi DEPTH, BANK, PRIVATE ve PRIVY şeklindeki dört değişkenle ifade etmişler; bunun sebebini de tüm göstergelerin kendilerine has bir takım eksikliklerinin bulunmasına ve bu dört değişkenin birbirlerinin açıklarını kapatarak daha zengin bir finansal gelişme ölçütü yaratmasına dayandırmaktadırlar.

Yazarlar finansal gelişme ile ilişkisini araştırdıkları diğer değişken olan “ekonomik büyümeyi” de birden fazla değişkenle ifade etmişlerdir. Büyümenin $Y = k^\alpha x$ ile ifade edildiği çalışmada (k) fiziki sermaye birikimini, (α) üretim fonksiyonu parametresini, (x) ise büyümeye katkısı olan diğer tüm faktörleri ifade etmektedir. $Y = k^\alpha x$ fonksiyonunun logaritmasının ve türevinin alınmasıyla uzun dönem kişi başı reel büyümeyi ifade eden (GYP) değişkeni elde edilmiştir. Bu değişken $(GYP) = \alpha GK + EFF$ eşitliği ile ifade edilmektedir. Bu eşitlik içinde bulunan (GK) sermaye stoğunu ifade eder ve araştırmacıların ekonomik büyümeyi temsil ettiğini düşündükleri diğer bir değişkendir. Yazarlar bu iki değişkeni doğrudan verilerden hesaplamaktadırlar. Üçüncü değişken olan (EFF) ise $EFF = (GYP) - \alpha(GK)$ eşitliğinden (α)’nın değişen değerlerine göre hesaplanabilir. Eşitlikte yer alan (α) değeri 0,2 ve 0,4 arasında değişmektedir. Çalışmada (α) tüm değerlerin ortalaması alınarak (0,3) olarak kabul edilmiştir. (EFF) değişkeni teknolojik büyüme, beşeri sermaye birikimi, kişi başına çalışma saatlerindeki artış ve üretim faktörlerinde ortaya çıkan gelişmeleri ifade etmektedir. Sonuncu değişken olan (4) (INV) ise gayrisafi milli yatırımlar/GSYİH olarak ifade edilmiştir. Özetlemek gerekirse King ve Levine çalışmalarında ekonomik büyümeyi de (GYP), (GK), (EFF) ve (INV) şeklinde dört değişkenle ifade etmişlerdir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki yukarıda bahsedilen değişkenler çerçevesinde, araştırmaya konu olan 80 ülkenin çok hızlı, hızlı, yavaş ve çok yavaş büyüyen olarak dört sınıfa ayrılmasıyla incelenmiştir. Analizde kullanılmak üzere değişkenlerin ortalamaları hem 1960-1989 dönemi için hem de 1960-1970, 1970-1980 ve 1980-1989 dönemleri için alınmıştır. Bu şekilde her ülke için 3 tane gözlem elde edilmiştir. Her bir büyüme değişkeninin, finansal gelişme değişkenleriyle olan korelasyonlarına bakılmış ve 0.001 anlamlılık derecesinde her bir finansal gelişme göstergesinin, her bir büyüme göstergesiyle güçlü bir ilişki içinde olduğu tespit edilmiştir. Eşzamanlı ve gecikmeli olarak finansal gelişme göstergelerinin birbirleriyle olan ilişkilerine bakıldığında yine 0.001 anlamlılık derecesinde hem eşzamanlı hem de gecikmeli olarak aralarında güçlü pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Buna ek olarak aynı sınıflandırma içinde gecikmeli değişken kullanılarak bir önceki dönemki finansal gelişmenin bir sonraki dönemde finansal gelişmeye olan katkısı da analiz edilmiştir ve önceki dönemin bir sonraki döneme olumlu etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Yazarlar bu dönem içinde büyümeye etkisi olan değişkenleri belirlemek açısından kurdukları modelde diğer finansal gelişme göstergelerine ek olarak, büyüme ile hükümet harcamaları ilişkisini temsilen (GOV), net ihracat ilişkisi için (TRD) ve ortalama enflasyon oranı için (PI) değişkenlerini analize dahil etmiş ve sonuç olarak; yukarıda bahsettiğimiz dört tane finansal gelişme göstergesinin kişi başı uzun dönem reel ekonomik büyümeyi (GYP); fiziki sermaye birikimini (GK) ve toplam faktör verimliliğini (EFF) olumlu olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu anlamda çalışma, Schumpeter'in finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında kurduğu kuramsal ilişkinin ampirik olarak ispatı olarak düşünülebilir. Analiz açısından yapılan hassasiyet testi sonucunda, (OLS) yerine kullanılan (2SLS) ve (3SLS) yöntemleriyle de farklı bir sonuca ulaşılmamıştır.⁵⁷ Kesit veri olarak yapılan çalışmaların birçoğu kullandıkları değişkenler ve yöntem olarak King ve Levine'in (1993) bu çalışmasına atıfta bulunmaktadır.

⁵⁷ R.G King ve R Levine, "Finance and growth: Schumpeter might be right", **Quarterly Journal of Economics**, C. 108, 1993, ss. 717-737.

De Gregorio ve Guidotti'nin (1995) çalışmaları panel veri tekniği kullanılan çalışmaların ilklerindendir. Araştırmacılar amaçlarını, finansal gelişme ve uzun dönem ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesi olarak ifade etmişlerdir. Analizde finansal gelişme özel sektöre verilen banka kredilerinin GSYİH miktarına oranıyla ifade edilmektedir. Yazarlara göre finansal gelişme göstergesi olarak bu rasyonun kullanılması; M1, M2, M3 gibi finansal gelişme göstergelerinin kullanılmasına göre çok daha sağlıklı bir analiz yapma imkanı tanımaktadır. Bunun nedeni verilen krediler-gerçekleşen yatırımlar ve ekonomik büyüme ilişkisinin çok daha net bir şekilde ortaya konmasıdır.

Araştırmacılar analizlerini iki ayrı veri seti çerçevesinde yürütmektedirler. İlk veri seti Barro'nun da (1991) çalışmasında kullandığı veri setidir. De Gregorio ve Guidotti, 98 ülke ve 1960-1985 dönemi için yapılan bu regresyon analizini genişletmiş ve açıklayıcı değişken olarak finansal gelişme göstergesini analizin içine dahil etmişlerdir. İkinci veri seti de De Gregorio'nun 12 Latin ülkesi için oluşturduğu ve 1950-1985 senelerini kapsayan panel veri setidir. Bu veri seti ile araştırmacılar Latin Amerika'da finansal aracılık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi irdelemişlerdir. Yöntem olarak "basit en küçük kareler" (OLS) ve "rassal etkiler" yöntemlerini kullanmışlardır.

Yaptıkları analiz sonucunda elde ettikleri sonuçları kısaca özetlemek gerekirse; (1) Barro'nun veri setini kullanarak yaptıkları analiz sonucunda finansal gelişme ve kişi başı reel GSYİH büyümesi arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu pozitif etki özellikle orta ve alt gelir düzeyine sahip ülkelerde daha güçlü olmuştur. Gelişmiş olan piyasalarda ise bu ilişki daha zayıf çıkmıştır. Bunun nedeni de gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde, bankacılık sektörünün finansal sistem içindeki rolünün, gelişmekte olan bir ekonomideki kadar önemli olmamasıdır. Analizde kullanılan finansal gelişmişlik göstergesinin de yurtiçi mevduat bankalarının özel sektöre verdikleri krediler olması bağlamında sonucun bu şekilde çıkması şaşırtıcı değildir. Buna ek olarak ilişkinin gücü 1960'lı senelerde, 1970 ve 1980'lere göre daha fazla çıkmıştır. (2) Yapılan analiz sonucunda finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisinin yatırımlarda yarattığı hacimsel büyümeden ziyade yatırımların verimliliğini

arttırmak suretiyle olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan sonuçlara göre ekonomik büyümeye olan etkisi açısından yatırımların hacmi dörtte bir oranda önemliyken, verimlilikteki artış dörtte üç oranında etkilidir. (3) Latin Amerika açısından finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelendiğinde oldukça negatif bir korelasyon tespit edilmiştir. Araştırmacılar bu sonucun elde edilmesinde Latin Amerika ülkelerinin 1970 ve 1980’lerde yaşadıkları başarısız liberalizasyon tecrübeleri olduğunu, böyle bir finansal ortamda finansal araçların yatırımların verimliliğini düşüren bir etki yaratabileceğini belirtmişlerdir.⁵⁸

Kesit veri analizlerinin finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini açıklamada yetersiz kalacağını iddia eden araştırmacıların başında gelen Demetriades ve Hussein (1996) çalışmalarında, içinde Türkiye’nin de bulunduğu 16 ülkenin verilerinden yararlanmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin oluşturduğu bu grupta her bir ülke için en az 27 gözlemden yararlanılmış; yöntem olarak da (VAR), vektör hata düzeltme modeli (VECM), Engle-Granger ve Johansen kointegrasyon ve Granger nedensellik testleri kullanılmıştır. Nedensellik açısından analiz değerlendirildiğinde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi pozitif anlamda en çok etkileyen faktör olduğu iddiasını destekleyen bir kanıt elde edilememiştir. Çalışmanın sonucunu genelleştirirsek finansal gelişme ve ekonomik büyüme birlikte ortaya çıkmaktadırlar.⁵⁹

Odedokun (1996) çalışmasında 71 az gelişmiş ülkenin 1960-1980 dönemindeki senelik verileri çerçevesinde finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini incelemiştir. “Genelleştirilmiş en küçük kareler” yönteminin kullanıldığı çalışmada örneklemdaki ülkelerde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi yaklaşık olarak % 85 arttırdığını tespit etmiştir. Diğer bir tespit finansal gelişmenin büyüme üzerindeki olumlu etkisinin az gelişmiş ülkelerde, gelişmekte olan ülkelere göre çok daha belirgin olduğudur. Çalışmada panel veri tahminlerinin sonuçları bölgeden bölgeye ve ekonomik gelişmişlik seviyesine göre farklılık göstermemiştir.⁶⁰

⁵⁸ J. De Gregorio ve P.E. Guidotti, “Financial development and economic growth”, **World Development**, C. 23, 1995, ss. 433–448

⁵⁹ Ang, **a.g.e.**, s. 539

⁶⁰ M.O. Odedokun, “Alternative econometric approaches for analysing the role of the financial sector in economic growth: time-series evidence from LDCs”, **Journal of Development Economics**, C.50, 1996, ss. 119–146.

Harris'in (1997) çalışması için, Atje ve Jovanovic'in (1993) tarihli çalışmalarının tekrar değerlendirilmesi tanımı yanlış olmayacaktır. Atje ve Jovanovic'in 39 ülkenin 1980-1988 seneleri arasındaki senelik verilerini (OLS) yöntemiyle incelediği analizini Harris, iki aşamalı "en küçük kareler" (2SLS) yöntemiyle yapmış, dönemi 1980-1991 olarak belirlemiş ve ülke sayısını da 39'dan 49'a çıkarmıştır. Araştırmada kullanılan model Atje ve Jovanovic'in çalışmalarında kullandıkları modelin aynısıdır. İki çalışma arasındaki belirgin farklardan bir tanesi, Harris'in modelinde yatırımların çıktıya oranının (I_t) gecikmeli değişken olarak kullanılmamasıdır. Harris'e göre modelin içinde yatırımları ifade eden gecikmeli değişken içsellik problemi açısından yeterli bir çözüm yaratmamaktadır çünkü cari yatırımlar ve gecikmeli yatırımlar arasında belirgin bir bağlantı yoktur. Bunun yanında yazar, yatırımları ifade etmek için gecikmeli bir değişken kullanmanın diğer değişkenler açısından "ihmal edilmiş değişkenin yarattığı sapma" problemine neden olacağını belirtmiş; bu anlamda hisse senedi piyasası aktivitesini (S_t) bir sonraki dönemdeki yatırım ile ilişkilendirmenin ilişki katsayısını olduğundan fazla çıkartacağını iddia etmiştir. Bu nedenle çalışmada hisse senedi piyasalarındaki aktivitenin cari dönem yatırımlar ile ilişkisini incelenmiş ve bunu yaparken de (OLS) yerine (2SLS) yöntemi kullanılmıştır. Yazara göre, cari yatırımlar ve kişi başı ekonomik büyüme beraber saptandığı için, analizde (OLS) kullanılması halinde bulunan sonuçlarda sapma olabilecektir. Harris çalışmasında örnekleme büyütürken bir de analize giren ülkeleri gelişmiş ve gelişmekte olan-az gelişmiş olarak iki grupta sınıflandırmıştır. Yazarın ulaştığı sonuç Atje ve Jovanovic'in çalışmalarında tespit ettikleri "hisse senedi piyasalarının gelişimi ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi" gelişmiş olan ülkeler açısından sınırlı biçimde kısmen onaylarken, gelişmekte olan-az gelişmiş ülkeler açısından anlamsız bulmuştur. Analiz sonucunda gelişmiş olan ülkeler için bile bu ilişkinin istatistiki olarak zayıf, nokta tahmin açısından da Atje ve Jovanovic'in tüm örneklem için buldukları sonucun ancak yarısı kadar anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Harris'in çalışmasının bu anlamda vardığı sonuç hisse senedi piyasası gelişmesi ve kişi başı büyüme arasındaki zayıf bir ilişkinin varlığıdır.⁶¹

⁶¹ Richard D.F.Harris, "Stock markets and development: A re-assement", **European Economic Review**, C.41, 1997, ss.139-146

Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998) tarihli çalışmalarında finansal gelişme-ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, legal ve finansal sistemlerdeki farklılıkların dışsal fonlanmaya, dolayısıyla firma bazında büyümeye etkisi bağlamında incelemişlerdir. Firmaların satışlarında oluşan artışlar aynı zamanda ekonominin de büyümesi anlamına geldiğinden, bu anlamda çalışma hukuki ve finansal sistemin ekonomik büyümeye katkısını da incelemektedir. 30 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1980-1991 seneleri arasındaki kesit verilerine dayanan ve “en küçük kareler” yönteminin kullanıldığı bu çalışmada finansal gelişmişlikle ilgili başlıca 3 tane hipotez test edilmiştir. İlk hipotez; finansal piyasaların gelişmesiyle firmalar açısından içsel finansmanın önemi azalmaktadır. İkinci hipotez; finansal piyasaların ve finansal araçların gelişmediği bir durumda dışsal finansman daha maliyetli olmaktadır. Üçüncü hipotez ise finansal piyasaların gelişmiş olması ve firmaların tahmin edilen büyümenin üzerinde bir büyüme göstermesi arasında pozitif bir ilişki olduğudur. Diğer taraftan yazarlar hukuki sistem, dışsal finansman ve büyüme arasındaki ilişkiyle ilgili olarak da çeşitli iddialarda bulunmuşlardır. Yazarlara göre; hukuki sistemin geliştiği piyasalarda uzun dönemli kredi almak daha kolay olmaktadır. Bunun altında yatan temel neden, uzun dönem kredi alanların riskli davranışlarının yani ahlaki çöküntü (moral hazard) probleminin hukuki sistemin gelişmiş olması durumunda çeşitli denetim mekanizmaları sayesinde kontrol edilebilmesidir.

Finansal ve hukuki sistemin dışsal finansmana ve dolayısıyla büyümeye olan katkısını ampirik olarak incelemek için araştırmada finansal ve hukuki sistemin gelişmişliğini ifade eden bazı ifadeler kullanılmıştır. Finansal gelişme üç şekilde ifade edilmiştir. İlk

değişken $(\frac{MCAP}{GDP})$ şeklinde ifade edilmiş ve firmaların borsa değerlerinin gayri safi yurtiçi hasılaya (GSYİH) oranını göstermektedir. Bu gösterge ne kadar büyükse finansal gelişme o kadar artmaktadır. (TOR) şeklinde ifade edilen ikinci değişken piyasa aktivitesini temsil etmekte ve hisse senedi piyasasında devir oranını

belirtmektedir. $(\frac{BANK}{GDP})$ olarak ifade edilen üçüncü ve son değişken ise mevduat

bankalarının iç varlıklarının gayri safi yurtiçi hasılaya olan oranını ölçmektedir. Hukuki sistemin ne kadar gelişmiş olduğunu ölçmek için de yazarlar, “kanun ve

düzen” değişkeninden yararlanmışlardır. Uluslararası ülke risk rehberinden yararlanılarak oluşturulan bu değişkene göre, ülkeler riskleri açısından (0-6) arasında değerlendirilmiştir. En az riskli olan ülkelerde hukuki sistem en gelişmiş kabul edilirken; daha riskli ülkelerde bu değer sifıra yaklaşmaktadır.

Çalışmada ilk olarak ortalamanın üzerinde büyüme gösteren firmaların nelerden etkilendiğini tespit edilmiştir. Bunu tespit etmek için firmanın (t) zamanında (g_t) kadar bir büyüme kaydetmesi için gerekli dışsal finansmanı hesaplamaya yarayan ve Higgins tarafından (1977) ortaya konan “satış yüzdesi” yaklaşımından yararlanmışlardır. Bu finansal planlama modeline göre (g_t) kadar büyüyen bir firmanın t zamanında ihtiyacı olan dışsal finansman;

$$EFN_t = g_t Assets_t - (1 - g_t) Earnings_t \times b_t$$

olarak ifade edilmektedir. EFN_t ’nin dışsal finansman ihtiyacını, [$g_t Assets_t$]’in yüzde olarak büyümeyi sağlamak için gerekli olan yatırımı, [$(1 - g_t) Earnings_t$]’in iç kaynaklardan sağlanan yatırım için gerekli sermayeyi ve (b_t)’nin t zamanında tekrardan yatırım yapmak için kazançtan ayrılan kısmın tüm kazanç içindeki oranını temsil ettiği modelde; firma büyümesi ve dışsal finansman ihtiyacı ilişkisi açısından bazı varsayımlarda bulunulmuştur:

- (1) Satış başına üretimde kullanılan varlık oranı sabittir. Bir başka ifadeyle firmanın üretimi arttıkça, kullanılan varlık miktarı yani yatırımlar da artacaktır.
- (2) Her satılan birim başına kar sabittir.
- (3) Varlıkların amortismanları mali tablolardaki değerler olarak alınmıştır.

Yapılan analiz sonucunda analize katılan ülkelerin büyük çoğunluğunda firmaların dışsal finansman yoluyla elde ettikleri aşırı büyüme ve yatırımlar arasında belirgin pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Firma karakteristiğini temsil eden sabit varlıkların toplam varlıklara olan oranı, ödenmemiş karların toplam varlıklara olan oranı, karlılık,

net satışların net sabit varlıklara olan oranı gibi diğer değişkenler ile “aşırı büyüme” arasında ise ülkeden ülkeye değişen sonuçlar elde edilmiştir.

Yazarlar bir sonraki adımda finansal ve hukuki sistemler arasındaki farklılıkların dışsal finansmanla büyümeyi açıklayıp açıklamadığını incelemiş ve sonuçta hukuki sistemin gelişmesi ile bankacılık sektörünün büyüklüğü ve uzun dönem kredi ile firmaların varlıklarındaki büyüme arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna ek olarak kişi başı GSYİH ve hukuki sistemin etkinliği arasında; uzun dönem krediyle fonlanan yatırımlar ve kişi başı GSYİH arasında; hukuki sistemin etkinliği ve uzun dönem krediyle fonlanan yatırımlar arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Buna karşılık uzun dönemde sermaye devir oranı-hukuki gelişme arasında ve dışarıya hisse senedi ihracıyla kişi başı GSYİH büyümesi arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuçta yapılan regresyon analizleri yazarların, hukuki ve finansal sistemdeki gelişmenin hem doğrudan hem de dolaylı olarak firma büyümesine olumlu etkisi olduğu sonucuna ulaşmalarına neden olmuştur. Doğrudan etki dışsal finansmanın elde edilmesini kolaylaştıran fiziki ortamın yaratılması, dolaylı etki de firmaların artan karları nedeniyle kendi kendilerini finanse etme kabiliyetlerinin artmasıdır.

Yukarıda tespit edilen tüm sonuçların, firmalar çerçevesinde yapılan analizler sonucunda elde edilmiş olması, yazarları ülkeler açısından aşırı büyümenin nedenlerini değerlendirmeye yardımcı olan başka bir regresyon analizi yapmaya sevk etmiştir. Bu analiz sonucunda hukuki sistemin gelişmiş olması ve hisse senedi piyasasında sermayenin devir oranı arasında belirgin bir negatif ilişki tespit etmişlerdir. Bir başka tespit, hukuki sistemin gelişmiş olduğu ve yüksek bir mal stok devir oranının beraber görülmesi halinin, “düşük gerçekleşmiş sermaye dönüşümüne” neden olmasıdır. Diğer taraftan araştırmacılar firmaların satışlarındaki büyüme ile içsel finansman, hukuki ve finansal yapı arasında herhangi bir ilişki tespit edememişlerdir. Hukuki-finansal sistem ve dışsal finansman arasında ise doğrudan değil dolaylı bir ilişki olduğunu düşünmüşlerdir. Araştırmada, hukuki sistemin geliştiği piyasalarda sermaye karlılığı düşük çıkmaktadır. Yazarlara göre bu piyasalarda firmalar yüksek büyüme oranlarına ulaşabilmek için daha fazla finansman ihtiyacı duymaktadırlar.

Son olarak araştırmacılar uzun dönemli dışsal finansman ile fonlanan yatırımların hukuki sistemdeki gelişmelerden nasıl etkilendiğini anlamak için başka bir regresyon daha yapmışlar ve sonucunda da yatırımların hukuki sistemdeki gelişmelerden, enflasyondan ve hisse senedi piyasasındaki aktiviteden olumlu etkilendiği sonucuna varmışlardır.

Yukarıda kısaca özetlemeye çalıştığımız analizler ışığında, yazarlar firmaların büyümesi için aktif bir hisse senedi piyasasının ve iyi bir hukuki sistemin gerekliliğini göstermiş; bunun nedeni olarak da bu özelliklere sahip piyasalara dışsal finansmanın kaynağı olan portföy yatırımlarının daha fazla yapılmasını göstermişlerdir. Ulaşılan bu sonuç tutarlılık (robustness) testine tabi tutulmuş; King-Levine (1993) ve Levine-Zervos'un (1998) çalışmalarıyla uyumlu sonuçlar elde edilmiştir. Araştırmanın diğer bir sonucu da hisse senedi piyasasının büyüklüğünün tek başına pek bir öneminin olmadığı, önemli olanın piyasa aktivitesi olduğudur. İyi işleyen bir hukuki sistemin ve aktif bir hisse senedi piyasasının olduğu ülkelerde sermaye karlılığının düşük olduğu gözlemlenmiştir. Bunun bir sonucu olarak bu tarz piyasalarda arzulanan büyüme oranlarına ulaşabilmek açısından dışsal finansmana olan ihtiyaç bağımlılık haline gelmiştir. Devlet müdahalesinin firmaların büyümesi konusunda herhangi bir etkisi olduğuna dair bir kanıt bulunamamıştır. Bu anlamda devletin, firmaların kendi kaynaklarıyla büyüyeceklerinden daha fazla büyümelerini sağlayan finansal ortamın oluşmasında pek bir rolü yoktur. Kısaca genişlemiş bir bankacılık sektörü, aktif bir hisse senedi piyasası ve gelişmiş bir hukuki sistem firmalara bahsedilen dışsal finansmanı bulmakta olanak sağlamakta ve firmaların büyümesini kolaylaştırmaktadır.⁶²

Ross Levine'in (1998) yayınladığı çalışması finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi hukuki sistem çerçevesinde inceleyen diğer bir çalışmadır. 1976-1993 döneminde 42 ülkenin senelik verilerinden yararlanılarak yapılan çalışmada (OLS) yönteminin yanı sıra "genelleştirilmiş momentler yöntemi" (GMM) kullanılmıştır. Levine bankacılık sektöründeki gelişmeler ile hukuki sistem ve buna

⁶² A. Demircuc-Kunt ve V. Maksimovic, "Law, finance, and firm growth", **Journal of Finance**, C: 53, 1998, ss. 2107-2137

bağlı olarak ekonomik büyümedeki değişimleri inceleyen çalışmasını iki önemli soru etrafında şekillendirmiştir:

(1) Ülkeler bazında bankacılık sektörünün gelişmişliği acaba kredi verenlerin sahip olduğu hukuksal haklar, anlaşmaların yürürlüğe konmasındaki etkinlik derecesi ve hukuksal sistemin kaynağı ile ilgili farklılıklarla açıklanabilir mi?

(2) Daha gelişmiş bir bankacılık sistemi daha hızlı bir ekonomik büyümeye neden olur mu? Hukuki ortam bağlamında tanımlanan bankacılıktaki gelişmişlik düzeyi; uzun dönem ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve verimlilik artışı ile pozitif bir ilişki içinde midir?

Bu soruların yanıtlarını verirken araştırmacı, çalışmasının konuyla ilgili varolan literatürde iki tane boşluğu doldurduğunu belirtmektedir.

(1) LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, ve Vishny (kısaca LLSV) (1997) ve (1998) tarihli çalışmalarında çok kapsamlı biçimde 49 ülkenin hukuki sistemlerini ve bu sistemlerdeki farklılıkların ekonomik büyümeye olan etkilerini incelemişlerdir. Bu kapsamlı araştırma sonucunda (LLSV) kredi verenlerin haklarının yoğun biçimde korunduğu ve anlaşmaların yürürlüğe konmasında etkinliğin sağlandığı ülkelerde; daha gevşek bir hukuksal sistemin varolduğu ülkelere göre kredi sisteminin ve hisse senedi piyasasının daha iyi işlediğini belirtmişlerdir. Bu anlamda Levine çalışmasının (LLSV)'nin çalışmasını hukuki sistemler ve bankacılık sektöründeki gelişmeler çerçevesinde tamamlayacağını belirtmiştir.

(2) Levine'e göre çalışmasının literatüre diğer bir katkısı, bankacılık sektöründeki gelişmeler ve uzun dönem ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik olmuştur. King ve Levine (1993) çalışmalarında; 1960 senesindeki finansal gelişme düzeyinin daha sonraki 30 senedeki büyümeyi tahmin etmede çok iyi bir gösterge olduğunu belirtmiş; Rajan ve Zingales (1998) ise çalışmalarında, bu yaklaşımı "finansal gelişmenin büyümeye neden olan bir faktörden ziyade büyüme açısından öncü bir gösterge olabileceği" çerçevesinde eleştirmişlerdir. Levine'e (1998) göre Rajan ve

Zingales'in bu eleştirisinin havada kalmasının nedeni; bankacılıktaki gelişmenin dışsal bileşenini ortaya çıkaracak uygun yardımcı değişkeni içermemesidir. Bu bağlamda Levine çalışmasında bankacılık sektöründeki gelişmelerin dışsal bileşeni olarak belirlediği hukuksal sistemin, ekonomik büyüme ile pozitif bir ilişki içinde olup olmadığını araştırarak bu eksikliği giderdiğini iddia etmektedir. Levine buna ek olarak bankacılık sektöründeki gelişmelerin belirleyicilerini tespit ederken aynı zamanda bu gelişmelerin dışsal bileşeni olan hukuki sistem farklılıklarının sermaye birikimi ve verimlilik artışıyla olan ilişkisini de incelemektedir.

Araştırmada hukuksal sistemi ve bankacılık sektöründeki gelişmeleri ifade etmek için çeşitli göstergelerden yararlanılmıştır. Bankacılık sektöründeki gelişmeler "BANK" değişkeni ile ifade edilirken, "hukuksal değişkenler" olarak ifade edilen göstergeler başlıca üç ana başlık altında toplanmıştır. Bu gruplar CREDITOR, ENFORCE ve ORIGIN ile ifade edilmiştir. Araştırmanın sonucu da bu göstergelerin birbirleriyle olan ilişkilerine dayanmaktadır.

CREDITOR değişken grubu bankaların hukuksal haklarını ifade etmekte ve üç alt değişkenden oluşmaktadır. 1) AUTOSTAY: Bir şirketin iflası halinde borçlarının geri ödenmesinin belirli bir süre için yeniden yapılandırılması sağlanarak, kredi geçmişi "automatic stay" denen bir duruma geçirilebilir. Böylece alacaklıların bu süre zarfında alacakları ile ilgili taleplerinin olması engellenmiş olur. Bu tarz bir "automatic stay" durumuna hukuki sistem izin veriyorsa, bankaların şirketler üzerinden bir kazanç sağlamaları engellenmiş olmaktadır. Bu da hukuki sistemin çalıştığını göstermektedir. Levine bu durumda AUTOSTAY'ın değerini (1) ile ifade etmektedir. Bu tarz bir kanun yoksa (0) ile ifade edilmektedir. 2) MANAGES: İflas sırasında şirket kendi varlıklarını yönetme hakkına sahipse (1), yönetme hakkına sahip değilse (0) değerini almaktadır. 3) SECURED: Bankanın iflası durumunda, ilk önce mevduat sahiplerinin paralarının ödenmesi durumunda (1); ilk önce banka çalışanlarına ve hükümete para ödenmesi halinde (0) ile değerlendirilen durumdur. Bu değişken grubunu temsil eden CREDITOR, yukarıda bahsedilen üç endikatörün bileşiminde oluşan ortak bir endeksi ifade etmektedir. $[CREDITOR = SECURED - AUTOSTAY - MANAGES]$ şeklindeki formülasyon sonucunda CREDITOR, (-2) ile

(1) arasında değerler alabilmektedir. Bu ortak gösterge ne kadar büyükse hukuki sistem o kadar çok gelişmiş olmaktadır.

İkinci değişken grubu ENFORCE ile ifade edilmektedir. Bu ifadenin altında “RULELAW ve CONRISK” adı altında iki tane başlık bulunmaktadır. RULELAW (1) ile (10) arasında değerler almakta ve kanunların hangi derecede yürütüldüğünü göstermektedir. Bu gösterge LLSV’nin 1998 tarihli çalışmalarına dayanmaktadır. Uluslararası lkeler risk rehberine dayanarak oluşturulan bu göstergeye göre; kanunların tam anlamıyla uygulanabildiği ülkelerde RULELAW değeri (10), uygulanamadığı durumda ise (1)’dir. RULELAW ne kadar büyük değer alırsa bankacılıktaki gelişmeler o kadar etkin olacaktır. Diğer gösterge olan CONRISK ise yapılan anlaşmaların risk değerlendirmesine göre tekrardan yenilenmesini ifade etmektedir. Düşük riskli anlaşmaların yenilenmesi (10) ile yüksek riskli anlaşmaların yenilenmesi (1) ile değerlendirilmiştir. ENFORCE ise bu iki göstergenin ortalamalarının bileşiminden meydana gelmiştir. Kısaca ENFORCE’un değeri (10)’a yaklařtıķa kanunların uygulanması etkinleşmektedir.

Hukuki sistemin işlerliliğini belirtmek için en son kullanılan gösterge ORIGIN’dır. Yine LLSV’nin çalışmasına dayanarak oluşturulan bu gösterge, 49 ülkeyi hukuki sistemlerinin temeli açısından değerlendirmektedir. Temel alınan hukuksal sistemler ise İngiliz, Fransız, Alman ve İskandinav hukuksal sistemleri olmuştur.

Levine hukuksal sistemin etkilerinin, finansal sistemin gelişmesi açısından değerlendirdiği için diğer taraftan finansal sistemin gelişmesini temsil edecek bir göstergeye ihtiyaç duymuştur. BANK göstergesi yazarın finansal gelişmeyi ifade etmede kullandığı gösterge olmuştur. Bu gösterge ticari ve mevduat kabul eden tüm bankaların özel sektöre verdikleri kredilerin toplam miktarının GSYİH miktarına olan oranı ile ifade edilmiştir. Levine geleneksel olarak diğer çalışmalarda finansal gelişmişliği ifade ederken kullanılan finansal derinliğin, finansal sistemin sermayeyi nereye dağıttığını tespit etmek açısından yeterli olmadığını iddia etmiştir. Bu anlamda kendi kullandığı BANK göstergesinin finansal gelişmeyi ifade etmek açısından çok daha etkili olduğunu belirtmiştir.

Araştırmacı yaptığı ampirik uygulama sonucunda hukuksal sistem ve bankacılığın gelişmesi arasında çok yakın bir ilişki tespit etmiş ve kredi verenlerin haklarını daha iyi koruyan hukuki sistemlerde bankaların daha gelişmiş olduğunu gözlemlemiştir. Yazara göre, bu tarz bir hukuki sistemin yanında, kanunların yürütülmesi de gelişmiş bir bankacılık sistemi açısından hayati öneme sahiptir. Levine ülkelerin hangi hukuki menşeden geldiklerinin de bankacılığın gelişmesi açısından önemli olduğunu düşünmektedir. Yazar bu iddiasını kanıtlamak için LLSV'nin yaptığı sınıflandırmayı kullanmıştır. LLSV çalışmalarında Anglosakson hukuki sistemini kullanan ülkelerde kredi verenlerin haklarının; Alman, Fransız ve İskandinav hukuki sistemlerine göre daha iyi korunduğunu; kanunların uygulanmasında ise Alman ve İskandinav sistemlerinin diğer sistemlere göre daha etkin olduğunu vurgulamışlardır. Bu çalışmada hem kredi verenlerin hakları hem de kanunların yürütülmesi konusunda en zayıf kalan hukuki sistem Fransız hukuk sistemidir. Levine, bu çerçevede bankacılığın neden ve nerede gelişmiş olduğunu açıklayabildiğini iddia etmiştir.⁶³

Neusser ve Kugler'in 1998 yılında yaptıkları çalışma, onüç OECD ülkesinin 1970-1991 dönemindeki senelik verilerini göz önüne alarak finansal sektörde ortaya çıkan gelişmelerin ekonomik büyümeye olan katkısını irdelenmiştir. Bu onüç ülke karşılaştırmalı olarak üç dönem içinde incelenmiştir. Çalışmada, finansal aracılık işi sadece bankalar gibi parasal kuruluşlar tarafından değil aynı zamanda menkul kıymetler simsarları ve aracıları, yatırım fonları, sigorta şirketleri tarafından da yapılmaktadır. Bu anlamda araştırmacılar finansal gelişmeyi ifade ederken, diğer çalışmalardan daha kapsamlı bir finansal derinlik göstergesi yarattıklarını iddia etmektedirler. Finansal sektörün yarattığı GSYİH'yi hesaplarlarken ticari bankaların ve diğer parasal kuruluşların bilançolarından çeşitli rakamlar çıkarmak yerine; finansal kurumların, sigorta şirketlerinin ve emeklilik fonlarının toplam yarattıkları hacim tercih edilmiştir. Sektöre ait hesaplanan bu GSYİH miktarı geniş bir perspektifte ticari bankaların mevduat ve kredi aktivitelerini, hizmet bedellerini, hisse senedi ve tahvil ihracında ortaya çıkan komisyonları ve bilanço dışı hareketleri de kapsamaktadır. Yazarlara göre kullandıkları ölçütün en önemli özelliği, Alman tipi ya

⁶³ Ross Levine, "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth", **Journal of Money, Credit, Banking**, C.30, Sayı.3, 1998, ss. 596-613

da ABD tipi farkını gözetmeksizin temel bankacılık aktivitesini evrensel anlamıyla kapsayan bir ölçüt olmasıdır. Bu anlamda sermaye piyasası çok gelişmiş olsun ya da olmasın bir ülkedeki finansal derinlik olduğundan daha az tahmin edilmemiş olacaktır. Diğer taraftan bu tarz bir ölçütün kullanılıyor olması, banka temelli ya da sermaye piyasası temelli bir sistemde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan katkısının belirlenmesi aşamasında sorunlar çıkartmaktadır.

Analizin odaklandığı temel konu uzun dönemde finansal sektör ve imalat sektörü arasındaki ilişkidir. Bu noktada araştırmacıların özellikle imalat sektörüne yoğunlaşmalarının temel nedeni, ekonomik büyümenin temeline teknolojik gelişmeleri ve bunların uygulamalarının üretimde yarattığı olumlu sonuçları koymalarıdır. Finansal gelişmenin de bu teknolojik gelişmeleri sağlamada oynadığı rol, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemek açısından en uygun göstergenin imalat sektörü olduğu inancını kuvvetlendirmektedir.

Bu analizde yöntem olarak Johansen, Stock-Watson, Horvath-Watson, Philips-Oularis ve Engle-Granger kointegrasyon testlerinin yanı sıra Granger nedensellik ve vektör otoregresyon testleri kullanılmıştır. Araştırmacıların yaptıkları testler sonucunda analize dahil edilen ülkelerin sadece yarısında, logaritması alınmış finansal sektör GSYİH'sı ve logaritması alınmış üretim GSYİH'sı arasında anlamlı bir kointegrasyon tespit edilmiştir. Buna karşılık üretim GSYİH'sı yerine toplam faktör verimliliği (TFP) konulduğunda, tüm ülkelerde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında koentegrasyon görülmüştür. Granger-nedensellik testine göre de ABD, Almanya ve Japonya dışındaki ülkeler için, finansal gelişmenin üretim açısından toplam faktör verimliliğindeki artışın nedeni olduğu gibi bir sonuca ulaşılmıştır. Nedensellik ilişkisi diğer yöne doğru değerlendirildiğinde tüm ülkelerde geri besleme tespit edilmiştir.⁶⁴

Levine ve Sarah Zervos (1998) yaptıkları çalışmada iyi işleyen bir hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün uzun dönem ekonomik büyümeye olan katkısını incelemiştir. 47 ülkenin 1976-1993 dönemindeki verilerinin “en küçük kareler” (OLS) yöntemiyle analiz edildiği çalışmada, hisse senedi piyasasındaki likidite,

⁶⁴ K. Neusser ve M. Kugler, “Manufacturing growth and financial development: evidence from OECD countries”, **Review of Economics and Statistics**, C. 80, 1998, ss. 638–646.

büyüklik, istikrarsızlık ve dünya sermaye piyasalarıyla olan entegrasyonunun; cari ve gelecek dönem ekonomik büyüme, sermaye birikimi, verimlilikteki gelişme ve tasarruf miktarları ile olan ilişkisi incelenmiştir. Bu bağlamda çalışma, hisse senedi piyasasının uzun dönem büyümeye olan etkisi ile ilgili temel teorik tartışma açısından da ampirik bir kanıt olmaktadır. Bunun ötesinde yazarlar, King ve Levine'in bankacılık-büyüme ilişkisini inceleyen (1993) çalışmalarını, hisse senedi piyasalarını da analize katmak suretiyle genişletmişlerdir. Araştırmacılar, hisse senedi piyasalarının ve bankacılık sektörünün her ikisinin de cari ve gelecek dönem büyüme, verimlilik artışı, sermaye birikimi ve özel tasarruflar ile korelasyonlarını değerlendirmişlerdir. Çalışmada, işlem gören hisse senetlerinin değerinin tüm hisse senedi piyasasına ve tüm ekonomiye olan oranı olarak ölçülen hisse senedi piyasası likiditesinin; ekonomik büyümeyle, sermaye birikimiyle ve verimlilikteki artışla anlamlı pozitif bir ilişki içinde olduğu gözlemlenmiştir. Bu anlamda yazarlar, hisse senedi piyasası likiditesinin kişi başı reel GSYİH büyümesi, fiziki sermaye büyümesi ve verimlilikteki artışı açıklamakta sağlam bir gösterge olduğunu iddia etmektedirler. Buna ek olarak özel sektöre verilen kredilerin GSYİH miktarına oranı ile ifade edilen bankacılık sektörünün gelişmesi de, yapılan regresyon açısından kişi başı GSYİH artışını, fiziki sermaye büyümesini ve verimliliğini tahmin etmede anlamlı bir değişken olduğu görülmüştür. Araştırmacılar diğer hisse senedi piyasası göstergeleriyle uzun dönem büyüme arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Aynı şekilde piyasanın büyüklüğü ve uluslararası entegrasyon ile büyüme; sermaye birikimi ve verimlilik arasında da anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Buna ek olarak finansal göstergelerin hiçbirisinin tasarruf oranlarıyla belirgin bir ilişkisi yoktur.

Yukarıda tespit edilen sonuçlar Levine'in (1991) ve Bencievenga'nın (1995) çalışmalarını destekler niteliktedir. Daha likit ve dünya sermaye piyasalarıyla daha fazla entegre olmuş sermaye piyasalarının tasarrufları olumsuz şekilde etkilediğine dair teorileri destekler nitelikte bir kanıta ulaşılmayan çalışmada; diğer taraftan hisse senedi piyasalarındaki karlılık dalgalanmalarının yatırımları engelleyici ve kaynakların tahsisini bozucu bir etki yaratacağı inancına karşı çıkan kanıtlar elde edilmiştir. Yazarlara göre elde edilen sonuçlar, finansal sistem ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tam olarak anlayabilmek için çeşitli finansal hizmetleri

birbirlerinden bağımsız olarak sağlayan bankacılık sektörünün ve hisse senedi piyasalarının beraber analiz edildiği teorilere olan ihtiyacı göstermektedir.⁶⁵

Ram (1999) çalışmasında 1960-1989 dönemini kapsayacak şekilde 95 tane ülkenin verilerinden yararlanılmaktadır. “En küçük kareler” yönteminin kullanıldığı çalışmada araştırmacı finansal gelişme ve kişi başı reel GSYİH büyümesi arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Araştırmacı veri eksikliği yüzünden her ülke için yapısal bir model tahmin etmenin zor olduğunu belirtmiş ve başlangıç olarak her ülke için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki kovaryansa bakmıştır. Finansal gelişme için birçok çalışmada da kullanılmış olan tüm likit yükümlülüklerin GSYİH miktarına oranını gösteren finansal derinlik (DEPTH) göstergesinden; ekonomik büyüme için ise kişi başı GSYİH’deki büyüme göstergesinden yararlanılmıştır. Bu göstergeler senelik olarak alınmıştır. Araştırmacı bu kovaryansı hesaplarken iki noktaya dikkat çekmiştir. İlk nokta finansal derinliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin bir senelik zaman farkıyla hesaplanmasıdır. Bu anlamda finansal gelişme öncül değişken olmaktadır. İkinci nokta çevrimsel faktörlerin etkilerini daha iyi ortaya koyabilmek için, 39 ülke için kişi başı GSYİH’deki büyüme ve finansal derinlik göstergesi arasında beş senelik ortalamalarla tekrardan analiz yapılmasıdır.

Çalışmada yapılan regresyon analizi, Odedokun’un (1996) tarihli çalışmasında ortaya koyduğu modelden yararlanılarak yapılmıştır. Bu model;

$$GY = a_0 + a_1 (GL) + a_2 (I / Y) + a_3 (GX) + a_4 (depth)$$

şeklinde ifade edilmektedir. (GY) kişi başı reel GSYİH’deki artışı, (GL) işgücünü, (GX) ihracatı temsil etmektedir. (DEPTH) yukarıda da belirtildiği gibi likit yükümlülüklerin GSYİH miktarına olan oranını temsilen modelin içine konmuştur. (I/Y) oranı ise gayrisafi yatırımların GSYİH miktarına olan oranını belirtmektedir.

Araştırmanın sonucunda, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında birçok çalışmada tespit edilen pozitif ilişkinin tersine belirsiz bir ilişki tespit edilmiştir. Bir başka ifadeyle bu ilişki tek tek ülke bazında hesaplandığında, aynı verilerle yapılan

⁶⁵ Ross Levine ve Sarah Zervos, “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, **The American Economic Review**, C.88, Sayı:3, 1998, ss. 537-555

Ülkelerarası kesit veri çalışmalarının tam tersi bir sonuç ortaya çıkmıştır. Yazar ulaştığı sonuçlar bağlamında; ülke bazında tahmin edilmiş çoklu regresyon modelleri çerçevesinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olmadığını iddia etmiştir. Birçok çalışmada kullanılmış olan kesit verileri üç alt grupta yukarıdaki model çerçevesinde regresyon analizine sokmuş; yüksek derecede parametrik heterojenlik oluştuğunu tespit etmiştir. Sonuç olarak Ram, 95 ülkenin verilerini ülke bazında incelediğinde finansal aracılık ve büyüme arasında ihmal edilebilecek derecede küçük ve negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.⁶⁶

Luintel ve Khan'ın (1999) tarihli çalışmaları finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi gelişmekte olan 10 ülke açısından sınamış; çalışmada Kostarika, Kolombiya, Yunanistan, Hindistan, Kore, Malezya, Filipinler, Sri Lanka, Güney Afrika ve Tayland için 36 ile 41 arasında değişen senelik gözlemlerden yararlanılmıştır. Araştırmacılar yaptıkları çalışmanın literatür açısından katkısını finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin araştırılmasında kullandıkları "ok değişkenli VAR" analizine dayandırmaktadırlar. Bu çalışmanın literatürde bu bağlamda ortaya çıkan boşluğu dolduracağını iddia etmektedirler. Araştırmacılara göre, bu yöntem sayesinde iki değişkenli çalışmaların yapısal problemi olan yanlış belirtimin üstesinden gelinmiş olunmaktadır. Çalışmada finansal derinlik ve belirleyicileri olan reel gelir ve faiz arasındaki güçlü ilişkiyi ortaya çıkaran "uzun dönem finansal derinlik" ve "ıktı" vektörleri tanımlanmıştır. Araştırmacılar, literatüre katkı anlamında daha önceki çalışmaları etkileyen tek denklem eğilimini ortadan kaldıran bir sistem yaklaşımı yarattıklarını iddia etmektedirler. Çalışmada kullanılan bu yenilikler sonucunda, diğer çalışmalardan farklı olarak tüm ülkeler açısından finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yöne doğru da bir nedensellik tespit etmişlerdir. Buldukları sonuçları; daha fazla boyutlu bir sisteme dayanması alınması ve uzun dönem nedensellik ilişkisinin test edilmesi anlamında yeni bir yaklaşım olarak ifade etmişlerdir.

(VAR), (VECM), Johansen kointegrasyon, zayıf dışsallık ve Granger nedensellik testlerinin uygulandığı çalışmada dört temel değişkenden yararlanılmıştır. Bu

⁶⁶ Rati Ram, "Financial development and Economic Growth: Additional Evidence", **Journal of Development Studies**, C.35, Sayı.4, 1999, ss.164-174

değişkenler finansal derinlik (FD), reel GSYİH'nın nüfusa bölünmesiyle elde edilen reel kişi başı çıktının logaritması (LYP), enflasyon etkisinden arındırılmış reel faiz (R) ve reel kişi başı sermaye stokunun logaritması (LKP)'dir. Finansal derinlik (FD) mevduat bankalarının toplam mevduat yükümlülüklerinin bir önceki dönem nominal GSYİH miktarına bölünmesiyle elde edilen bir oran ile ifade edilmiştir. Buna ek olarak finansal derinliğin (FD); reel kişi başı çıktı (LYP) ve reel faizin bir fonksiyonu olduğu belirtilmiştir. Aralarındaki ilişki şu şekilde ifade edilmektedir.

$$FD = F(LYP, R)$$

Bunun yanında yazarlara göre kişi başı çıktı da kişi başı sermaye stokunun bir fonksiyonudur ve aralarındaki ilişki şu şekilde ifade edilmektedir:

$$LYP = A (LKP)$$

Bu da zaten standart AK üretim fonksiyonu anlamına gelmektedir.

Çalışmanın ulaştığı sonucu kısaca özetlemek gerekirse; nedensellik testi sonucunda tüm ülkeler için finansal gelişme ve ekonomik büyüme açısından karşılıklı bir ilişki bulunmuştur. Başka bir deyişle bu ülkeler açısından finansal gelişmeden ekonomik büyümeye, ekonomik büyümenden de finansal gelişmeye doğru bir ilişki tespit edilmiştir. Finansal gelişme ve çıktı arasındaki pozitif ilişki uzun dönem için de geçerlidir.⁶⁷

Xu (2000) yılında yaptığı çalışmasında, kalıcı finansal gelişmenin yerel yatırımlar ve çıktı üzerindeki etkilerini araştırmaktadır. 41 ülkenin 1960-1993 seneleri arasındaki senelik verileriyle yapılan çalışmada, araştırmacı çok değişkenli (VAR) ve etki-tepki analizlerini kullanmıştır. Araştırmacı bu çalışmada kullandığı çok değişkenli (VAR) analizinin; yerel yatırımlar ve çıktı arasındaki dinamik ilişkiyi gözlemlemeyi sağlayarak, bu değişkenler üzerinde finansal gelişmenin uzun dönemde toplam etkisini tespit etmeyi sağlayacağını belirtmiştir. Araştırmaya konu olan ülkelerin

⁶⁷ K.B. Luintel ve M. Khan, "A quantitative reassessment of the finance–growth nexus: evidence from a multivariate VAR", *Journal of Development Economics*, C.60, 1999, ss.381–405

yedisi Asya ve Pasifik, bir tanesi Ortadoğu, üç tanesi Karayip, onbeş tanesi Afrika, onbir tanesi Latin Amerika ve dördü de Avrupa ülkesidir. Bu ülkeleri ekonomik performanslarına göre değerlendirdiğimizde; onaltı tanesi düşük, ondört tanesi düşük-orta ve onbir tanesi de üst-orta gelir seviyesine sahiptir.

Çok değişkenli (VAR) analizinde üç tane değişkenden yararlanılmıştır. Bunlar reel GSYİH, reel yurtiçi yatırımlar ve finansal gelişme endeksleridir. Bu değişkenler arasından reel GSYİH ve yerel yatırımlar için doğrudan “Dünya Bankası” veri setinden yararlanılmıştır. Finansal gelişme göstergesi ise; ekonomideki resmi finansal araçların likit yükümlülüklerin GSYİH miktarına olan oranı ile ifade edilmektedir. Bu likit yükümlülükler M2’den nakit paranın çıkarılmasıyla elde edilmektedir ki araştırmacı bunu da toplam banka mevduatları olarak adlandırmaktadır. Araştırmacıya göre finansal hizmetlerin fazlalaşması finansal aracılığın gelişmiş olmasının bir göstergesidir.

Yapılan çalışma sonucunda finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi takip ettiğine dair hipotez tamamen reddedilmiştir. Buna karşılık, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğine dair güçlü kanıtlar bulunmuş; bu pozitif ilişkinin oluşmasında da temel köprünün yatırımlar olduğu belirtilmiştir. Çalışmaya konu olan 41 ülkenin 27’sinde finansal gelişme yatırımları arttırırken, ekonomik büyümeye de olumlu katkıda bulunmaktadır. Araştırmanın ulaştığı temel sonuç; kısa dönemde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan katkısı negatif olsa bile, uzun dönemde bu katkı daima pozitif olduğudur.⁶⁸

(2000) senesinde Henry çalışmasında hisse senedi piyasalarının serbestleşmesinin, özel sektör yatırımları üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Çalışmada “standart varlık değerlendirme” modellerinin iddia ettiği, “hisse senedi piyasalarının serbestleşmesinin liberalleşen ülkenin özsermaye maliyetini düşürmesi” olgusunun; 1980 sonu ve 1990 başında liberalleşen gelişmekte olan ülkeler açısından iki önemli ampirik çıkarıma neden olacağı iddia edilmiştir. İlk çıkarım, “özsermaye maliyetindeki” avantajın, “gelecekte beklenen nakit akımların sabit olacağı” varsayımı altında; ülkenin hisse

⁶⁸ Z. Xu, “Financial development, investment, and economic growth”, **Economic Inquiry**, C.38, 2000, ss. 331–344

senedi piyasalarının değerini arttıracaktır. İkinci çıkarım ise; düşen maliyetler nedeniyle finansal serbestleşme öncesi “net bugünkü getirisi” negatif olan bazı yatırım projelerinin, “net bugünkü getirisinin” pozitif dönmeye ve daha önce olanaklı görünmeyen bazı yatırım projelerinin hayata geçmesi sayesinde fiziki yatırım oranının artmasıdır. Bu iki çıkarımdan ilkinin Henry (2000) tarihli diğer çalışmasında inceleme ve verilerin bu çıkarımı doğruladığını tespit etmiştir. Bu çalışmada ikinci çıkarımın doğruluğu analiz edilmektedir. Kısaca özetlemek gerekirse Henry’nin analiz ettiği;

$$\text{Hisse senedi liberalizasyonu} \Rightarrow \uparrow \text{Hisse senedi fiyatları} \Rightarrow \uparrow \text{Yatırımlar}$$

mekanizmasının çalışıp çalışmadığıdır. Bu nedenle 11 gelişmekte olan piyasanın liberalizasyon sürecini takiben, reel özel yatırım büyüme oranları incelenmiştir. Hisse senedi piyasalarını liberalize etmiş 11 gelişmekte olan ülkenin 9’unda ilk sene içinde özel kesim yatırım oranları, finansal serbestleşme süreci öncesi dönemdeki ortalamanın üzerine çıkmıştır. Bu süreçten sonraki ikinci senede ortalamayı geçen ülke sayısı 10’a çıkmış, üçüncü sene ise bu sayı 8 olmuştur. Hisse senedi piyasası serbestleşmesini takip eden dönemde tüm ülkelerin ortalama özel sektör yatırımları %22 oranında artmıştır. Bu anlamda çalışmanın ulaştığı sonuç, hisse senedi piyasalarındaki gelişmelerin yatırımlar üzerinde hiç etkisi olmadığını iddia eden çalışmalarla taban tabana zıttır.⁶⁹

Benhabib ve Spiegel’in (2000) çalışmalarının araştırma konusu, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisinin hangi kanallar yolu ile olduğudur. Bu çalışmada özellikle cevabı aranan soru, finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisinin sıkça kullanılan temel değişkenler aracılığıyla mı, yoksa faktör birikimi oranları veya toplam faktör verimliliği büyümesi yoluyla mı ortaya çıkmıştır. Araştırmacılar gözlemlerini daha kısıtlı bir örneklem üzerinden yapmışlar ve analizlerinde Arjantin, Şili, Endonezya ve Kore’nin 1965-1985 dönemindeki verilerinden yararlanmışlardır. 1965-1985 döneminin beş senelik dönemlere ayrılmasıyla yapılan çalışmada, temel büyüme regresyonu, neo-klasik büyüme modeli ve içsel büyüme modeli çerçevesinde ayrı ayrı incelenmiştir. Her iki model için ülkeye özel sabit etkilerin regresyona dahil

⁶⁹ Henry P.B. , “Do stock market liberalizations cause investment booms?”, *Journal of Financial Economics*, C.58, 2000, ss. 301–334.

edildiği ve edilmediği durumlar karşılaştırılmış; genel anlamda fiziki sermayenin ve emek birikim oranlarının her iki durumda da ekonomik büyüme ile güçlü ve anlamlı bir ilişki içinde olduğu görülmüştür. Bunun yanında emek katsayısı, sabit etkilerin dahil edildiği durumda anlamsız çıkmaktadır. Finansal gelişmeyi temsil eden değişkenler; King ve Levine'in (1993) tarihli çalışmalarında kullandıkları DEPTH (finansal derinlik oranı), BANK (banka oranı) ve PRIVY (özel sektörün kullandığı kredilerin GSYİH miktarına oranı) ile temsil edilmektedir. Buna ek olarak araştırmacılar finansal gelişmeyi daha kapsamlı bir şekilde ifade etmek üzere iki tane interaktif değişken de kullanmışlardır. Bu iki değişken DEPTHGINI ve DEPTHGDP ile gösterilmiştir. Bu göstergeler sırasıyla gelir dağılımının standart göstergesi olan Gini katsayısının finansal derinlik ve başlangıç geliri ile ilişkisini ifade etmektedir. Araştırmacılar finansal gelişme ve toplam faktör verimliliği arasında tespit ettikleri ilişkinin, çok farklı bir örneklemden yararlanmalarına rağmen, King ve Levine'in (1993) tarihli çalışmalarında elde ettikleri sonuçlar ile uyumlu olduğunu belirtmişlerdir.

Araştırmanın ulaştığı sonucu kısaca özetlemek gerekirse; (GMM) metodunun kullanıldığı çalışmada finansal gelişmenin hem yatırım oranlarını hem de toplam faktör verimliliğini olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bunun yanında araştırmacılar, finansal gelişmenin ve ekonomik büyümenin farklı ifade edildiği göstergeler açısından farklı sonuçlar elde edilebileceğini belirtmişlerdir. Ayrıca elde edilen sonuçların “ülkelere özel sabit etkilerden” ve finansal gelişme ilgili farklı göstergelerin analize katılmasından etkilendiği tespit edilmiştir.⁷⁰

Beck, Levine ve Loayza (2000) yılında yaptıkları çalışmalarında finansal aracılıktaki gelişmelerin; (i) ekonomik büyüme (ii) toplam faktör verimlilik artışı (iii) fiziki sermaye birikimi ve (iv) özel tasarruflar ile ilişkisini ampirik olarak değerlendirmişlerdir. Araştırmacılar daha önce yapılan çalışmalarda [(King, Levine (1993a) ve Levine, Zervos (1998)] ihmal edilen değişkenlerin veya eşzamanlılığın yarattığı sapmanın ve “ülkelere özel oluşabilecek sabit etkilerin” gözardı edildiğini belirtmişlerdir. Bu analizi yaparken finansal aracılıktaki gelişmelerin dışsal bileşenini

⁷⁰ J. Benhabib ve M.M. Spiegel, “The role of financial development in growth and investment”, *Journal of Economic Growth*, C.5, 2000, ss.341–360.

çıkartmak için “yardımcı kesit veri değişken tahmin edicisi” kullanmışlardır. Bunun yanında uygulama sırasında ortaya çıkabilecek eşzamanlılık, ihmal edilmiş değişken ve “ülkeye özel etkilerin” yaratacağı sapmaları kontrol etmek için yeni bir panel veri tekniğinden yararlanılmıştır.

Araştırmada bu bağlamda finansal aracılıktaki gelişmelerin yukarıda bahsedilen dört değişken üzerindeki etkileri, 1960-1995 dönemi için 77 ülkenin senelik verileriyle “genelleştirilmiş momentler ve IV” yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmanın başka bir iddiası da; analizde tasarruf oranları, fiziki sermaye, verimlilik ve finansal aracılıktaki gelişmeleri ifade etmek için literatürde varolan ölçütlerden daha iyi ölçütler kullanıldığıdır. Bu analiz sonucunda finansal sektördeki gelişmelerin kişi başı reel GSYİH büyümesiyle ve toplam faktör verimliliğiyle güçlü pozitif korelasyon içinde olduğu tespit edilmiştir. Yazara göre bu sonuç aynı zamanda finansal gelişmenin sermaye birikimine ve özel tasarruf oranına olumlu katkıda bulunduğuna yönelik düşünceye bir destek de sağlamaktadır.⁷¹

Hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkeler açısından organize hisse senedi piyasalarındaki işlemlerin her geçen gün artması, politika yapıcılarının bu gelişmelerin makroekonomik sonuçları ile ilgili sorular sormasına neden olmuştur. Rousseau ve Wachtel’in (2000) yaptıkları çalışma hisse sendi piyasalarının gelişmesi bağlamında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki dinamik ilişkiyi incelemektedir. Araştırmacılar, dinamik anlamda bu süreci değerlendirmede ortaya çıkan bazı ekonometrik problemlerin üstesinden panel veri teknikleri kullanarak geldiklerini ifade etmektedirler.

Rousseau ve Wachtel (2000) çalışmalarında hisse senedi piyasalarının; girişim sermayecilerine bir çıkış mekanizması sağlayarak, uluslararası portföy çeşitlendirmesini ve akımlarını cesaretlendirerek, firmalara büyük projeler için gerekli sürekli ve büyük miktardaki sermayeyi sağlayarak ve potansiyel yatırımların kaliteleri hakkında gerekli enformasyonu yaratarak ekonomik performansı arttırabileceklerini öngördüklerini belirtmişlerdir. Çalışmada bu kanalların etkilerini ve doğruluklarını tespit edebilmek için, 1980-1995 dönemini kapsayacak biçimde 47 ülkenin senelik

⁷¹ T. Beck, R. Levine ve N. Loayza, “Finance and the sources of growth”, **Journal of Financial Economics**, C. 58, 2000, ss. 261–300.

verilerinin kullanıldığı ve panel vektör oto regresyon (panel VARs) yöntemine dayanan bir analiz yapılmıştır. Bu analiz sonucunda bahsedilen kanalların oldukça inandırıcı olduğu tespit edilmiştir. Bu tespiti ek olarak piyasa gelişimi ve kişi başı gelirdeki büyüme açısından likiditenin önemi vurgulanmıştır. Geleneksel aracılık işinin yoğunluğunun ve organize piyasalarda işlem gören hisse senetlerinin değerlerinin çıktı üzerinde güçlü bir etkisi olduğu tespit edilirken, piyasa kapitalizasyonu ile çıktı arasındaki ilişki zayıf çıkmıştır.

Araştırmacıların yaptıkları analiz sonucunda elde ettikleri sonuçlar, özellikle son senelerde ekonomik büyümeye hisse senedi piyasalarındaki gelişmelerin önemli miktarda katkıda bulunduğunu desteklemektedir. Buna rağmen Rousseau ve Wachtel bu ilişki açısından kesin bir yargıya varabilmek için çok daha uzun dönemi kapsayan bir çalışma yapılması gerektiğini savunmaktadırlar.⁷²

Arestis, Demetriades ve Luintel (2001) çalışmalarında beş tane gelişmiş ekonomi açısından hisse senedi piyasalarındaki gelişmelerin ekonomik büyümeye olan katkılarını incelemişlerdir. Bu incelemeyi yaparken de bankacılık sistemini ve hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaları göz önünde bulundurmuşlardır. Çalışmada gelişmekte olan piyasaların analize katılmamasının nedeni, bu ülkelerde finansal sistemin ekonomi açısından gelişmiş ülkelerdeki kadar etkin olmamasıyla ilişkilidir. Bu anlamda çalışma sonucunda elde edilecek sonuçlardan az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar açısından bir çıkarım yapmak doğru olmayacaktır. Araştırmacılar buna ek olarak banka temelli ya da sermaye piyasası temelli finansal sistemler açısından da buldukları sonuçların bağlayıcı olmadığını ve elde edilen sonuçlara dayanarak bir yorum yapmanın doğru olmayacağını belirtmişlerdir.

Arestis, Demetriades ve Luintel (2001) açısından çalışmanın iki tane önemli amacı bulunmaktadır. İlk amaç uzun dönemde hisse senedi piyasasındaki ve bankacılık sistemindeki gelişmelerle, çıktı seviyesi arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Yazarlar bu analiz sonucunda çıktının finansal gelişmelere gösterdiği tahmini elastikiyetindeki büyüklüğü tespit ederek, bankacılık ve hisse senedi piyasalarındaki gelişmelerin

⁷² P.L. Rousseau ve P.Wachtel, “Equity market and growth, cross country evidence on timing and outcomes 1980–95”, **Journal of Banking and Finance** , C.24, 2000, ss.1933–1957

ekonomik büyümeye olan katkısını aydınlatacaklarını tahmin etmektedirler. Araştırmanın ikinci temel amacı ise çıktı-hisse senedi piyasası gelişmesi ve çıktı-bankacılık sistemindeki gelişmeler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü tayin etmektir.

Araştırmada bahsi geçen beş tane gelişmiş ülke Almanya, ABD, Japonya, İngiltere ve Fransa'dır. 1972-1998 dönemini kapsayan çalışmada 3 aylık verilerden yararlanılmaktadır. Bahsedilen analizi yaparken kullanılan değişkenler ise şunlardır: Çıktıdaki büyümeyi temsilen GSYİH'nın logaritması (LY), hisse senedi piyasasındaki gelişmeleri temsilen hisse senedi piyasasının GSYİH miktarına oranını ifade eden hisse senedi piyasası kapitalizasyon rasyosunun logaritması (LMC), bankacılık sektöründeki gelişmeleri temsilen yurtiçi banka kredilerinin nominal GSYİH miktarına oranının logaritması (LBY) ve hisse senedi piyasasındaki dalgalanmaları ifade eden hisse senedi piyasası fiyatlarında her çeyrek sonunda sekiz çeyreklik devinim içindeki standart sapmalardan (SMV) yararlanmıştır. Bu değişkenlerin bahsedilen dönem içinde Johansen kointegrasyon, (VECM) ve zayıf dışsalılık testleriyle değerlendirildiği çalışmada; hem bankaların, bir başka deyişle finansal araçların hem hisse senedi piyasalarının ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bir başka ulaşılan sonuç hisse senedi piyasalarının etkisinin bankaların etkisine göre göreceli olarak daha az olduğudur. Özellikle Fransa, Almanya ve Japonya açısından hem bankalar hem de hisse senedi piyasaları ekonomik büyümeye hatırı sayılır katkılar yapmaktadır. Bunun yanında ABD ve İngiltere açısından finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki istatistiksel olarak zayıf çıkmış ve nedensellik ilişkisi de büyümeden finansal gelişmeye doğru olmuştur. Araştırmacılar bu açıdan buldukları sonuçların, bankacılık sisteminin sermaye piyasasına göre daha gelişmiş olduğu ülkelerde, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi uzun dönemde olumlu anlamda daha fazla etkilediğini iddia eden görüşle tutarlı olduğunu da belirtmişlerdir.

Japonya, Fransa ve İngiltere'de hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaların büyümeye olumsuz etkileri olduğu görülmüştür. Almanya'da ise bu etki çok küçük olmuştur. Yazarlar teorik olarak hisse senedi piyasalarındaki dalgalanma olmasının, piyasanın işleyişinin doğal bir sonucu olduğu görüşüne, ulaştıkları sonuçlar açısından

karşı çıkmaktadırlar. Bunun ötesinde bulgularının Aizenman ve Marion'un (1996) çalışmalarıyla tutarlı olduğunu ve mali, parasal veya dışsal her türlü dalgalanmanın reel negatif etkileri olacağı görüşüne katıldıklarını belirtmişlerdir. Bunun nedeni de bu tarz dengesizliklerin belirsizliği arttırması ve ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemesidir.⁷³

Rousseau ve Wachtel (2002), 2000 yılında yaptıkları çalışmalarını takiben “panel data sabit etkileri” yöntemini kullandıkları diğer çalışmaları, 84 ülkenin 1960-1995 dönemindeki verilerinden yararlanarak finans-büyüme bağlantısında %13-%25 arasında değişen bir enflasyon eşiği olduğunu tespit etmişlerdir. Araştırmacıların buldukları sonuca göre enflasyonun tespit ettikleri eşikten daha yukarıda olması durumunda finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisi olmamaktadır. Büyümeye olan pozitif etki enflasyonun %6-%8 eşiğinin altında olması durumunda iyice belirginleşmektedir.⁷⁴

Arestis, Demetriades, Fattouh ve Mouratidis (2002) Güney Kore, Filipinler, Tayland, Yunanistan, Hindistan ve Mısır'ın dahil olduğu 6 gelişmekte olan ülke için finansal serbestleşme politikaları ve finansal kısıtlamalarla ilgili veriler toplamış; standart ekonometrik yöntemler kullanarak ekonomik büyüme çerçevesinde finansal gelişme açısından yürütülen finansal serbestleşme ve baskılama politikalarının sonuçlarını araştırmışlardır. Çalışmada finansal baskılama politikaları; faiz ile ilgili ve likidite ve munzam karşılıklar ile ilgili kısıtlamalar olarak iki bölümde incelenmektedir.

1955-1997 dönemindeki senelik verilerden yararlanılarak yapılan analizde kullanılan başlıca değişkenler şunlardır: (IRR) olarak ifade edilen bu ölçüt, mevduat ve kredi faizlerindeki kontrolü gösteren özet bir veridir. (FD) finansal gelişmeyi temsil etmekte ve nominal likit yükümlülüklerin nominal GSYİH miktarına oranı ile ifade edilmektedir. (GDPK) ekonomik gelişmeyi ifade etmektedir ve reel GSYİH miktarının nüfusa oranının göstermektedir. Yani kişi başı GSYİH miktarını

⁷³ P. Arestis, P.O. Demetriades ve K.B.Luintel, “Financial development and economic growth: the role of stock markets”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, C. 33, 2001, ss. 16–41.

⁷⁴ P.L. Rousseau ve P. Wachtel, “Inflation thresholds and the finance–growth nexus”, **Journal of International Money and Finance**, C.21, 2002, ss. 777–793

göstermektedir. Araştırmacılar finansal gelişme açısından aşağıdaki eşitliği tahmin etmişlerdir.

$$LFD_t = \beta_0 + \beta_1 LGDPK_t + \beta_2 RIRD_t + \beta_3 IRR_t + \beta_4 RLR_t + \varepsilon_t$$

(LFD)'nin finansal gelişmenin logaritmasını, (LGDPK) ekonomik gelişmenin logaritmasını, (RIRD) reel faiz oranını, (IRR) faiz oranlarındaki kısıtları ve (RLR)'nin likidite oranları ve munzam karşılıkları temsil ettiği bu denklem çerçevesinde yaptıkları analizde (VECM), Johansen kointegrasyon ve ana bileşen (PCA) testleri uygulanmıştır.

Bu araştırma sonucunda elde edilen sonuçları kısaca özetlemek gerekirse;

- (i) Finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisi ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir.
- (ii) Filipinler, Hindistan ve Mısır'da finansal politika değişkenlerinin finansal gelişmeye uzun dönemde etkileri vardır; özellikle Filipinler'de faiz hadlerindeki kontrol negatif etki yaparken diğer ülkelerde bu etki pek anlamlı çıkmamıştır.
- (iii) Munzam karşılıkları ve likidite kısıtlamaları Mısır'da uzun dönemde finansal gelişmeye negatif etki yaparken; Güney Kore, Tayland ve Yunanistan'da finansal gelişme üzerinde bu politikaların belirgin bir etkisi tespit edilememiştir.
- (iv) Kısa dönemde reel faiz oranlarındaki kontroller Güney Kore'de negatif etkiye neden olurken Yunanistan ve Hindistan bundan pozitif etkilenmekte; Filipin, Tayvan ve Mısır açısından ise belirgin bir etki görülmemektedir.
- (v) Güney Kore ve Tayland açısından munzam karşılıklarının finansal gelişmeye olan etkisinin kısa dönemde negatif; Filipinler, Yunanistan, Hindistan ve Mısır açısından ise etkisiz olduğu saptanmıştır. Bu bağlamda analiz sonucunda elde edilen ampirik bulgular, aslında tüm bu ülkeler

açısından tek bir sonuca ulaşmanın mümkün olmadığını ortaya koymaktadır.⁷⁵

Deidda ve Fattouh (2002) çalışmalarında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi geliştirmekte olan ve gelişmiş piyasalar ayrımı çerçevesinde incelemişlerdir. Analizde kullanılan veriler, King ve Levine'in (1993) senesindeki çalışmasındaki veri setinden alınmıştır. Araştırmacıların asıl amacı finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki monoton olmayan ilişkiyi test etmektir. Kurdukları model temel olarak King ve Levine'in (1993) tarihli çalışmasında kullandıkları modele benzemektedir. Bu modelde de kişi başı gelirdeki büyüme; başlangıç kişi başı reel gelir; başlangıç orta öğretime katılım oranı ve tüm likit yükümlülüklerin GSYİH miktarına oranını ifade eden finansal derinlik (DEPTH) ile regresyon analizine sokulmuştur. Buna ek olarak modelin içine ekonomideki diğer olayları temsilen (dış ticaret/GSYİH) oranı, (hükümet harcamaları/ GSYİH) oranı, ortalama enflasyon oranı, kişisel özgürlükler endeksi ve ekonomik sistemdeki dönüşüm sayısı ilave edilmiştir.

Deidda ve Fattouh, 119 ülkenin 1960-1989 seneleri arasındaki verileri çerçevesinde eşik regresyon yöntemi kullanarak yaptıkları analizleri sonucunda, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin doğrusal ve monoton bir ilişki olmadığı kanısına varmışlardır. Yazarlar riskten kaçınan ajanların ve finansal işlemlerin maliyetli olduğu varsayımı altında ortaya koydukları basit bir (OLS) modeli çerçevesinde, varolan literatürden farklı olarak, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisinin gelişmemiş piyasalarda şüpheli; gelişmiş olan piyasalarda ise olumlu olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmada ekonomik gelişmedeki farklılıkları belirtmek için kullanılan ayırım;

$$q_i \leq \gamma \text{ durumu için } y_i = \theta_1' x_i + e_i$$

$$q_i > \gamma \text{ durumu için } y_i = \theta_2' x_i + e_i$$

⁷⁵ P.Arestis, P.O.Demetriades, B. Fattouh ve K. Mouratidis, "The impact of financial liberalization policies on financial development: evidence from developing economies", **International Journal of Finance and Economics**, C. 7, 2002, ss. 109–121

şeklinde tanımlanmaktadır. q_i eşik değeri temsil etmekte ve örnekleme belirli gruplara bölmeye yaramaktadır. Bu eşik değer çerçevesinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayrımı yapılmaktadır. Regresyon denklemindeki y_i bağımlı değişken olan ekonomik büyümeyi, x_i regresörlerin m-vektörünü, e_i hata terimini belirtmektedir. q_i 'nin aldığı değere göre rejim değişikliği olmaktadır. Yukarıdaki iki eşitlik, $d_i(\gamma) = \{q_i \leq \gamma\}$ gölge değişkeninin tanımlanmasıyla ve $x_i(\gamma) = x_i d_i(\gamma)$ eşitliğinin ortaya konmasıyla, tek bir eşitlikte toplanabilmektedir:

$$y_i = \theta' x_i + \delta' x_i(\gamma) + e_i$$

Bu eşitlikte $\theta' = \theta_2'$ olmaktadır. δ ve γ regresyonun parametreleridir. Küçük kareler yöntemi kullanılarak tahmin edilen eşik değişken modeli sonucunda, finansal gelişme arttıkça ekonomik büyüme oranlarının da arttığı görülmüştür. “Eşik değişkenin” kullanılmadığı durumda analiz sonucunda sadece yüksek gelir düzeyine sahip ülkelerde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki tespit edilmiş fakat düşük gelirli ülkelerde bu tarz bir ilişki tespit edilememiştir. Özetlemek gerekirse Deidda ve Fattouh, gelişmiş olan piyasalarda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğunu; az gelişmiş piyasalarda ise bu ilişkinin ihmal edilebilecek kadar küçük olduğunu iddia etmektedirler.⁷⁶

Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (2002) çalışmalarındaki hedefleri, firmaların büyümeleri için ihtiyaç duydukları dışsal finansmana ulaşmalarında, finansal sistemin banka temelli ya da sermaye piyasası temelli olmasının bir fark yaratıp yaratmadığını tespit etmektir. Bu sebeple çalışmada, bütün ülkeler için dışsal finansman ile büyüyen firmaların oranı ve bu oranın finansal piyasanın sermaye piyasası temelli ya da banka temelli olmasına göre nasıl değişiklik gösterdiği tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda araştırmacılar, firma düzeyinde 40 ülkenin 1989-1996 dönemindeki verilerini “iki kademeli en küçük kareler” (2SLS) yöntemi ile analiz etmişlerdir.

⁷⁶ L. Deidda ve B. Fattouh, “Non-linearity between finance and growth”, **Economics Letters**, C.74, 2002, ss. 339–345

Araştırmada başlıca üç tane sorunun cevabı araştırılmaktadır: (1) Hukuki sistemden bağımsız olarak finansal sistemin özelliklerinin büyümeye bir etkisi var mı? (2) Dışsal finansmanın kullanımı banka temelli ya da sermaye piyasası temelli sistemlerde farklılıklar gösteriyor mu? (3) Finansal sistemin banka temelli ya da sermaye piyasası temelli sistem olması uzun dönemli ve kısa dönemli fonların tedarik edilmesinde farklılıklar yaratıyor mu?

Araştırmacılar öncelikle araştırmaya konu olan 40 ülkeyi ekonomik büyüme, finansal gelişme ve hukuki sistem anlamında değerlendirmişlerdir. Kişi başı GSYİH miktarındaki büyümenin ekonomik büyümeyi temsil ettiği çalışmada; hukuki sistem LLSV'nin çalışmasından alınan "hukuk ve düzen" endeksi, gölge değişken olarak kullanılan "medeni kanun" değişkeni, alacaklıların ve hissedarların hakları değişkenleri çerçevesinde değerlendirilmektedir. Finansal gelişme ise üç değişken aracılığıyla ifade edilmektedir. Bu değişkenlerden ilki olan (TOR), hisse senedi piyasası aktivitesini ifade etmektedir ve hisse senedi piyasasında işlem gören tüm hisselerin toplam değerinin piyasa kapitalizasyonuna bölümüyle elde edilmektedir. İkinci değişken olan (BANK/GDP) değişkeni ise mevduat bankalarının tüm varlıklarının GSYİH miktarına bölünmesiyle elde edilmektedir. Son değişken olan (MARKET) ise finansal piyasaları belirli bir gelişme düzeyinin üzerinde olan ülkeler için (1) değerini alan, diğer ülkeler için (0) değerini alan bir gölge değişkendir.

Diğer taraftan araştırmacılar, finansal gelişmenin banka temelli ya da sermaye piyasası temelli sistemde mi firmalar açısından daha etkili olduğunu tespit etmek için firmaları dışsal finansmana olan ihtiyaçları çerçevesinde değerlendirmişlerdir. Yazarlar dışsal finansman ve firma büyümesi ilişkisini incelerken 1998 tarihli çalışmalarında uyguladıkları gibi yine Higgins'in (1977) çalışmasına dayanan "satış yüzdesi" yaklaşımından yararlanılmışlardır. Bu çerçevede her ülkede dışsal finansman kullanarak büyüyen şirketlerin oranını ve karakteristiklerini belirlemek için farklı göstergeler kullanmışlar ve bu göstergeleri ülke bazında finansal gelişme, büyüme ve hukuksal sistem göstergeleriyle bir korelasyon matrisinde değerlendirmişlerdir. Bu değerlendirme sonucunda tüm ülkelerde firmalar tarafından kullanılan dışsal finansman ile bankacılık sisteminin ve hisse senedi piyasasının gelişmesi arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiş; buna karşılık kurulan model açısından hukuki

sistemden bağımsız olarak finansal sistemdeki farklılıkların dışsal finansmanı elde etmede herhangi bir fark yarattığına dair bir kanıt rastlanmamıştır. Buna ek olarak, firmaların banka ya da sermaye piyasası temelli bir ülkede olmaları, bu firmaların dışsal finansmanı farklı kullandıkları anlamına gelmemektedir. Kunt ve Maksimovic, buldukları bu sonuçların, finansal gelişme ve ekonomik büyüme açısından en önemli değişkenin hukuki sistem olduğunu iddia eden LLSV'nin 1998 çalışmalarıyla tutarlı olduğunu belirtmişlerdir. Bu yaklaşıma göre hukuki sistemin geliştiği durumda, finansal sistemin banka ya da sermaye piyasası temelli olmasının pek bir önemi kalmamaktadır. Bunun yanında finansal gelişme düzeyinin düşük olduğu ülkelerde hisse senedi piyasasının veya bankacılık sisteminin gelişmiş olmasının dışsal finansmanı elde etme aşamasında farklı sonuçlar yaratacağı iddia edilmiştir. Bu tarz ülkelerde hukuksal anlaşma ortamının hisse senedi piyasaları açısından uzun dönemli dışsal finansmanı sağlamada ve firmaların büyümesine olumlu katkıda bulunmada daha etkin olduğu öngörülürken; buna benzer bir etki bankacılık sistemindeki gelişmeler çerçevesinde tespit edilememiştir. Bu bağlamda yazarlara göre, özellikle finansal gelişmişlik düzeyi düşük olan ülkelerde, hukuksal anlaşma ortamının hisse senedi piyasası ve bankacılık sisteminin göreceli gelişmesini farklı etkilemesi beraberinde firmalar ve projelerin fonlanması açısından da farklı sonuçlar doğuracaktır.⁷⁷

Levine (2002) çalışmasında, uzun dönem büyüme açısından banka temelli sistemin mi yoksa sermaye piyasası temelli sistemin mi daha faydalı olduğu sorusunun cevabını bulmaya çalışmıştır. Literatürde birçok iktisatçı bankacılık temelli bir sistemin tasarrufları hareketlendirmede, verimli yatırımların tanımlanmasında, toplu kontrolün sağlanmasında, kalkınma sürecinin başlarında ve zayıf kurumsal yapının varlığında ekonomik büyüme açısından çok daha faydalı olduğunu iddia etmektedir. Buna karşılık bazı iktisatçılar da sermaye piyasalarının sermayenin etkin tahsisi, risk yönetimi ve çok güçlü bankaların varlığı durumunda ortaya çıkan sorunları yok etme bağlamında büyümeye daha olumlu katkıda bulunduğunu iddia etmektedirler. Levine çalışmasında, bu iki temel yaklaşıma ek olarak konuyla ilgili diğer yaklaşımlara da yer vermiştir. Bu yaklaşımlardan ilki “finansal hizmet” yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma göre;

⁷⁷ A.Demirgüç-Kunt ve A. Maksimovic, “Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm level data”, **Journal of Financial Economics**, C.65, 2002, ss.337-363

bankaların ve finansal piyasaların sundukları hizmetler, ekonomik büyümeyi temelde etkileyen faktördür. Bu anlamda bu yaklaşıma göre incelenmesi gereken olgu, hangisinin daha gelişmiş olduğu değil, her ikisinin de sundukları hizmetlerin nitelikleri ve nicelikleridir. İkinci görüş ise “hukuk ve finans” yaklaşımıdır. Bu yaklaşım daha önce yer verdiğimiz çalışmalarda sıkça bahsettiğimiz LLSV’nin (1997) çalışmasına dayanan ve ekonomik büyüme açısından banka ya da sermaye piyasalarının gelişmiş olmasından ziyade, ülkelerin hukuksal sistemlerindeki farklılıkların asıl ayırt edici faktör olduğunu savunan görüşe dayanmaktadır. Levine’in son olarak yer verdiği görüş, bankaların özellikle gelişmekte olan piyasalar açısından ekonomik büyümeye daha fazla katkı yaptığıdır. Yazara göre sermaye piyasaları ise gelişmiş olan piyasalarda ekonomik büyümeye daha fazla katkıda bulunmaktadır.

Levine, çalışmasının amacını iki ana başlık altında toplamaktadır:

- (1) Konu hakkında varolan teoriler çerçevesinde ampirik kanıtlar bulmak
- (2) Politika yapıcıları için finansal sektör için uygun reform stratejileri dizayn etmek

Bu konuda yapılan araştırmaların çoğu, banka temelli finansal sisteme sahip olan Almanya ve Japonya ile sermaye piyasası temelli finansal sistemleri olan İngiltere ve ABD çerçevesinde olmuştur. Levine, bu ülkelerin finansal sistem farklılıklarını anlamak açısından önemli olduğunu, fakat neredeyse dünya ekonomisinin %50’sini oluşturan bu ekonomiler bağlamında araştırma yapmanın, araştırmanın temel hedefine yönelik bir sonuç çıkarmak açısından pek sağlıklı olmayacağını belirtmiştir. Bu bağlamda çalışmada yeni bir veri setinden yararlanılarak, daha geniş bir perspektifte 48 ülkenin 1980-1995 dönemindeki verileriyle bir analiz yapılmıştır. Yapılan analizde başlıca üç tane regresyon eşitliğinden yararlanılmıştır:

$$G = \alpha' X + bS + U(1)$$

$$G = c' X + dF + U(2)$$

$$G = f' X + hS + jF + U(3)$$

Yukarıda görülen eşitliklerde (G) GSYİH'daki büyümeyi yani ekonomik büyümeyi temsil etmektedir. İlk eşitlikteki (X) varolan koşulları veya kısıtları ifade eden enformasyon setini, (S) finansal yapıyı, (F) ise tüm finansal sektördeki gelişmeleri ifade etmektedir. (S)'nin büyük değerleri sermaye piyasası temelli, küçük değerleri ise banka temelli bir finansal yapıyı ifade etmektedir. (F)'nin büyük değerleri ise finansal hizmetlerin çeşitlendiğini göstermektedir. Eşitliklerdeki (U)'lar hata terimlerini; a, b, c, d, f, h ve j ise katsayıları temsil etmektedir. Levine banka temelli bir sistemin geçerli olduğu durumda $b < 0$, $d > 0$, $h < 0$, $j > 0$; sermaye piyasası temelli bir sistemin geçerli olduğu durumda $b > 0$, $d < 0$, $h > 0$, $j > 0$; “finansal hizmet” görüşünün geçerli olduğu durumda $d > 0$, $j > 0$ ve “hukuk ve finans” görüşünün geçerli olduğu durumda ise $d > 0$ ve $j > 0$ şartlarının oluşmasını beklemektedir.

“En küçük kareler yöntemi” ve “araç değişken yöntemi” kullanılan bu çalışmada banka ya da sermaye piyasası temelli görüşten herhangi bir tanesini destekleyecek bir sonuç çıkmamıştır. Araştırmacı finansal yapıdaki farklılıkların ülkeler arasındaki uzun dönem büyüme performansındaki farklılıkları açıklamada yeterli olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Buna karşılık kesit veri analizi sonuçlarının “finansal hizmet” yaklaşımını güçlü biçimde desteklediğini tespit etmiştir. Bankacılık ve sermaye piyasası temelinde yüksek finansal gelişme seviyesine sahip ülkelerin daha yüksek ekonomik büyüme oranlarına sahip olduğu görülmüştür. Çalışmada ayrıca ülkenin hukuki sisteminin, finansal gelişmeyi ve dolayısıyla uzun dönem ekonomik büyümeyi etkileyen çok önemli bir faktör olduğu da vurgulanmıştır.⁷⁸

Calderon ve Liu'nun (2003) çalışmaları finansal gelişmenin ekonomik büyüme ile olan ilişkisini hem nedensellik hem de bu ilişkiyi kuran kanallar açısından incelemiştir. Yazarlar çalışmalarını daha önce yapılan çalışmalardan üç açıdan farklı görmektedirler ve bu farklılıkları şu şekilde ifade etmektedirler: (1) Çalışmada daha sağlıklı finansal değişkenler ortaya konmuştur. (2) Daha önce yapılan çalışmalarda kısa bir dönem için küçük bir grubun zaman serisi Granger ve Sims nedensellik testlerinden geçirilmiş ve bazı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu çalışmada ise tam tersine çok geniş bir örneklem grubu için uzun dönemde analiz yapılmış; bu veriler hem kesit veri hem de zaman serisi analizlerinin özelliklerini taşıyan panel veri yöntemiyle analiz

⁷⁸ Ross Levine, “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?”, **Journal of Financial Intermediation**, C.11, 2002, ss. 398-428

edilmiştir. Bu bağlamda kesit veri veya zaman serisi analizlerinden birini yaparken, seçilen yöntem yüzünden analizde eksik kalan bir taraf bulunmamaktadır. (3) Çalışmanın bir diğer farkı doğrusal bağımlılık ve geribildirim testlerinin de uygulanmış olmasıdır.

Araştırmacıların 109 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1960-1994 senelerini kapsayan verilerini, Geweke bozunum dağılma testi, Panel (VAR) ve Granger nedensellik testine tabi tuttıkları çalışmalarında tespit ettikleri başlıca sonuçlar şunlardır:

- (1) Finansal gelişme genel olarak ekonomik büyümeye öncülük etmektedir.
- (2) Granger nedensellik testinin sonucuna göre finansal gelişmeden ve ekonomik büyümeye, ekonomik büyümeden de finansal gelişmeye doğru bir nedensellik beraber görülebilmektedir.
- (3) Gelişmekte olan ülkelerde “finansal derinlik” nedensellik ilişkisine, endüstrileşmiş ülkelere göre daha fazla katkı yapmaktadır.
- (4) Örneklem ne kadar uzun bir zaman dilimi içerisinde incelenirse finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisi o kadar büyük olmaktadır.
- (5) Finansal derinleşme ekonomik büyümeyi başlıca iki kanaldan etkilemektedir. Bu kanallardan ilki sermaye birikimi, diğeri ise verimlilikteki artıştır. Özellikle verimlilikteki artışın etkisi çok daha büyüktür.⁷⁹

Beck ve Levine (2004) çalışmalarında, 1976-1998 dönemi için 40 ülkenin panel veri setini kullanarak hisse senedi piyasalarının ve bankaların ekonomik büyümeye olan katkılarını incelemişlerdir. Çalışmada, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi banka ve hisse senedi piyasaları bağlamında inceleyen daha önce yapılmış çalışmalara ve bu çalışmaların eksiklerine kısaca yer verilmiştir. Bu çalışmalardan biri olan ve birçok çalışmada atıfta bulunulan Levine ve Zervos’un (1998) çalışmalarıdır. Bu çalışmada hem bankacılık sektöründeki gelişmeleri hem de hisse senedi piyasalarının yarattığı likiditeyi temsil eden değişkenlerin, araştırmaya

⁷⁹ C. Calderon ve L. Liu, “The direction of causality between financial development and economic growth”, **Journal of Development Economics**, C. 72, 2003, ss. 321–334

konu olan dönemde ekonomik büyüme üzerinde güçlü olumlu etkileri olduğu gözlemlenmiştir. Beck ve Levine’e (2004) göre; Levine ve Zervos’un ulaştığı bu sonucu, çalışmanın ekonometrik anlamdaki zayıflığı gölgelemektedir. Yazarlara göre (OLS) yönteminin kullanıldığı çalışmada; potansiyel eşanlılık eğilimi, ülkeye özgü sabit etkiler ve gecikmeli değişkenler hesaba katılmamıştır. Buna ek olarak çalışmada banka ve hisse senedi piyasası gelişmeleri için başlangıç değerlerinin kullanılması, ortalama değerlerle çalışılan durumla karşılaştırıldığında sadece bilgisel anlamda değil aynı zamanda potansiyel tutarlılık anlamında da problemlere neden olmaktadır.

Beck ve Levine göre; güncel çalışmaların Levine ve Zervos’un çalışmalarındaki ekonometrik zayıflığı çözüme girişimleri, istatistiki ve kavramsal sorunlara pek bir çözüm yaratamamıştır. Arestis’in⁸⁰ (2001) çalışmasını örnek olarak gösteren yazarlar, beş gelişmiş ülke için kullanılan çeyrek dönemlik zaman serisi verilerinin Johansen vektör hata düzeltme modeliyle beraber kullanımının; hisse senedi piyasası, banka ve büyüme ilişkisini uzun dönemde etkileyen yüksek frekanslı faktörleri soyutlaması çerçevesinde yarattığı belirsizliğin düşündürücü olduğunu belirtmişlerdir. Buna ek olarak incelenen dönemin uzunluğu da yetersiz bulmuşlardır.

Beck ve Levine tarafından eleştirilen diğer bir çalışma; Rousseau ve Wachtel’in 2000 yılında yaptıkları analizleridir. Çalışmamızda da ele alınan bu çalışma, yöntem olarak kullandığı “panel veri tekniği” ile diğer çalışmalardan ayrılmaktadır. Bu çalışmada Arellano ve Bond tarafından geliştirilen “fark panel tahmin edicisi” kullanılarak, diğer çalışmalarda gözardı edilen “ülkeye özel sabit etkiler” ve “eşzamanlılık eğilimi” gibi problemlerin üstesinden geldiği iddia edilmiştir. Beck ve Levine (2004) ise bu problemlerin kullanılan bu yöntemlere rağmen sürdüğünü iddia etmektedirler. Yazarlara göre senelik veri kullanımı, iş çevrimlerinin etkilerini soyutlamayı olanaksız kılmaktadır. Yazarlara göre, Rousseau ve Wachtel’in kullandıkları ekonometrik yöntem kısıtlı örneklemelerde gene aynı sorunlara neden olmaktadır.

⁸⁰ Arestis bu çalışmasında beş gelişmiş ülke açısından hisse senedi piyasasındaki ve bankacılık sektöründeki gelişmelerin, ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunduğunu belirtmiş; bankacılık sektöründeki gelişmelerin de göreceli olarak hisse senedi piyasasına göre büyümeye daha fazla katkısı olduğunu tespit etmiştir.

Beck ve Levine (2004) ise kendi çalışmalarının, yukarıda bahsedilen ekonometrik problemlerin üstesinden gelebilecek yeni teknikler içerdiğini belirtmişlerdir. Bu yeni ekonometrik yöntemler sayesinde banka, hisse senedi piyasası ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tekrardan analiz etmişlerdir. Daha spesifik olarak ifade etmek gerekirse, yazarlar bahsedilen ilişkiyi; eşanlılık eğilimini, unutulmuş değişken eğilimini ve gecikmeli değişkeni kontrol ederek; verileri senelik veya çeyrek dönemlik hallerinden beş yıllık ortalama haline çevirerek ve iş çevrimlerinin etkilerinden soyutlayarak; panel tahmin edicileri ile ilgili farkın yarattığı eğilimi yok eden panel tahmin ediciler elde etmeye yarayan yeni bir sistem kullanarak; sistem tahmin edicisinin çeşitli hallerini kullanmak suretiyle bulunan sonuçların sağlamlığını kontrol ederek ve diğer tüm büyüme belirleyicilerini de göz önüne alarak daha önce yapılan çalışmaların boşluklarını doldurduklarını düşünmektedirler.

Veri anlamında banka ve hisse senedi piyasalarını temsilen, Levine ve Zervos'un (1998) kullandıkları temel değişkenleri alan araştırmacıların bu çalışmaya getirdikleri başka bir yenilikse verileri deflate etmeleridir. Araştırmacılar diğer birçok çalışmada finansal gelişmeyi ifade eden büyüklüklerin genellikle dönemin sonu itibarıyla hesaplandığını diğer taraftan bu büyüklükleri GSYİH miktarına oranlarken kullanılan GSYİH büyüklüğünün tüm dönem için alındığını ifade etmektedirler. Bu tarz bir hesaplamanın özellikle yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde için yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olacağını belirtmektedirler.

(OLS) ve (GMM) yöntemleriyle yapılan analiz sonucunda tüm finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunduğu; hisse senedi piyasalarındaki ve bankacılık sektöründeki gelişmelerin büyümeye belirgin ve olumlu biçimde katkı yaptığı tespit edilmiştir. Bulunan sonuçlar iyi işleyen bir finansal sistemin bilgi ve işlem maliyetlerini düşürerek, kaynakların etkin dağılmasını sağladığını bu şekilde de ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunduğu görüşünü savunan teorik ve ampirik tüm çalışmalarla tutarlıdır. Hisse senedi piyasalarındaki ve bankalardaki gelişmelerin ayrı ayrı ekonomik büyüme ile olan ilişkisi kontrol değişkenler analize katılmadan incelendiğinde her ikisinin de ayrı ayrı büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğu görülmüştür. Devletin büyüklüğü, enflasyon, dış ticarete olan açıklık, karaborsa gibi çeşitli kontrol değişkenlerin analize katılmasıyla, farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bir

kontrol değişkeni dışında, tüm regresyonlarda hem hisse senedi piyasası hem de bankacılıktaki gelişmeler tek tek anlamlı sonuçlar vermektedir.⁸¹

Christopoulos ve Tsionas (2004) çalışmaları, finansal derinlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi uzun dönemde “panel birim kök” ve “panel kointegrasyon” analizleriyle incelemektedir. 1970-2000 seneleri arasındaki dönemi kapsayan araştırmada, 10 tane gelişmekte olan ülkenin verilerinden yararlanılmıştır.

Araştırmacılar, daha önce yapılan kesit veri, zaman serisi ve panel veri çalışmalarından kısaca bahsettikten sonra, bu çalışmalarda ortaya çıkan eşzamanlılık, ihmal edilmiş değişken, gözlemlenmemiş ülkeye özel etkiler, eşik değişken gibi başlıca sorunlardan bahsetmiş ve kendi çalışmalarında bu sorunların üzerinden gelmek için nasıl bir yol izlediklerini maddeler halinde kısaca özetlemişlerdir. Buna göre araştırmacılar;

- (1) “Panel birim kök” analizinin yanında “zaman serisi birim kök” analizini de kullanarak verilerin durağanlığı gözden geçirmişler ve bu noktada “panel birim kök” testinin gerekliliğinden bahsetmişlerdir. Bunun nedenini de, ekonomik verilerin örneklem büyüklüklerindeki ve içeriklerindeki yetersizliklerin; standart “zaman serisi birim kök” testlerinin gücünü azaltması olarak ifade etmişlerdir.
- (2) Çalışmada çok değişkenlilikte kointegrasyonu test etmek için Johansen’in kointegrasyon yaklaşımından yararlanılmıştır. Buna ek olarak, panel kointegrasyon testleri yaparak, Johansen testlerinin sonuçlarının sonlu örneklemden dolayı gücünü kaybedip kaybetmediğine emin olmuşlardır.
- (3) Ekonomik aktivite ile finansal gelişme arasında “eşik değişken” olabileceği ihtimalini hesaba katmışlardır. “Eşik değişken”den kasıt belirli bir finansal gelişmenin altında finans-büyüme ilişkisinin hiç olmaması ve belirli bir düzeyin üzerinde bu ilişkinin olduğundan fazla görülmesidir. Standart integrasyon ve kointegrasyon testlerinin yanlış belirlenmiş dinamiklerin varlığı durumunda yeterli olmayacağı varsayımı (Enders-Granger (1998)); akla uygun

⁸¹T. Beck ve R. Levine, “Stock markets, banks, and growth: panel evidence”, **Journal of Banking and Finance**, C. 28, 2004, ss. 423–442.

sonuçlar elde edilmesi durumunda olası “eşik değişken” etkisini uzun dönemde hesaba katan kointegrasyon testlerine olan ihtiyacı beraberinde getirdiğini belirtmişlerdir.

- (4) Kointegrasyon vektörleri, heterojen kointegre paneller için tam modifiye (OLS) tahmin yöntemiyle tahmin edilmiştir. Bu metodoloji, kointegrasyon vektörlerinin uygun ve etkin bir biçimde tahmin edilmesine izin vermektedir. Buna ek olarak araştırmacılar, bu metodoloji çerçevesinde; finans-büyüme arasındaki uzun dönemli ilişkinin kısa dönemle uyumunun tutarlı olmasının sağlandığını, regresörlerin içsellik problemine temas edildiğini ve verilerin zaman serisi özelliklerinin bu integrasyon ve kointegrasyon özellikleri içinde hesaba katıldığını belirtmişlerdir. Çalışmada bu bağlamda Levine’in (2000) çalışmasındaki yaklaşımının esnekliğini neden muhafaza ettiğini tartışmışlardır.
- (5) Uzun dönem ve kısa dönem nedensellik ilişkisinin ayırımına varmışlardır. Darrat’ın (1999) çalışmasında iddia ettiği finansal gelişmenin avantajlarının kısa dönemde çok daha fazla hissedilmesi, uzun dönemde ise bu etkinin giderek azalması düşüncesi çerçevesinde bu ayırımı gitme ihtiyacını hissetmişlerdir. Bu anlamda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin sadece uzun dönemde incelenmesinin yanlış sonuçlara ulaşılmasında neden olacağını belirtmişlerdir. Buna ek olarak uygun heterojen paneller için bir hata düzeltme modeli (ECM) ortaya koymuşlardır.

Yukarıda sıraladığımız yöntemler sonucunda Christopoulos ve Tsionas (2004), uzun dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru anlamlı ve güçlü bir nedensellik tespit etmişlerdir. Ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru ya da her iki yöne karşılıklı bir ilişkiye dair herhangi bir kanıtı rastlamamışlardır. Nedensellik ilişkisinin kısa dönemde olmadığını iddia eden araştırmacılar, politika önerisi olarak finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkmasının politika yürütücüsünün dikkate alması gereken önemli bir ayrıntı olduğunu belirtmişlerdir.⁸²

⁸² D.K. Christopoulos ve E.G. Tsionas, “Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests”, **Journal of Development Economics**, C. 73, 2004, ss. 55–74

Felix Rioja ve Neven Valev (2004) finansal gelişme ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki olduğunu iddia eden son dönem çalışmalara, ilişkinin gücünün finansal gelişme düzeylerine göre farklılık göstereceği iddiası çerçevesinde katkı sağlamışlardır. Ülkeler finansal gelişme düzeyi olarak az gelişmiş, orta düzeyde gelişmiş ve gelişmiş olarak üç kategoride incelenmiştir. Araştırmacıları bu sınıflandırmayı yapmaya iten bazı teorik yaklaşımlar ve daha önce yapılmış çalışmalardan elde edilen bazı bulgular bulunmaktadır. Acemoğlu ve Zilibotti'nin (1997) çalışmaları bu anlamda yararlanılan çalışmalardan bir tanesidir. Az gelişmişliğin olduğu durumlarda tasarrufların yüksek getirili projelere tahsisi sürecinde ölçek ekonomilerinin öneminin vurgulandığı bu yaklaşım, yüksek getirili projelerin bölünememesi ve asgari bir büyüklük koşulu varsayımına dayanmaktadır. Buna göre daha büyük projelerin fonlanması için finansal piyasaların belirli bir asgari büyüklüğe gelmiş olması gerekmektedir. Rioja ve Valev'in yararlandığı diğer bir çalışma finansal gelişme-ekonomik büyüme arasındaki ilişkide ortaya çıkan kırılmaları değerlendiren, finansal araçların riskin dağıtılması ve likiditenin sağlanması konusundaki önemi üzerinde duran Saint-Paul'un (1997) çalışmasıdır. Buna ek olarak yazarlar finansal araçların maliyetleri düşürmekteki ve yatırım projeleri hakkında bilgi toplamaktaki becerleri açısından konuyu değerlendiren Greenwood ve Jovanovic'in (1990) çalışmalarından da yararlanmışlardır. Yazarlar, ekonomik gelişme ile ilgili bir sınıflandırma ihtiyacını duymalarını neden olan diğer bir bulguyu da çeşitli çalışmalarda ortaya konan yaparak-öğrenme sonucu elde edilen tecrübeler olarak ifade etmişlerdir. Örnek vermek gerekirse çalışmada yararlanılan Lee'nin (1996) çalışması yönetici ve düzenleyici otoritenin finansal gelişmeleri yönetme tecrübesinin olduğu durumlarda, finansal sektörün ekonomik büyümeye çok daha fazla katkıda bulunduğunu göstermektedir. Çalışmada yararlanılan diğer bir çalışma olan Rousseau ve Wachtel'in 2002 tarihli çalışmaları yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde; ki bu durum daha çok düşük gelirli, finansal piyasaları derin olmayan ve kamu kesimi borç finansmanında finansal sistemin büyük rol oynadığı ülkelerde görülmektedir; finansın ekonomik büyümeye olan katkısının önemli biçimde azaldığını iddia etmektedir. Aynı çerçevede finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye olan katkısı gelişmiş finansal piyasalar açısından değerlendirildiğinde, azalan verimler kanunu nedeniyle bu etkinin finansal gelişme arttıkça azalacağını

iddia eden Greenwood ve Jovanovic'in çalışmaları bu noktada gene örnek olarak gösterilmiştir. Özet olarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını yazarlara düşündüren pek çok teorik ve ampirik çalışma bulunmaktadır. Bu anlamda araştırmacıların analizlerinde ülkeleri üç kategoriye ayırmaları, finansal piyasaların gelişme düzeylerindeki farklılıkların ekonomik büyüme açısından belirleyici bir faktör olduğu inancına dayanmaktadır.

(GMM) metodunun kullanıldığı ve 1961-1995 döneminde 74 ülkenin verilerinden yararlanılan çalışmada; GSYİH'daki büyüme ekonomik büyümeyi temsil ederken, eşitliğin sağ tarafında açıklayıcı değişkenler olarak başlangıç kişi başı gelir, orta öğretimde geçirilen ortalama zaman, özel kesime verilen krediler, ticari ve merkez bankası büyüklüğü, likit yükümlülükler, hükümetin büyüklüğü, ticarete açıklık, enflasyon oranı ve kara borsa yer almaktadır.

Analiz sonucunda düşük finansal gelişme seviyesine sahip olan ülkelerde, finansal piyasalarda ortaya çıkan ek gelişmelerin ekonomik büyüme üzerinde etkisi belirsiz olmaktadır. Finansal gelişme düzeyi olarak orta seviyede olan ülkelerde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan katkısı güçlü ve pozitifdir. Finansal gelişmenin en fazla olduğu ülkelerde ise finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye olan katkısı pozitif fakat orta kademede gelişmiş ülkelere göre daha az olmaktadır.⁸³

(2005) yılında konuyla ilgili yapılan diğer bir çalışmada Rousseau ve Vuthipadadorn, 10 Asya ülkesini 1950-2000 seneleri arasındaki yıllık verileri yardımıyla analiz etmişlerdir. Çalışmanın amacı bu 10 Asya ülkesi açısından finansal aracılığın yoğun kullanımının yatırımı ve dolayısıyla büyümeyi etkileyip etkilemediğidir. Bunun yanında araştırmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi de irdelenmiştir.

Araştırmacılar finansal gelişmeyi temsilen birden çok göstergeden yararlanmışlardır. İlk gösterge (M2-M1) şeklinde de ifade edilebilecek geniş para tanımından dar anlamda para tanımının çıkartılmasıyla elde edilmiştir. Birçok çalışmada, finansal gelişme göstergesi olarak doğrudan M2'nin GSYİH miktarına olan oranının

⁸³ F. Rioja ve N. Valev, "Does one size fit all?: a reexamination of the finance and growth relationship", **Journal of Development Economics**, C.74, 2004, ss. 429-447

alınmasına karşılık; Rousseau ve Vuthipadadorn analizlerinde Xu'nun (2000) çalışmasında yaptığı gibi bu fark işleminden yararlanmışlardır. Bunun temel nedeni de M2 içindeki nakit paranın büyük bir kısmının bankacılık dışı kesimler tarafından kullanılmasıdır. Doğrudan M2'yi almak bu bağlamda finansal gelişmeyi olduğundan fazla gösterecektir. Finansal gelişmeyi temsilen diğer bir alternatif gösterge de özel sektöre dağıtılan kredilerdir. Araştırmacıların (CPV) ile gösterdikleri bu değişken, finansal aracılıktaki dalgalanmaları daha net göstermektedir. Bunun nedeni kamu sektörüne verilen kredilerle karşılaştırıldığında, özel sektöre verilen kredilerle yapılan yatırımların verimliliğinin ve geri dönüşümünün daha fazla olmasıdır. Ekonomik performansı değerlendirmek içinse çalışmada gayrisafi yurtiçi hasıla (GSYİH) ve gayrisafi yurtiçi sabit sermaye oluşumu kullanılmıştır. Tüm veriler kişi başı olarak ifade edilmiştir.

Araştırmacılar ampirik yöntem olarak bu çalışmalarında Johansen kointegrasyon, (VECM), Granger nedensellik, (MWALD) testlerini ve varyans ayrıştırması analizini kullanmışlardır. Buldukları sonuçlar Demetriades ve Hussein'in (1996) çalışmalarında elde ettikleri, finans ve büyüme ilişkisinin ülkeden ülkeye farklılıklar gösterdiği sonucu belirli oranda onaylamaktadır. Çalışmada elde edilen sonuçları kısaca özetlemek gerekirse; araştırmaya konu olan ülkelerde finansal gelişme yatırımlara olumlu etkide bulunmaktadır. Ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedenselliğe rastlanmamıştır. Sonuç olarak, araştırmacılar finansın yatırımlar açısından itici güç olduğunu ve faktör birikimini desteklediğini belirlemişlerdir. Buna rağmen finansal gelişme ile üretim artışı arasında zayıf bir ilişki tespit edilmiştir.⁸⁴

Ndikumana (2005) çalışmasında, finansal sisteminin banka ya da sermaye piyasası temelli olmasının ülkelerin yurtiçi yatırımları açısından olumlu ya da olumsuz bir fark yaratıp yaratmadığını incelemektedir. Araştırmacı finansal aracılığın yurtiçi yatırımları finansal kısıtlamaları hafifleterek arttırdığını, firmalara piyasanın artan mal talepleri karşısında yatırımlarını arttırma olanağı tanıdığını iddia etmiştir.

⁸⁴ P.L. Rousseau ve D. Vuthipadadorn, "Finance, investment, and growth: time series evidence from 10 Asian economies", *Journal of Macroeconomics*, C. 27, 2005, ss.87-106.

Çalışmada kullanılan veriler gelişmiş ve gelişmekte olan 99 ülkenin 1965-1997 dönemini kapsamaktadır. Finansal yapının etkisini belirlemek için ülkeler, Demirgüç-Kunt ve Levine'in (2001) tarihli çalışmasında kullandığı gelişmiş sermaye piyasası temelli, gelişmiş banka temelli, gelişmekte olan sermaye piyasası temelli ve gelişmekte olan banka temelli ülke kategorilerine ayrılmıştır. Ndikumana finansal aracılığı ifade eden kapsamlı bir endeks bulmanın zor olmasından dolayı analizinde literatürde daha önce kullanılmış çeşitli göstergelerden yararlanmıştır. Bu göstergeler; likit yükümlülükler/GSYİH oranı, özel sektöre verilen krediler/GSYİH oranı, net yurtiçi krediler/GSYİH oranı, bankaların verdiği krediler/GSYİH oranı ve banka aktiflerinin banka ve merkez bankası aktiflerine olan oranıdır. Ülkeler açısından az önce bahsedilen finansal sistem olarak gelişmiş ve gelişmemiş ayrımı, hem bankacılık hem de hisse senedi piyasasının örneklem ortalamasının üzerinde veya altında kalmasıyla belirlenmiştir. Bankacılık sektörünün gelişmesi verilen banka kredilerinin GSYİH miktarına oranı ile ölçülürken; hisse senedi piyasası açısından bu ölçüt işlem gören hisse senetlerinin GSYİH miktarına oranı ile ifade edilmektedir. Analizde gecikmeli yatırımların, finansal aracılığın, kişi başı GSYİH miktarındaki büyüme ile finansal yapı kategorisi için kullanılan gölge değişken arasındaki gecikmeli ilişkiyi ifade eden bir etkileşim teriminin ve yatırımın diğer belirleyicilerinin bulunduğu bir dinamik yatırım eşitliği kullanılmıştır. Çalışmada hem panel hem de kesit veri analizleri yapılmış; kesit veri analizinde finansal gelişmeyi temsilen başlangıç finansal gelişme derecesi ve ülkenin hukuki orijini alternatif göstergeler olarak kullanılmıştır. Burada amaç finansal gelişmenin dışsal bileşenleriyle yurtiçi yatırımlar arasında bir bağ kurmak; veri finansal gelişme seviyesinde finansal yapının (banka temelli ya da sermaye piyasası temelli) yurtiçi yatırımlar açısından arttırıcı bir etkisi olup olmadığını test etmektir.

Çalışmada finansal yapılardan hangisinin yurtiçi yatırımların artmasına ne derecede etkili olduğu araştırılırken, banka ve sermaye piyasası temelli yapıların avantajlarını ve dezavantajlarını ele alan birçok çalışmadan bahsedilmiş ve elde edilen sonuç şu şekilde özetlenmiştir:

- (i) Banka temelli finansal yapının ekonomik büyüme açısından daha etkili olduğunu savunan görüşe göre; bankalar piyasa anlaşmazlıklarının üstesinden gelmekte, uzun dönem yatırımları teşvik etmekte ve sermayenin tahsisinde etkinliği sağlamakta daha üstündürler.
- (ii) Sermaye temelli finansal yapının etkin olduğunu savunan görüşe göre, sermaye piyasaları likidite riskini azaltmak ve toplu bir kontrol sağlamak konularında daha üstündürler.

Sonuç olarak bu çalışmada tespit edilen anahtar bulgu, finansal yapının şeklinin yatırımlar üzerinde bağımsız bir etkisinin olmadığıdır. Bunun yanında araştırmacı, finansal gelişmelerin yatırımların çıktıdaki büyümelere çok daha duyarlı hale gelmesini sağladığını iddia etmiştir. Ndikumana çalışmasında belirli bir finansal yapıyı teşvik etmek yerine, karar mekanizmalarının finansal aracılığın işlem maliyetlerini düşürücü politikalar yürütmelerinin, ekonomik büyüme açısından daha faydalı olacağı üzerinde durmuştur. Buna ek olarak kredi veren ve alanların (yatırımcıların) haklarını koruyan yasaların uygulanmasının, yürütülen bu politikaların etkinliğini arttıracığını belirtmiştir. Araştırmacıya göre bu yolla bankaların ve hisse senedi piyasalarının gelişmesi kolaylaşacak, dolayısıyla yurtiçi yatırımlar artacaktır.⁸⁵

McGaig ve Stengos (2005) çalışmalarında; Levine, LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny'nin (1997) çalışmalarının finansal gelişme ve ekonomik büyüme literatürüne getirdiği yeni perspektiften yola çıkarak; ülkelerin hukuksal ve muhasebesel sistemlerindeki farklılıklar dışında dini kompozisyonları, 1776'dan beri bağımsız geçirdikleri süre, göçmen ölüm oranları, siyasi düşünce serbestlikleri ve etnik kompozisyonları çerçevesinde finansal gelişme-ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi yorumlamaya çalışmışlardır. Yazarlara göre ilk etapta bu göstergelerin finansal gelişme-ekonomik büyüme ile ilişkisini kurmak pek kolay olmamaktadır. Bu nedenle çalışmada değişkenlerin aralarındaki bağlantıdan kısaca bahsedilmiştir. Ülkelerin dini kompozisyonları yaklaşımı Landes'in (1998) çalışmasına dayanmakta, bu yaklaşıma göre özellikle Müslüman ve Katolik ülkelerde katı dini kuralların finansal piyasaların serbestleşmesini, dünya piyasaları ile entegrasyonunu engellediği iddia edilmektedir. Diğer bir gösterge olan "1776'dan beri bağımsız geçen dönemin

⁸⁵ L Ndikumana, "Financial development, financial structure, and domestic investment: international evidence", Journal of International Money and Finance, C. 24, 2005, ss. 651–673.

uzunluğu” ülkelere politika yürütebilmeleri açısından daha büyük bir fırsat vermektedir. Bu yaklaşım da Beck’in (2002) çalışmasına dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre siyasi düşüncede serbestlik “maden kolonileri” ve “göçmen kolonileri” arasındaki farklılığın günümüzdeki yansımaları çerçevesinde ele alınarak; finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisi yorumlanmaya çalışılmıştır. Bir taraftan da Acemoğlu’nun (2001) çalışmasına dayanan bu yaklaşım; Avrupalıların Kongo, Fildişi sahilleri, Latin Amerika ülkeleri gibi ülkelerde kurdukları “maden kolonilerinde” özel mülkiyet düşüncesinin çok fazla gelişmemesinin; buna karşılık ABD, Avustralya, Yeni Zelanda gibi ülkelerde kurulan “göçmen kolonilerinde” bu düşüncenin çok daha fazla gelişmesinin finansal piyasaların oluşumunu etkilediğini iddia etmektedir. Bu bağlamda “göçmen kolonilerinin” bulunduğu ülkeler finansal gelişmeye çok daha yatkın olmaktadır. “Ölüm oranları” yaklaşımı gene Acemoğlu’nun (2001) çalışmasına dayanmakta ve “maden kolonilerindeki” ve “göçmen kolonilerindeki” ölüm oranlarındaki farklılıkların, finansal sistemlerin de farklı olmasını sağlayacağını iddia etmektedir. Etnik kompozisyon değişkeni ise Beck’in (2002) çalışmasında iddia ettiği “etnik çeşitlenme arttıkça ülkenin dışa açıklığı azalır, daha güçlü olma isteğinde olan hükümetler rekabetin olmadığı bir piyasa yaratmaya çalışır” düşüncesinden ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede 71 ülkenin 1960-1995 seneleri arasındaki yıllık verilerini “genelleştirilmiş momentler yöntemiyle” (GMM) analiz edildiği çalışmada, finansal gelişmişliğin göstergesi olarak özel sektöre verilen kredilerin ve likit yükümlülüklerin GSYİH miktarına oranı ve ticari bankaların varlıklarının merkez bankası varlıklarına olan oranı kullanılmıştır. Yukarıda bahsedilen dini kompozisyonlar, 1776’dan beri bağımsız geçirdikleri süre, göçmen ölüm oranları, siyasi düşünce serbestlikleri ve etnik kompozisyonları göz önüne alınarak finansal gelişme göstergesi olarak; özel sektöre verilen kredilerin ve likit yükümlülüklerin GSYİH miktarına oranı kullanıldığında, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde çok güçlü pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Analize finansal gelişme değişkeni olarak banka varlıklarının merkez bankası varlıklarına oranı konduğunda, göreceli olarak bu ilişkinin gücünün azaldığı görülmüştür.⁸⁶

⁸⁶ Brain McGaig ve Thanasis Stengos, “Financial intermediation and growth: Some robustness results”, *Journal of Economic Letters*, C. 88, 2005, ss.306-312

Caporale, Howells ve Soliman'ın (2005) çalışmaları, hisse senedi piyasasındaki gelişmeler ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, daha evvel aynı ilişkiyi incelemiş önemli çalışmalar çerçevesinde tekrardan ele almıştır. Bu çalışmalardan başlıcaları bizim çalışmamızda da ele aldığımız Levine (1991), Levine ve Zervos (1995), Rousseau ve Wachtel (2000), Beck ve Levine'nin (2003)'de yaptığı çalışmalardır. Tüm bu çalışmaların ortaya koyduğu ortak bulgu; gelişmekte olan piyasalar açısından hisse senedi piyasalarındaki gelişmelerin ekonomik büyümeye olumlu katkı yaptığıdır. Caporale, Howells ve Soliman (2005) kendi çalışmalarında bu ilişkiyi yeniden analiz etmekten ziyade bu artışın hangi kanallar aracılığıyla oluştuğunu tespit etmeye çalışmışlardır ki, bu noktayı da diğer çalışmalardan farklılıkları olarak ortaya koymaktadırlar.

Çalışmada Şili, Malezya, Kore ve Filipinlerin 1979-1998 arasındaki senelik verileri kullanılmıştır. Bu ülkelerin seçilmesindeki iki önemli kriter; çeyrek dönemler halinde en az 50 tane devamlılığı olan gözleme sahip olmaları ve hisse senedi piyasası gelişmesi açısından farklı seviyelerde bulunmalarıdır. Yatırım seviyesi (LI) ile ifade edilmiş ve gayrisafi sabit sermaye oluşumunun nominal GSYİH miktarına bölünmesiyle elde edilmiştir. Yatırım verimliliği reel GSYİH miktarındaki değişimin toplam reel yatırım seviyesine oranı olarak hesaplanmış ve (LPI) olarak gösterilmiştir. Hisse senedi piyasasının gelişimi açısından iki standart göstergeden yararlanılmıştır. Bu göstergeler hisse senedi piyasasında işlem gören hisse senetlerinin değerinin, GSYİH miktarına oranı ile temsil eden piyasa kapitalizasyon oranı ve hisse senedi piyasasındaki tüm hisselerin değerinin, GSYİH miktarına oranı ile temsil eden piyasa işlem hacmi göstergesidir. Bu gösterge doğrudan hisse senedi alım ve satımlarındaki maliyetleri ölçmemektedir. Çalışmada bu alım satım işlemlerinin maliyetlerinin ortalaması, milli gelirin uzun dönemde bir parçası gibi ele alınmaktadır. İşlem yapmanın maliyeti arttıkça, doğal olarak yapılan işlem sayısı düşeceğinden yazarlar bu değişkenin aynı zamanda hisse senedi piyasasının likiditesini ölçmede de uygun bir ölçek olduğunu belirtmişlerdir. Ekonomik büyüme birçok çalışmada olduğu gibi GSYİH miktarındaki büyüme olarak ele alınmıştır.

Bahsedilen dönemde yukarıdaki değişkenler ile yapılan analizde yöntem olarak (MWALD) nedensellik ve (VAR) testleri uygulanmış; sonuç olarak hisse senedi piyasalarının gelişmesinin, yatırımların verimliliğini arttırmak suretiyle ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunduğu tespit edilmiştir. Yani çalışmanın kendi açısından diğer çalışmalardan farklı olduğunu iddia ettiği nokta, hisse senedi piyasasındaki gelişmelerin hangi kanal yoluyla ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunduğunu açıklığa kavuşturmuş olmasıdır. Bu anlamda araştırmacıların nedensellik açısından buldukları sonuç, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedenselliklidir. Tüm bulguları genelleştirmek gerekirse; az gelişmiş ülkeler açısından iyi işleyen bir hisse senedi piyasası ekonomik büyümeye önemli ölçüde katkı sağlamaktadır.⁸⁷

1.4.2. Ülke özelinde yapılan çalışmalar ve sonuçları

Bu bölümde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tek tek ülke bazında ele alan öncü çalışmalardan bahsedilecektir. Çalışmamızın uygulama bölümünde bu ilişki sadece Türkiye açısından ele alınacağı için, bu çalışmalarda kullanılan yöntem ve değişkenler çalışmamız açısından ayrı bir önem taşımaktadır. Üçüncü bölümde, Türkiye için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi ampirik olarak incelenmeden; Türkiye için yapılan çalışmalara ayrıca yer verilecektir. Bu bağlamda bu bölümde inceleyeceğimiz çalışmalar arasına Türkiye için yapılan çalışmalar özellikle koyulmamıştır.

Demetriades ve Luintel (1996) çalışmalarında, Hindistan için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1961-1991 dönemindeki yıllık verilere dayanarak incelemişlerdir. Çeşitli bankacılık sektörü kontrollerinin finansal derinleşme sürecindeki etkilerinin araştırıldığı çalışmada, kredi faizi ile ilgili bir üst sınırın yokluğunda bu tarz bir kontrolün finansal derinleşme üzerinde negatif etkileri olacağı iddia edilmiş; finansal derinleşmeyi etkileyen ekonomi politikalarının aynı

⁸⁷ G.M Caporale, P. Howells ve A.M. Soliman, “Endogenous growth models and stock market development: evidence from four countries”, **Review of Development Economics**, C. 9, 2005, ss.166–176

zamanda ekonomik büyümeyi de etkileyeceği öngörülmüştür. Bir başka deyişle çalışmada ekonomik büyüme açısından finansal derinleşmenin önemi vurgulanmıştır.

Araştırmanın temel düşüncesi Courakis (1984) ve Stiglitz'in (1994) çalışmalarına dayanmaktadır. Bu iki çalışmada da piyasa yapısının ve bankacılık sektörünün yürüttüğü politikaların finansal derinleşmeyi etkilemek açısından etkin olduğu ve asimetrik enformasyon problemi yüzünden kredi verme işinin bazı bankaların tekeline girebileceği belirtilmiştir. Demetriades ve Luintel (1996) buna ek olarak bankaların faiz dışında mevduat hacmini etkilemek için başka yöntemler de kullandıklarını iddia etmişler ve bu iddialarını kanıtlamak için de Hindistan örneğinden yararlanmışlardır. Yazarlar, Hindistan örneğini kullanmalarını iki temel nedenle ilişkilendirmişlerdir. İlk sebep Hindistan'ın dünyadaki en önemli gelişmekte olan piyasalardan biri olması; ikinci sebepse Hindistan'ın bankacılık sektörü kontrolleri açısından zengin bir tarihi geçmişe sahip olmasıdır.

Araştırmacılar yaptıkları ampirik çalışmanın temelde iki ana hedefi olduğunu belirtmişlerdir. İlk amaç Hindistan açısından finansal baskılamanın, finansal derinleşme üzerindeki etkisini tespit etmek; ikinci amaç ise finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkide nedenselliğin yönünü tespit etmektir. İlk hedeflerini gerçekleştirmek için araştırmacılar finansal derinlik için bir kointegrasyon denklemi tanımlayıp; reel faiz oranı çerçevesinde oluşturdukları finansal baskılama endeksinin istatistiki anlamlılığına bakmışlar ve finansal derinleşme için koşullu hata düzeltme süreci tanımlamışlardır. İkinci amaçları olan finansal derinleşme-ekonomik büyüme ilişkisi tespitinde ise reel kişi başı GSYİH miktarının finansal derinleşme konusunda zayıf dışsallık gösterip göstermediğini analiz etmişlerdir. Araştırmacıların finansal baskılamanın finansal derinlik üzerindeki etkilerini incelemek için kurdukları kointegrasyon eşitliğinde; bankalardaki mevduatların nominal GSYİH miktarına oranını gösteren finansal derinleşme göstergesi logaritması alınarak birçok benzer çalışmada da kullanıldığı gibi (LFD) ile ifade edilmiştir. Bu eşitlikteki diğer ifadeler; kişi başı GSYİH miktarının logaritması olan (LY), reel faiz oranı (R), banka şubelerindeki nüfus yoğunluğu (LB) ve finansal baskılama ölçütü olan (FBC)'dir. Bu eşitlikte kişi başı GSYİH'daki büyüme $(LY_t = b_0 + b_1LK_t + u_{2t})$ olarak

tanımlanmaktadır. $b_1 < 1$ olduğu durumda neoklasik büyüme fonksiyonu, $b_1 = 0$ olduğunda ise AK büyüme fonksiyonu şeklini almaktadır.⁸⁸ Kointegrasyon denlemindeki (FBC) dışındaki tüm ifadeler, daha evvel Fry'nın (1995) tarihli çalışmasında kullandığı finansal derinleşmenin standart ölçütleridir. Demetriades ve Luintel'in (1996) bu eşitliğe getirdikleri yenilik (FBC) ile ifade edilen finansal baskılama ölçütüdür.

Varılan sonuçların sağlamlığı açısından dinamik sıradan en küçük kareler yöntemi (DOLS), Engle-Granger ve Johansen en çok olabilirlik ve hata düzeltme modeli (ECM) kullanılmıştır. Dışsalılık testleri ve ana bileşen analizi (PCA) kullanılan çalışmada bankacılık sektörünün kontrol altında olmasıyla finansal gelişme süreci arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Bulunan sonuçlar bu dönemde yapılan ve finansal sektörün ekonomik gelişmeyi yeni kanallar yoluyla etkilediğini iddia eden diğer dışsal büyüme modelleriyle uyumludur. King ve Levine'in (1993b) çalışması bunlardan biridir ve ortaya koyduğu modelde kredi faizi tavanları veya yüksek mevduat munzam karşılıkları gibi finansal sektör vergileri finansal aracılığı olumsuz etkileyerek, yenilikçi aktiviteleri ve ekonomik büyümeyi engellemektedir. Bunun yanında çalışmada kredi verme faizinde bir tavanın olması ekonomik büyümeyi az da olsa pozitif olarak etkilemektedir. Bu bulgu da, kredi faizleri üzerinde oluşan hafif bir baskılamanın ekonomik aktiviteye olan olumlu etkisinin tespit edildiği Dünya Bankası çalışmasını desteklemektedir. Yazarlar yaptıkları dışsalılık testleri sonucunda finansal gelişme ve ekonomik büyümenin birlikte ortaya çıktığını gözlemlemişlerdir.⁸⁹

Arestis ve Demetriades ise (1997) çalışmalarında ampirik literatürü iki açıdan incelemeye almışlardır. İlk açı finansal sistemin ekonomik büyüme sürecine nasıl ve ne miktarda katkı yaptığı ile ilgilidir. Finansal derinleşme, yatırımlar ve sermayenin etkinliği bu kategoride incelenmektedir. Gene aynı perspektif içinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi de değerlendirilmektedir. İkinci açı ise finansal serbestleşmenin yatırım ve büyümeye olan katkısı çerçevesinde konuya yaklaşmaktadır. Bu ilişkiyi araştırırken finansal reformların olduğu ülkelerin

⁸⁸ En basit içsel büyüme modeli, Solow'un büyüme modelini genişletilmesi sonucunda oluşmaktadır. $Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$ olarak tanımlanan Solow'un büyüme modelinde $\alpha = 1$ ve A = sabit varsayımlarını yapıldığında, $A > 0$ ve sabit şartları altında $Y = AK$ büyüme fonksiyonu elde edilmiş olur.

⁸⁹ P.O. Demetriades ve K.B.Luintel, "Financial development, economic growth and banking sector controls: evidence from India", **Economic Journal**, C.106, 1996, ss. 359-374.

verilerinden yararlanılmıştır. Bu anlamda ekonometrik anlamda tasarruflar, yatırımlar ve büyüme eşitliklerinin faiz elastikiyetini incelemeye izin veren oldukça geniş bir veri setiyle çalışılmıştır. Bunun yanında araştırmacılar finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki çerçevesinde hisse senedi piyasalarındaki gelişmeleri de analizlerinin içine dahil etmişlerdir. Bunun nedenini ise 1980 ile 1990 arasında piyasa kapitalizasyonunun 4,7 trilyon dolardan 15,2 trilyon dolara çıkması olmuştur. Singh'in araştırmasına göre gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasalarında yapılan işlemler 1983-1992 arasında 25 kat artmıştır. Singh'e göre bu veriler finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki açısından hisse senedi piyasalarının mutlaka incelenmesi gereken bir olgu olduğunu göstermektedir.

Çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmek için öncelikle Almanya ve Amerika'dan yararlanılmıştır. Bu ülkelerin özellikle seçilmelerinin nedeni iki ülke arasında bilindik finansal sistem farklılığıdır. 1979Q1-1991Q4 dönemi için 3 aylık verilerle yapılan analizde her ülke için dört tane değişkenden yararlanılmıştır. Üç değişken her iki ülke için de aynıdır. Bunlar (LY) ile gösterilen reel GSYİH logaritması, (LMC) ile ifade edilen ve hisse senedi piyasası değerinin GSYİH miktarına oranı ile ölçülen hisse senedi piyasası kapitalizasyon oranının logaritması ve (LSMV) ile gösterilen hisse senedi piyasasındaki fiyat istikrarsızlığı endeksidir. Dördüncü değişken olarak Almanya için M2'nin nominal GSYİH miktarına oranının logaritması; ABD içinse yurtiçi banka kredilerinin nominal GSYİH miktarına oranının logaritması alınmıştır. Bu değişkenler sırasıyla (LM2Y) ve (LBC) ile gösterilmiştir ve her iki ülkede de bankacılık sektöründeki gelişmeleri ifade etmektedir. Çalışmada veriler üzerinde Johansen kointegrasyon testi, vektör hata düzeltme modeli (VECM) ve zayıf dışsallık testleri uygulanmıştır. Yapılan analiz sonucunda sonuçların ülkeden ülkeye büyük farklılık gösterdiği görülmüştür. Almanya için nedensellik finansal gelişmeden reel GSYİH miktarına doğruyken, ABD için tam tersi bir nedensellik ortaya çıkmaktadır.

Bu tespitin ardından finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi bir de Güney Kore örneği çerçevesinde değerlendiren araştırmacılar; daha önceki çalışmalarda bu ilişkiyi kurduğu varsayılan üç kanal üzerinde yoğunlaşmışlardır. Bu

kanallar reel faiz-tasarruf, krediye ulaşılabilirlik-yatırım ve reel faiz-yatırımların verimliliği olarak belirtilmiştir. Araştırmacılar bu ilişkiyi araştırmak için analizlerinde beş tane değişkenden yararlanmışlardır. Bu değişkenler reel kişi başı GSYİH'nın logaritması (LY), enflasyonun sabit olduğu varsayımı altında önceden belirlenmiş reel mevduat faiz oranı (R), statik enflasyon beklentileri altında kişi başı sermaye stokunun logaritması (LK), banka mevduatlarının nominal GSYİH miktarına olan oranının logaritması (LF) ve finansal baskılamayı (FR) temsil eden bir özet büyüklüktür. Finansal baskılamayı ifade eden ölçüt bankacılık sektöründe uygulanan mevduat oranı tavanı, kredi verme oranı tavanı, yürütülen kredi programı tarafından kapsanan toplam kredilerin oranı, vadeli mevduatlara uygulanan mevduat munzam karşılık oranı gibi kısıtlamaların ağırlıklandırılması sonucu elde edilmiştir. Güney Kore merkez bankasının verilerinden yararlanılan; (VAR) ve Johansen kointegrasyon testinin kullanıldığı analiz sonucunda finansal baskılamanın ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Reel faiz oranlarının bu süreçte katkıları pozitif fakat çok küçük olmuştur. Diğer bir bulgu sermaye birikiminin uzun dönem ekonomik büyüme açısından çok önemli bir olgu olduğudur. Reel faizler ile sermaye birikimi arasında ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu anlamda araştırmacıların elde ettikleri sonuç, finansal serbestleşme düşüncesinin savunduğu reel faiz oranları ve çıktı arasındaki pozitif ilişkinin tam tersi bir sonuç ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak yazarlara göre Güney Kore açısından finansal baskılama, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi bağlamında pozitif bir etkiye sahip olmuştur. Araştırmacılar bu sonucun genelleştirilemeyeceğini belirtmişlerdir. Bu anlamda finansal baskılama ekonominin yapısına göre ekonomik büyüme üzerinde farklı etkiler göstermektedir. Piyasa hatalarının olduğu ve etkin devlet kurumlarının bulunmadığı durumlarda finansal baskılama ekonomik büyümeyi arttırırken, başka şartlar altında farklı sonuçlar verebilmektedir.⁹⁰

1997 yılında yapılan diğer bir çalışmada Demetriades ve Luintel, finansal baskılamanın finansal gelişme üzerinde reel faiz oranı bağlamında tanımlanan etkileri

⁹⁰ P.Arestis ve P.O. Demetriades, "Financial development and economic growth assessing the evidence", *Economic Journal*, C.107, 1997, ss.783-799.

haricinde doğrudan etkilerinin olduğuna dair kanıtlar sunmuşlardır. Araştırmacılara göre ekonomik büyüme süreci açısından finansal gelişme dışsal olarak zayıf bir etken değildir. Bu nedenle finansal baskılamanın daha önceki çalışmalarda bahsedilen maliyetlerinden daha fazla maliyetleri olabileceğini iddia etmişlerdir. Bu maliyetler de özellikle finansal derinlik ile ilgilidir. Araştırmacılara göre, tam rekabet şartlarının geçerli olmadığı bir bankacılık sektöründe, finansal baskılama ile ilgili yürütülen politikalar, finansal tasarruf fonksiyonunda kaymalara neden olabilir. Diğer taraftan tasarruf fonksiyonundaki kayma, mevduat sahiplerinin uygulanan bu politikalara karşı tepkilerin de bir sonucu olarak da ortaya çıkabilir. Sonuç olarak kredi verme karlılığında değişiklikler olarak kendini gösteren tasarruf fonksiyonundaki farklılıklar, bankaları mevduat toplama biçimlerini değiştirmeye teşvik edecektir. Yazarlara göre, bankacılık sektörünün sağlamlığını korumaya yönelik yürütülen politikalar, mevduat sahiplerinin tasarruflarını bankacılık sektörüne arz etmelerine neden olacaktır. Araştırmacıların bu çerçevede Hindistan için yaptıkları analiz sonucunda hipotezlerini destekleyecek şekilde finansal baskılama politikalarının finansal derinliği olumsuz etkileyerek, ekonomik büyümeye olumsuz etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Hindistan'ın 1960-1991 seneleri arasındaki yıllık verilerinin kullanıldığı çalışmada, finansal baskılamayı ölçebilmek için kredi faizi kontrolleri, rezerv ve likidite zorunlulukları (mevduat munzam karşılıkları) ve yürütülen kredi programları çerçevesinde bir endeks elde edilmiştir. Bu endeks sayesinde finansal baskılama politikalarının toplam etkileri ifade edilmiştir. Bu şekilde reel faiz oranlarından bağımsız olarak finansal baskılama politikalarının finansal derinlik üzerindeki ve dolayısıyla ekonomik büyüme üzerindeki etkileri tespit edilebilecektir. Araştırmacılar bu ikili arasındaki uzun dönem kointegrasyonu tespit etmek için çeşitli tekniklere başvurmuşlar ve finansal derinleşmenin dinamik davranışını gözden geçirebilmek için hata düzeltme modellerinden yararlanmışlardır. Aslında Demetriades ve Luintel'in (1997) çalışmaları büyük ölçüde 1996 yılında yine Hindistan için yaptıkları çalışmaya benzemektedir. Bu çalışmanın daha önce yaptıkları çalışmadan farkı analiz için kullandıkları ekonometrik yöntemdir. Bu çalışmada yazarlar iki çalışmada da ortak olan ana bileşen analizinden (PCA) farklı olarak Engle-Granger kointegrasyon, Stock-Watson kointegrasyon ve zayıf dışsallık testlerini kullanmışlar; diğer taraftan her iki

çalışmada da makroekonomik büyüklükler için standart ölçütler kullanılmıştır. Çalışmada finansal derinlik banka mevduatlarının nominal GSYİH miktarına oranı olarak, reel gelir reel kişi başı GSYİH miktarı olarak ifade edilmiştir. Reel faiz hadlerinin nominal mevduat faizinden o dönemki enflasyon oranı çıkartılarak elde edildiği modelde, enflasyon beklentileri sabittir. Sermaye stoku serileri sürekli envanter metodu kullanılarak elde edilmiş ve senelik amortisman %8 olarak alınmıştır. Finansal baskılamayı ifade etmek açısından ise dokuz çeşit finansal baskılama politikasından bahsedilmiştir. Bunlardan altı tanesi faiz hadleriyle ilgili kontrollerdir: sabit mevduat faizi, mevduat oranı tavanı, mevduat oranı tabanı, sabit kredi verme oranı, kredi verme oranı tavanı ve kredi verme oranı tabanı. Bu kontroller analizde gölge değişken olarak gösterilmiş, kontrolün olduğu dönem için (1), olmadığı dönem için (0) verilmiştir. Kalan üç politika ise yönetilen kredi programları, mevduat munzam karşılık oranı ve likidite oranı olmuştur.

Demetriades ve Luintel'in (1997) bu çalışmaları sonucunda elde ettikleri ana bulgu; Hindistan açısından finansal baskılama politikalarının etkilerinin negatif ve oldukça etkili olduğudur. Bunun yanında ekonomik politikaların başarılı olmasının ardında bu politikaları yürüten kurumların özellikleri olduğundan, yazarlar Güney Kore gibi başka ülkelerde finansal baskılama politikalarının sonuçlarının pozitif olmasının şaşırtıcı olmaması gerektiğini belirtmişlerdir. Bu anlamda araştırmacıların ulaştıkları diğer bir bulgu, bu ilişkinin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiğidir. Finansal baskılama politikaları eğer piyasa hatalarını düzeltmeye yarıyorsa zaten ekonomik gelişmeye de olumlu etkide bulunacaktır. Bu anlamda araştırmacılara göre gelecek çalışmalar açısından ülkeden ülkeye finansal baskılamanın nasıl sonuç vereceğini araştırmak, bu ülkelerde uygulanacak ekonomi politikalarının etkili olması bağlamında büyük önem taşımaktadır.⁹¹

Rousseau (1999) çalışmasında, Japonya'da 1880-1913 döneminde hızlı biçimde artan yatırım oranları ve kişi başı büyüme oranlarında finansal faktörlerin oynadığı rolü analiz etmeye çalışmıştır. Çalışmanın incelediği dönemin diğer tüm çalışmalardan farklı bir dönem için yapılmış olması finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisinin

⁹¹ P.O.Demetriades ve K.B. Luintel, "The direct costs of financial repression:evidence from India", **Review of Economics and Statistic**, C.79, 1997, ss. 311–320

günümüz şartları dışında da değerlendirilmesi açısından ilgi çekicidir. Rousseau da zaten çalışmasında, “Meiji geçiş dönemi” olarak bilinen 1868-1884 döneminde yapılan finansal reformların, finansın öncülük ettiği büyümeye çok uygun bir ortam yarattığını ve bu dönemin finansal gelişme ekonomik büyüme açısından incelenmesi gereken bir dönem olduğunu belirtmektedir. Yazar, 1868 senesinde Meiji rejiminin başlamasıyla; Japonya’nın bastırılmış ekonomik potansiyelinin ortaya çıktığını ve Japonya’nın bir anda bu dönemin en çok gelecek vadeden gelişmekte olan ülke ekonomisi konumuna geldiğini; bu dönüşümde ticarete ve yeni teknolojilere olan açıklığın önemli rol oynadığını belirtmiştir. 1868 senesini izleyen 35 senelik dönemde kişi başı tarımsal çıktının senelik % 1,7; kişi başı yatırımların ise % 4,2’lik bir büyüme kaydetmiş olması bu bağlamda önemli bir göstergedir. Yazar, kaydedilen bu büyümenin teknolojik gelişmeler ve yabancı sermaye akımlarıyla açıklanamayan kısmı açısından finansal faktörlerin çok önemli rol oynadıklarını iddia etmektedir. Bu iddianın doğruluğunun sınındığı çalışmada finansal gelişmeyi ifade etmek için iki tane değişken kullanılmıştır. İlk değişken finansal araçların toplam varlıklarının değeri şeklinde ifade edilmektedir. Bu varlıkların içinde tüm kamu ve özel kesim bankaları, istisnai bankalar, tarım kooperatifleri ve sigorta kuruluşları vardır. İkinci değişken ise finansal araçlar tarafından tutulmayan kurumsal hisse senetleri ve tahvilleridir. Tasarruf edenlerin portföylerinde bu tahvil ve hisse senetlerinin payı 1886’dan sonra giderek artmıştır. Analizde bu iki değişkenin de GSMH miktarına oranlanmış halleri kullanılmıştır. Diğer taraftan ekonomik büyümeyi temsilen de kişi başı GSMH miktarındaki artıştan yararlanılmıştır. Finansal faktörlerin sermaye birikimine olan etkisini hesaplamak için çalışmada gayri safi sabit yatırımlar ve özel sektör gayri safi sabit yatırımları değişkenlerinden faydalanılmıştır. Finansal faktörlerin tasarruf/yatırım oranlarını nasıl etkilediğini belirlemek açısından bu değişkenlerin GSMH miktarına olan oranlarıyla analiz yapılmıştır. Tüm değişkenler 1934-1936 fiyatlarıyla deflate edilmiştir. Hisse senetlerini değerleri her sene sonundaki fiyatlarıyla ifade edilirken, GSMH deflatörü ardışık senelerin ortalaması olarak alınmıştır. Finansal varlıklar, çıktı ve yatırım ile ilgili uzun dönemli bir çıkarım yapabilmek için öncelikle serilerin durağanlığı kontrol edilmiştir. Yapılan genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testleri sonucunda, serilerin durağan olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır. Yapılan kointegrasyon ve

nedensellik testleri sonucunda, Japonya’da bahsedilen dönemde (1880-1913) finansal faktörlerin hem yatırımlar üzerinde hem de kişi başı GSMH üzerinde olumlu etkisi olduğu gözlemlenmiştir.⁹²

Choe ve Moosa’nın (1999) çalışması finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini Güney Kore örneği çerçevesinde incelemektedir. Çalışmada özellikle odaklanılan nokta, finansal araçların ve sermaye piyasalarının birbirlerine bağıntılı gelişimi; bu gelişimin hanehalklarını ve farklı sektörlerdeki portföy davranışlarını nasıl etkilediği bağlamında olmuştur. Araştırmacılar bu bağlamda yaptıkları çalışmanın daha önce yapılan çalışmalardan farklı bir yol izleyerek, sermaye piyasaları ve finansal araçların gelişimini beraber irdelediğini belirtmişlerdir. Bu çerçevede sermaye piyasalarının ve finansal araçlarının önemini beraber ortaya çıkaracak değişkenler tanımlamışlardır. Bu değişkenlerden daha ayrıntılı bahsetmeden, Choe ve Moosa’nın (1999) hangi kısıtlar altında bu değişkenleri ürettiğini görmekte fayda vardır: Araştırmacılar genel olarak ekonomiyi beş sektör çerçevesinde görmektedirler. Bu sektörler hükümet, bankacılık, hanehalkı, iş sektörleri ve dünyanın kalan kısmı olarak tanımlanmıştır. Fon arz ve talebi bağlamında ise fon fazlası olan hanehalkları sektörü ve fon açığı olan iş sektörü arasındaki ilişkiyi esas almışlardır. Hanehalkları sektörü çalışmada ekonomi içinde fazlalılık veren sektör olarak düşünülürken, iş sektörü tam tersine açık vermektedir. Bu bakımdan araştırmada kullanılan değişkenler sadece bu iki sektör için geliştirilmiştir. İlk değişken hanehalkı sektörünün finansal varlık olarak tuttuğu hisse senedi ve tahvillerdeki büyüme oranıdır. Hisse senedi ve tahvillerin toplamının GSYİH miktarına oranı ile ifade edilmektedir. Bu oran yazarlara göre hanehalkı sektörünün sermaye piyasalarından hangi ölçüde yararlandıklarını göstermektedir. İkinci gösterge ise hanehalklarının tüm finansal varlıkları içinde mevduatların oranındaki artış miktarıdır ki bu da hanehalklarının finansal aracılığı ne derece kullandıklarını göstermektedir. Bu gösterge bankalardaki tüm mevduat, sigorta ve emeklilik fonlarının GSYİH miktarına oranı ile ifade edilmektedir. Bahsedilen değişkenler aynı mantık çerçevesinde iş sektörüne de uyarlanmışlardır. İş kesiminin tüm ekonomideki finansal yükümlülükleri içinde tahvil ve hisse senetlerinin oranı, iş dünyasının finansal piyasaları kullanma miktarını; aynı şekilde finansal

⁹² Peter L. Rousseau, “Finance, investment and growth in Meiji-era Japan”, **Japan and the World Economy**, C.11, 1999, ss.185-198

yükümlülükler içinde mevduatların miktarı, iş kesiminin finansal araçları kullanım miktarı hakkında bize bilgi verecektir. Diğer taraftan araştırmacılar ekonomik büyümeyi temsilen de iki gösterge kullanmışlardır. İlk gösterge reel GSYİH büyümesi, ikinci gösterge de gayrisafı sabit sermaye birikimindeki artıştır. Bu değişkenler finansal sistemin gelişim patikasını şekillendiren temel düzenleyici değişimler çerçevesinde değerlendirilmiştir. Bu anlamda yazarların diğer bir odak noktası, ileri çalışmalar açısından finansal sistemdeki değişikliklerin bu ilişkide etkinliğini belirlemektir. Bu ilişkiyi incelemek açısından Güney Kore'nin uygun bir örnek olmasının nedeni; çeşitli kısıt ve kontroller altında olmasına rağmen finansal sisteminin gelişebilmesi ve otuz senelik bir süreçte ortalama % 6 gibi bir ekonomik büyüme rakamına ulaşılabilmesidir.

Yöntem olarak (VAR) analizi ve Granger nedensellik testleri yapılan çalışmada yazarlar 1970-1992 dönemi için Güney Kore açısından iki tane temel sonuca ulaşmışlardır:

- (1) Finansal gelişmenin artması, ekonomik büyümeyi de arttırmaktadır.
- (2) Bu ilişkinin kurulmasında sermaye piyasalarından ziyade finansal araçların etkindir.

Elde edilen ilk sonuç finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru elde edilmiş bir nedensellik verisine dayanmaktadır. İkinci bulgu ise bir test sonucuna değil, piyasa hatalarını yok etmekte finansal araçların en iyi alternatif olması iddiasına dayanmaktadır.⁹³

Ghali (1999) finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini Tunus için incelemiştir. 1963-1993 dönemi için yıllık verilerle yapılan çalışmada; finansal gelişmeyi temsilen; tüm banka yükümlülüklerinin nominal GSYİH miktarına oranı ve bankaların özel sektöre verdikleri kredilerin nominal GSYİH miktarına oranı değişkenleri kullanılmıştır. İlk değişken geniş para tanımı M2'nin dolanımdaki para miktarından arındırılmış halidir. Yazar; M2/GSYİH değişkeninin özellikle gelişmekte olan ülkeler

⁹³ C.Choe ve I.A. Moosa, "Financial system and economic growth: the Korea experience", **World Development**, C. 27, 1999, ss.1069-1082

açısından kullanılmasının, bu ülkelerde geniş para tanımının içinde nakit miktarının çok olmasından dolayı mahsurlu olduğunu belirtmiştir. Çalışmada ekonomik büyümeyi ifade etmek için de reel GSYİH miktarından yararlanılmıştır. Analizinde VAR, Granger nedensellik, Engle-Granger ve Johansen kointegrasyon, hata düzeltme modeli (ECM) modellerini kullanan araştırmacı; sonuç olarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında Tunus için uzun dönemli bir ilişkinin varlığını ve finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olduğunu tespit etmiştir. Bu bağlamda çalışmada, Tunus örneği için hem kısa hem de uzun dönemde, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye belirgin olumlu bir etkisi olduğu iddia edilmektedir. Yazar bu sonuca ulaşmasına rağmen; özellikle gelişmekte olan ekonomilerde ortaya çıkan yüksek bilgi ve işlem maliyetleri, tam rekabet şartlarından uzak finansal sistem gibi nedenlerle finansın ekonomik büyümeye olan etkisinin biraz şüpheli olduğunu belirtmiştir. Bu tarz ekonomilerde finansal sistem; tasarrufları arttırmak, teknolojik gelişmeleri ve uzun dönem ekonomik büyümeyi sağlamak fonksiyonlarını tam olarak yerine getirememektedir. Bu bağlamda yazar, Tunus örneğinde ampirik olarak elde ettiği finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye olan olumlu etkisinin; finansal derinleşmeyi sağlayacak kurumsal reformların yapılması durumunda çok daha olumlu olacağını belirtmiştir.⁹⁴

Bell ve Rousseau'nun (2001) çalışmaları Hindistan için yapılmış ve finansal araçların Hindistan'ın ekonomik performansını olumlu etkileyip etkilemediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Araştırmacılar analizlerine başlamadan önce, çalışmalarını hangi teorik çerçevede yaptıklarından kısaca bahsetmişlerdir. Araştırmacılara göre finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi sağlayan başlıca iki farklı kanal bulunmaktadır. Bu kanallardan ilki “toplam faktör verimliliği” kanalıdır ve bu kanal sayesinde teknolojik finansal gelişmeler, fonların etkin dağılmasını sağlayarak ve yatırım projelerinin gözlemlenmesi aşamasında asimetric enformasyon probleminin yarattığı engelleri ortadan kaldırarak ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunmaktadır. Bu yaklaşım çalışmamızda önceki bölümlerde yer verdiğimiz Greenwood ve Jovanovic (1990), King ve Levine'in (1993b) çalışmalarına dayanmaktadır. Diğer taraftan yazarların ikinci kanal olarak belirttikleri Gurley ve

⁹⁴ Khalifa H. Ghali, “Financial Development and Economic Growth: The Tunisian Experience”, *Review of Development Economics*, C. 3(3), 1999, ss. 310-322

Shaw'ın (1955) tarihli çalışmalarına dayanan “borç birikimi” yaklaşımı ise, organize finansal piyasaların yaygınlaşmasına odaklanmış ve finansal gelişmelerin mobilitiye sağlayarak, kaynakların verimli kullanılmasındaki rolünden bahsetmiştir. Bu yaklaşım Gurley ve Shaw'dan (1955) sonra Bencievenga ve Smith (1990) tarafından matematiksel olarak formüle edilmiştir. Rousseau (1998) tarihli kendi çalışmasını da Gurley ve Shaw'ın yaklaşımının devamı olarak tanımlamaktadır. Rousseau'nun Bell (2001) ile Hindistan için yaptığı şu anda özetlemeye çalıştığımız çalışmaları da, teorik anlamda Gurley ve Shaw'ın (1955) “borç birikimi” yaklaşımının bir devamıdır. Çalışmada finansal gelişmeyi temsilen mevduat bankalarının yurtiçi varlıkları (DMBDA), bankalara verilen krediler hariç yurtiçi verilen krediler (DCRED) ve özel sektöre verilen krediler (PSCR) kullanılmıştır. Bu ölçütlerin hepsi kişi başı olarak ve 1981 senesinin fiyatlarıyla ifade edilmiştir. (DMBDA) Hindistan'ın en önemli finansal araçlarının büyüklüğünü yansıtmaktadır. Daha geniş bir gösterge olan (DCRED) finansal sistemin genel olarak kredi verme aktivitesini yansıtan bir göstergedir. Bu kredi verme işine mevduat bankası olmayan bankaları, sigorta şirketlerini, kalkınma bankalarını ve kredi kooperatiflerini de dahil etmektedir. Kısaca hem (DMBDA) hem de (DCRED), kredilerin resmi finansal kuruluşlar aracılığıyla nasıl dağıtıldığını göstermektedir. Bunun yanında bu iki gösterge, kredilerin sektörel anlamda hangi oranlarda dağıldığını ve yatırıma dönme aşamasında verimliliklerini ölçmek açısından yetersiz kalmaktadır. Özellikle verilen kredilerin verimsiz kamu yatırımlarına dönüşmesini ifade etmek bu anlamda mümkün olmamaktadır. Araştırmacılar bu noktada (PSCR) göstergesini özel sektöre verilen kredileri kapsadığı için kullandıklarını belirtmişlerdir.

Çalışmada üzerinde durulan diğer bir konu da, yukarıda bahsedilen ölçütlerin kişi başı hükümet harcamaları (GOV) ile ilgisidir. Tanım olarak (GOV) göstergesi içinde finansal sistem tarafından fonlanan ve hiç de küçük olmayan yatırımları da barındırdığı için, araştırmacılar bu değişken içinden yatırım harcamalarını çıkartarak (GOVC) serisini elde etmişlerdir. Ekonomik performansı değerlendirmek açısından da reel kişi başı çıktı (NDP) alınmıştır.

Analiz aşamasında bu göstergeler çerçevesinde 1951-1995 dönemindeki yıllık verilerden yararlanılan; Johansen kointegrasyon, (VECM), Granger nedensellik ve etki-tepki analizi (IRA) kullanılan çalışmada; Hindistan açısından finansal sektörün ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Araştırmacılar, finansal sektörün gelişmesiyle birlikte yatırımların ve bununla bağlantılı olarak ekonomik büyümenin arttığını tespit etmişlerdir. Bunun yanında Hindistan açısından finansal sektörün gelişmesinin üretimde “toplam faktör verimliliği” üzerinde hiçbir etkisi olmadığını iddia etmişlerdir. Bu tespitle birlikte yazarlar Hindistan açısından finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin “borç birikimi” kanalı sayesinde olduğu sonucuna ulaşmışlardır.⁹⁵

Demetriades ve Luintel (2001) yaptıkları diğer bir çalışmada, Güney Kore’nin finansal gelişmesinde, bu ülkede uygulanan finansal kısıtlamaların etkilerini araştırmışlardır. Çalışmanın temel amacı; 1960-1995 döneminde ortalama % 6’lık bir kişi başı GSYİH büyümesi gösteren, yatırım oranının GSYİH miktarının % 25’ine denk geldiği, 1960’lardaki az gelişmiş görünümünü 1990’larda gelişmiş batı ülkeleri düzeyine gelerek değiştiren Güney Kore’nin gösterdiği bu performansın, finansal sistemden ve bu sistemde uygulanan düzenlemelerden ne derece etkilendiğidir.

Çalışmada, Güney Kore açısından finansal kısıtlamaların etkileri için bazı ampirik kanıtlar ortaya konmakta ve bu kanıtlar çerçevesinde finansal derinleşme mekanizmasının işleyişi yorumlanmaktadır. Model Güney Kore bankacılık sisteminin kartel yapısını yansıtacak biçimde kurulmuş ve sonuçta bu modele göre finansal gelişme ile devletin bankacılık sistemi üzerindeki kontrol derecesi arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Buna ek olarak kredi faiz oranı üzerindeki hafif baskılama ile finansal gelişme arasında gene pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir. Diğer taraftan kredi faiz oranı konusunda kontrollerin, mevduat faiz oranlarını da yükselterek finansal derinleşmeye yardımcı olacağına dair herhangi bir kanıt rastlanmamıştır.

1956-1994 seneleri arasındaki verilerinden yararlanılan çalışmada analiz aşağıdaki finansal gelişme eşitliği çerçevesinde yapılmıştır.

⁹⁵ C. Bell ve P.L. Rousseau, “Post-independence India: a case of finance-led industrialization?”, **Journal of Development Economics**, C.65, 2001, ss. 153–175

$$L_t = \mu + \theta_1 y_t + \theta_2 r_t + \theta_3 FR_t + e_t$$

Yukarıdaki eşitlikte L_t finansal derinlik göstergesini temsil etmektedir. Eşitlikteki diğer göstergeler olan y_t kişi başı reel çıktının logaritmasını, r_t mevduatlar üzerinden ifade edilen reel faiz oranını, FR_t de finansal baskılamayı temsil etmektedir. μ sabit, e_t ise hata terimidir. θ_1, θ_2 , ve θ_3 ise bahsedilen değişkenlerin finansal derinliğe olan etkilerini göstermektedir.

Finansal derinliği ifade etmek için başlıca iki tane göstergeden faydalanılmıştır. İlk gösterge diğer çalışmalarda da sıkça karşımıza çıkan ticari banka mevduatlarının nominal GSYİH miktarına oranı ile ifade edilmektedir. İkinci finansal derinlik göstergesinde daha kapsamlı olarak ticari banka mevduatlarına ek olarak diğer finansal kurumlara yatırılan mevduatlar ve kalkınma bankasının mevduatları da hesaba dahil edilmiştir. Diğer taraftan finansal baskılamayı ifade etmek için bir endeks yaratılmıştır. Yazarlar finansal baskılamayı reel faizler üzerinde kontroller ve mevduat munzam karşılıkları oranları olarak ikiye ayırmışlardır. Bu bağlamda (DRC) mevduat faizleri için tavanı, (LRC) borç verme faizi için tavanı, (RRTD) vadeli mevduatlar için munzam karşılık oranını ve (RRDD) vadesiz mevduatlar için munzam karşılık oranını temsil etmektedir. (DRC) ve (LRC) gölge değişkenler olarak ifade edilmiş, varlıkları durumunda (1), olmadıkları durumda ise (0) değerini almışlardır. Bu finansal baskılama değişkenlerini tek tek değerlendirmek yerine, Demetriades ve Luintel (2001) finansal baskılama için bu dört bileşenden oluşan bir özet değişken yaratmışlardır. Bu özet değişken, verilerin standartlaştırılmasından sonra aritmetik ortalamalarının alınmasıyla ortaya çıkmıştır.

Yukarıda bahsedilen değişkenler çerçevesinde ana bileşen analizi (PCA) ve hata düzeltme modeli (ECM) kullanılan (2001) tarihli bu çalışmada, sonuç olarak finansal kontrolün finansal gelişmeye olan etkisinin pozitif olduğu, buna karşın reel faiz

oranlarının finansal gelişmeye olan etkisinin göz ardı edilebilecek kadar önemsiz olduğu tespit edilmiştir.⁹⁶

Bhattacharya ve Sivasubramanian (2003) çalışmalarında, Hindistan için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini nedensellik çerçevesinde analiz etmektedirler. Bu çalışma uyguladığı yöntem açısından diğer ülke çalışmalardan bir noktada ayrılmaktadır. Araştırmacılar çalışmalarında inceledikleri 1970-1999 dönemini; finansal küreselleşme çerçevesinde reform öncesi ve sonrası dönem olarak ikiye ayırmışlardır. Bu ayrıma göre 1970-1991 yılları arası reform öncesi dönem; 1991-1999 yılları arası reform sonrası dönem olarak kabul edilmiştir. Çalışmada (VAR) analizi yapılmış, birim-kök ve kointegrasyon testleri uygulanmıştır. Çalışmada kullanılan veriler senelik olarak alınmış ve sabit fiyatlar çerçevesinde analiz edilmiştir. Yukarıda bahsedilen iki dönem arasında yapısal kırılma olduğu tespit edilmiştir. Johansen kointegrasyon testi sonucunda; M3 ile ifade edilen finansal gelişme ve GSYİH ile ifade edilen ekonomik büyüme arasında kointegrasyon olduğu belirlenmiş; dolayısıyla iki seri arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. İki dönem arasındaki yapısal kırılmadan dolayı, Dickey-Fuller testi yerine Perron'un iki-kademeli testi yapılmıştır. Granger nedensellik testinin sonucunda, her iki dönem için de finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik tespit edilmiştir. Yazarlar, analizlerinde M3 olarak ifade ettikleri finansal gelişme göstergesinin başka finansal gelişme göstergeleri ile ifade edilerek analiz edilmesinin gerekli olduğunu çalışmalarının sonuç kısmında belirtmişlerdir.⁹⁷

Thangavelu ve Ang (2004) senesinde yaptıkları çalışmalarında Avustralya'da banka ve sermaye piyasası temelli finansal sistemler ayırımı bağlamında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki dinamik ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlar, kendi çalışmalarının diğer çalışmalardan farkını; nedensellik ilişkisini banka ve sermaye piyasası temelli finansal sistemler ayırımını göz önünde bulundurarak yapmış olmaları olarak belirtmişlerdir. Çalışmada kişi başı reel GSYİH, (Y) ile ifade edilmekte ve ekonomik büyümeyi temsil etmektedir. Avustralya için finansal gelişme göstergesi

⁹⁶ P.O. Demetriades ve K.B. Luintel, "Financial restraints in the South Korean miracle", **Journal of Development Economics**, C.64, 2001, ss.459-479

⁹⁷ Prabir C. Bhattacharya ve M.N.Sivasubramanian, "Financial development and economic growth in India: 1970-1991 to 1998-1999", **Applied Financial Economics**, C.13, 2003, ss.925-929

olarak başlıca üç tane değişken seçilmiştir. Bu değişkenler; (C) ile gösterilen bankaların özel sektör alacaklarının yani özel sektöre verdikleri kredilerin nominal GSYİH miktarına oranı, (D) ile gösterilen yurtiçi banka mevduatı yükümlülüklerinin nominal GSYİH miktarına oranı ve (E) ile ifade edilen hisse senedi devir hızının nominal GSYİH miktarına olan oranıdır. Bu değişkenlerden (C) doğrudan finansal aracılık hakkında bize bilgi vermektedir. Araştırmacılar bu değişkenle kişi başı reel GSYİH artışı arasında bir nedensellik ilişkisi olduğunu tahmin etmektedirler. Bahsedilen değişkenler 1960Q1-1999Q4 dönemini kapsayan üç aylık veri setleri çerçevesinde, VAR ve Granger nedensellik testlerinden geçirilmişlerdir. Bu testler sonucunda iki ayrı sonuç ortaya çıkmıştır. Finansal gelişme göstergesi olarak finansal araçlar kullanıldığında, bankacılık sektörünün nedensellik bağlamında ekonomik büyümenin yarattığı talebe duyarlı olduğu gözlemlenmiştir. Yani Avustralya için finansal aracılık açısından ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik gözlemlenmiştir. Diğer taraftan finansal gelişme ölçütü olarak finansal araçlar yerine finansal piyasa göstergeleri kullanıldığında, Schumpeteryan görüşü destekleyici biçimde hisse senedi piyasalarındaki gelişmenin ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.⁹⁸

Allen, Qian ve Qian (2005) tarihli çalışmalarında; Çin açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini; LLSV'nin (1998) birçok çalışmaya esin kaynağı olmuş çalışmalarında önemini vurguladıkları hukuksal sistem çerçevesinde incelemişlerdir. Araştırmacılar Çin ekonomisinde ne finansal sistemin ne de hukuksal sistemin gelişmemiş olmasına rağmen; ekonomik büyümenin bu kadar hızlı ve istikrarlı olmasının nedenlerini tespit etmeye çalışmaktadırlar. Bu amaç çerçevesinde ekonomiyi üç sektöre ayırmışlardır. İlk sektör olan devlet sektöründeki şirketler, ya devletin kontrol gücünün çok olduğu şirketler ya da doğrudan devlete ait olan (KİT) Kamu İktisadi Teşebbüs'leridir. İkinci sektör "Listelenmiş Sektör" olarak tanımladıkları; hisse senedi piyasasına kote, halka arz edilmiş şirketlerdir. Sonuncu sektör ise bu bahsedilen şirketler dışında kalan özel şirketlerdir. Yazarlar yaptıkları araştırma sonucunda, LLSV'nin (1998) çalışmalarında iddia ettikleri hukuksal sistemdeki zayıflıkların finans-büyüme ilişkisi üzerindeki olumsuz etkisinin, özellikle

⁹⁸ S.M. Thangavelu ve J.B.Ang, "Financial development and economic growth in Australia: an empirical analysis", **Empirical Economics**, C. 29, 2004, ss.247-260

ilk iki sektör için çok açıklayıcı olduğunu tespit etmişlerdir. Azınlıkların ve yabancı yatırımcıların hukuksal anlamda çok az korunduğu bu hukuki sistemden dolayı Çin’de, ilk iki sektördeki şirketlerin büyümelerinin ya çok yavaş ya da negatif olduğunu gözlemlemişlerdir. Bunun yanında bu iki sektörün verimsiz görünümüne karşılık, üçüncü sektör açısından tam tersi bir tablo gözlemlenmektedir. Standart finans kanallarının iyi işlememesi ve göreceli hukuksal zayıflıklara karşın; özel sektör ağırlıklı üçüncü sektör, Çin’in ekonomisinin büyümesine en çok katkıda bulunan sektör olmaktadır. Araştırmacılar bu bağlamda, özel sektörün bu derece iyi performans göstermesini; alternatif finansman kanallarının ve kurumsal yönetim mekanizmasının iyi işlemesi ile açıklamaktadırlar. Yazarlar yaptıkları araştırmanın sonucunda, Çin özelinde tüm gelişmekte olan ülkeler açısından “hukuk-finance-büyüme” ilişkisi çerçevesinde bir genellemeye varmışlardır. Buna göre; hukuksal ve finansal sistemin göreceli olarak daha zayıf olduğu gelişmekte olan ekonomilerde; bahsedilen sistem zayıflıklarının iyileştirilmesinin yanı sıra alternatif finansal kanalların yaratılmasının ve kullanılmasının ekonomik büyüme üzerinde çok olumlu etkileri olacaktır.⁹⁹

Ghirmay’ın (2006) ABD için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini araştırdığı çalışması, diğer ülke çalışmalarından üç noktada farklılık göstermektedir. İlk farklılık, ülke özelinde yapılan çalışmalarda genellikle gelişmekte olan piyasaların incelemesine karşın araştırmacının en gelişmiş finansal sisteme sahip olan ABD için bu analizi yapıyor olması; ikinci farklılık finansal gelişmeyi ifade ederken, finansal büyüklüklerin nominal veya reel GSYİH miktarına olan oranı yerine finansal sektör GSYİH miktarını finansal gelişme ölçütü olarak alması; son farklılık ise Granger nedensellik testini yaparken bu testin Toda ve Yamamoto tarafından geliştirilen versiyonunu kullanılmış olmasıdır. Araştırmacı çalışmasında öncelikle çok basit bir içsel büyüme modeli kurmuş ve bu model çerçevesinde çıktıdaki büyümeyi etkileyen başlıca iki faktörün tasarruf oranları ve sermayenin marjinal verimliliği olduğunu göstermiştir. Modele göre artan tasarruf oranları ile yatırımlar artacak ve modeldeki “A” ile temsil edilen sermaye çıktı oranının, tasarruf oranıyla çarpılmasıyla çıktıda

⁹⁹ Allen Franklin, Qian Jun ve Qian Meijun, “Law, finance and economic growth in China”, **Journal of Financial Economics**, Sayı.77, 2005, ss.57-116

artış olacaktır. Finansal gelişmeler, hem sermaye çıktı oranını hem de tasarruf oranını arttırarak, ekonomik büyümeye çok olumlu katkıda bulunacaktır. Yazar bir sonraki adımda teorik olarak tarif ettiği ilişkiyi bir de ampirik olarak sınamak istemiştir. Öncelikle finansal gelişmenin, yatırımların miktarı ve verimliliği üzerindeki etkisini sınamıştır. Eğer finansal gelişme yatırımların hem verimliliğini hem de miktarını olumlu olarak etkiliyorsa; bu durumda otomatik olarak ekonomik büyümeyi de olumlu olarak etkileyecektir. Araştırmacı aynı şekilde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru da nedensellik ilişkisinin varlığını sınamıştır. Yapılan bu testler sonucunda; finansal gelişmelerin ABD ekonomisinin büyümesinde çok önemli bir rolünün olduğu görülmüştür. Granger nedensellik testi sonucunda finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik tespit edilmiş; ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğruysa böyle bir nedenselliğe rastlanmamıştır.¹⁰⁰

Ang ve McKibbin (2007) çalışmalarında gelişmekte olan bir piyasa olan Malezya açısından finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü araştırmışlardır. Bu ilişkinin yönü araştırılırken, analizde finans-büyüme ilişkisi açısından reel faizler ve finansal baskılama konuları da göz ardı edilmemiştir.

Araştırmacılar yaptıkları çalışmada örnek ülke olarak Malezya'yı seçmelerinde iki etkenin rol oynadığından bahsetmişlerdir. Bu etkenler Malezya'nın finansal sektör reformları açısından zengin bir geçmişe ve gelişmekte olan bir ülke için çok iyi bir finansal veri tabanına sahip olmasıdır.

Araştırmacılar öncelikle Malezya'nın finansal sistemi açısından kısa bir değerlendirmede bulunmuşlardır. Bu değerlendirmeye göre Malezya'nın ekonomisini genel olarak çok sayıda orta ve küçük ölçekli aile şirketinden oluşturmaktadır. Bu şirketlerin büyük bir çoğunluğu finansal piyasaları kullanmamaktadır. Teknik anlamda finansal gelişmelerin çok fazla olmadığı Malezya'da, bu bağlamda hisse senedi piyasasını oluşturan belli başlı on tane şirketten söz edilebilir. Bu çerçevede Malezya açısından sermaye piyasası temelli bir finansal sisteme sahip demek mümkün değildir.

¹⁰⁰ Teame Ghirmay, "Financial Development, Investment, Productivity and Economic Growth in the U.S.", *Southwestern Economic Review*, C.33, 2006, ss.23-40

Araştırmacılar bu bilgiye dayanarak banka temelli finansal sisteme göre finansal gelişme göstergelerinin seçilmesinin daha doğru olacağını belirtmişlerdir.

Finansal gelişme için birçok çalışmada kullanılan, M2 ya da M3 ile ifade edilen finansal derinlik göstergesi yazarlar tarafından tercih edilmemiştir. Araştırmacılar bu değişkenin, finansal sistemin tasarrufları yatırımlara dönüştürme becerisinden çok finansal sistem tarafından sunulan işlem hizmetlerinin hacmini gösterdiğini belirtmişler; bu bağlamda da özel sektöre verilen banka kredilerinin finansal gelişme ölçütü olarak çok daha sağlıklı olacağını iddia etmişlerdir. Bu iddianın ardındaki temel düşünce özel kesime verilen kredilerin verimliliklerinin daha fazla olmasıdır. Böylece finansal sistemin tasarrufları yatırıma dönüştürmekte ne kadar etkin olduğu tespit edilmiş olunacaktır. Araştırmacıların finansal gelişme için kullandıkları diğer bir gösterge, ilk defa King ve Levine (1993a) tarafından kullanılan ticari bankaların varlıklarının, ticari ve merkez bankalarının ortak varlıklarına olan bölümüyle elde edilmektedir. Bu gösterge ticari bankaların, finansal sistem içindeki önemini göstermektedir. Bu değişkenin kullanılmasının arkasındaki mantık, ticari bankaların yatırım olanaklarını merkez bankasına göre daha iyi tespit etmeleridir. Ang ve McKibbin (2007), bu iki göstergeye bir de likit yükümlülüklerin nominal GSYİH miktarına oranını ekleyip, üç ölçütün hepsini kapsayan bir finansal gelişme endeksi oluşturmuşlardır. Bu endeks, (M3) ile ifade edilen likit yükümlülüklerin nominal GSYİH miktarına oranının logaritması, (A) ile ifade edilen ticari bankaların varlıklarının ticari ve merkez bankası varlıklarına oranının logaritması ve son olarak (P) ile gösterilen özel sektöre verilen kredilerin nominal GSYİH miktarına oranının logaritmasından oluşmakta ve finansal derinliği ifade etmektedir.

Malezya'nın 1960-2001 dönemindeki yıllık verilerinden yararlanılan ve yöntem olarak da (VECM), Johansen kointegrasyon, Granger nedensellik ve ana bileşen analizi (PCA) kullanılan araştırmada ulaşılan sonuçları özetlemek gerekirse; finansal baskılama ve reel faizlerin finansal derinliği olumsuz etkilediği tespit edilmiştir. Buna ek olarak finansal reformlar sayesinde genişleyen finansal piyasalara rağmen, bu politikaların sonuçları uzun dönemde büyümeyi olumlu etkilememiştir. Bu bağlamda

Malezya açısından bir “talep takipli” ilişki söz konusudur. Yani ekonomik büyüme nedeniyle finansal derinleşme olmaktadır.

Özetlemek gerekirse nedensellik sonuçlarına göre, uzun dönem açısından ekonomik büyümenin finansal gelişmeye öncülük ettiğini destekleyecek kanıtlar bulunmuş fakat banka temelli finansal sistemlerin, uzun dönem ekonomik büyümeyi arttırdığına yönelik hipotezi destekleyici bir kanıt bulunamamıştır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında ise uzun dönemde pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.¹⁰¹

Malezya için finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen diğer bir araştırmacı da Mansor H. Ibrahim (2007) olmuştur. Yazar, çalışmasında Malezya açısından bu ilişkiyi üç temel amaç çerçevesinde incelediğini belirtmektedir. İlk amaç, diğer tüm çalışmalarda da ortak amaç olan, finansal araçların ve finansal piyasaların ekonomik büyümeye olan katkılarını değerlendirmektir. İkinci temel amaç bu ilişkiye finansal serbestleşme ve entegrasyon sonucunda oluşan finansal kırılganlık ve bunun sonucunda ortaya çıkan ekonomik dalgalanmalar çerçevesinde yorum getirebilmek ve son olarak da diğer çalışmalardan farklı olarak finansal araçların ve finansal piyasaların birbirlerinin tamamlayıcısı mı, yoksa ikamesi mi olduğunu analiz etmektir.

Çalışmada finansal gelişme; hem finansal araçlardaki gelişmeler hem de finansal piyasalardaki gelişmeler olarak iki ayrı şekilde ifade edilmiştir. Finansal aracılıktaki gelişme için özel sektöre verilen kredilerin nominal GSYİH miktarına oranı (CR) ve bankacılık sektöründeki mevduatların nominal GSYİH miktarına oranı (DP) kullanılmıştır. İlk değişken finansal aracılığın kapsamını ifade ederken, ikinci gösterge finansal aracılığın derinliğini ve mevduatların kullanımı hakkında bilgi vermektedir. Diğer taraftan finansal piyasalardaki gelişmeleri ifade etmek için hisse senedi piyasalarının işlem hacminin nominal GSYİH miktarına oranı (TO) kullanılmıştır. Bu oran piyasa likiditesi seviyesini göstermektedir. Çalışmada bu değişkenlerle ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Yazar, finansal oynaklıkların çıktı üzerinde etkisini ölçebilmek için, hisse senedi piyasasının 12 çeyreklik hareketli ortalamaların standart sapmalarını (VOL) kullanmıştır. Çalışmada bunun dışında

¹⁰¹ J.B. Ang ve Warwick J. McKibbin, “Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia”, **Journal of Development Economics**, C. 84, 2007, ss. 215-233

ihmal edilmiş değişkenin yol açacağı olası sapmalardan kaçınmak için modeline farklı kontrol değişkenleri de eklemiştir. Bu kontrol değişkenler enflasyon oranı (CPI) ve interbank gecelik faiz oranlarıdır (INT). Faiz oranları dışında modele tüm değişkenler logaritmik olarak ifade edilmişlerdir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki dinamik nedensellik ilişkisi (VAR) analizi çerçevesinde araştırılmıştır. Serilerin durağan olup olmadıklarını belirlemede genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri; kointegrasyonun var olup olmadığını anlamak içinse Johansen kointegrasyon testi yapılmıştır. (VAR) analizi sonucunda elde edilen sonuçların sağlıklı olması açısından, vektör hata düzeltme modeli (VECM) uygulanmış; dinamik ilişkiyi daha iyi analiz edebilme açısından etki-tepki fonksiyonuna (IRF) ve varyans dağılımına (VDC) bakılmıştır. Son olarak yapılan Granger nedensellik testinin sonucunda elde edilen sonuçlar kısaca şu şekilde özetlenebilir: Uzun dönemde finansal piyasalardaki gelişmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi olumludur. Diğer taraftan ampirik olarak, finansal araçların ekonomik büyümeye olan etkileri pek anlamlı çıkmamıştır. Mevduat oranları ve GSYİH arasında nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Bunun yanında özel sektöre verilen krediler ve nominal GSYİH miktarındaki artış arasında kısa dönemli karşılıklı bir nedensellik tespit edilmiştir. Ek olarak ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru minimal bir nedenselliğe de rastlanmıştır. Finansal piyasalardaki oynaklıkların, çıktı üzerindeki etkilerinin negatif olduğu tespit edilirken; finansal piyasaların ve finansal araçların birbirlerinin ikamesi olduğuna yönelik bir kanıtı rastlanmamıştır. Tam tersine finansal piyasalardaki gelişmelerin, finansal araçların gelişmelerinde olumlu etkileri olduğu tespit edilmiştir.¹⁰²

Khan (2008) tarihinde yaptığı çalışmasında finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini diğer ülke çalışmalarından farklı bir ekonometrik yöntem ile test etmiştir. Pakistan için 1961-2005 dönemindeki senelik verilerle yapılan çalışmada, yöntem olarak (ARDL) sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda uzun dönemde finansal gelişmelerin ve yatırımların ekonomik büyüme üzerinde belirgin olumlu katkıları olduğu tespit edilmiştir. Reel faiz oranları ve reel gelir pozitif korelasyon içinde olmalarına rağmen; reel faizlerin ekonomik büyüme üzerindeki

¹⁰² Mansor H. Ibrahim, "The role of the financial sector in economic development: the Malaysian case", *International Review of Economics*, C.54(4), 2007, ss.463-483

etkisi anlamlı değildir. Bu bağlamda yazar finansal gelişmelerin etkisinin, uygulanan faiz politikalarından çok daha önemli olmasını; ekonomik büyümenin sağlanması açısından fonların akışkan olmasının, fonların maliyetlerinden daha önemli olmasıyla ilişkilendirmiştir. Diğer taraftan kısa dönemde ekonomik büyümenin finansal gelişmelerden olduğu kadar, reel faiz oranlarındaki ve yatırımların GSYİH'ya oranındaki değişimlerden etkilendiğini tespit etmiştir. Bu bulgular sonucunda yazar, önemli bir politika önermesine ulaşabileceğini iddia etmektedir. Buna göre ekonomik büyümeyi sağlamak için, hükümetlerin fonların maliyetlerini değiştiren faiz politikaları yerine, fonların akışkanlığını sağlayan finansal gelişme politikalarına önem vermeleri gerekmektedir. Böylece uzun dönem büyüme sağlanabilecektir.¹⁰³

1.4.3. Yapılan çalışmalarla ilgili teknik eleştiriler

Yukarıda incelediğimiz çalışmalar, kullandıkları yöntemler ve veri setleri itibariyle farklılık göstermektedirler. Çalışmaların bazılarında aynı veri setiyle farklı yöntemler kullanılarak farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Özellikle kesit veri analiziyle yapılan çalışmalarda ülkelerin bir arada değerlendirilmesinin yarattığı birçok sorun ortaya çıkmaktadır. Aşağıdaki bölümde bu anlamda ortaya çıkan teknik sorunlar kısaca özetlenmektedir.

i) Kesit veri kullanılan çalışmalar hakkında eleştiriler

Kesit veri kullanılan çalışmalar ile ilgili eleştirilerin odaklandığı ilk nokta; kullanılan değişkenlerin analizin yapıldığı zaman aralığındaki ortalamaları ile analiz edilmeleri çerçevesinde olmaktadır. Bu bağlamda ülkelerin zaman içinde hem ekonomilerinde hem de finansal sistemlerindeki gelişmeler göz ardı edilmiş olmaktadır ki bu da beraberinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin zaman içindeki değişiminin gözlenememesi anlamına gelmektedir. Diğer taraftan analizin ortalamalar ile yapılıyor olması, ilişkinin analiz edildiği dönemin başı ile sonu arasında ekonomik şartlarda hiçbir değişim olmaması zorunlu varsayımını beraberinde getirmektedir.

¹⁰³ M.A.Khan, "Financial Development and Economic Growth in Pakistan: Evidence based on Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Approach", *South Asia Economic Journal*, Sayı.9, 2008, ss.375-391

Kesit veri çalışmaları ile ilgili bir diğer eleştiri; çalışmaların çoğunda finansın öncülük ettiği bir büyümenin doğal süreç olarak kabul edilmesi çerçevesinde yapılmıştır. Bu çalışmalarda finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği araştırılmış fakat tam tersi bir durumun varlığı yani ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi nasıl etkilediği konusu göz ardı edilmiştir. Sonuç olarak da bu çalışmalar genelde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tek bir eşitlik ve belirtim çerçevesinde inceleyen çalışmalar olmuşlardır. Bu tarz bir ampirik belirtim basitliği dolayısıyla çekici olmasına karşın, bazı kavramsal problemleri de beraberinde getirmektedir. Demetriades ve Luintel'in (1997) ve (2001) seneli çalışmaları bu çerçevede iki değişken arasında bahsedilen ilişkiyi ters yönlü olarak inceleyerek konuya başka bir boyut kazandırmışlardır. Finansal gelişmenin bağımlı değişken ve ekonomik büyümenin bağımsız değişken olarak alındığı çalışmalarda ekonomik büyümenin de finansal gelişme üzerinde olumlu etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda Demetriades ve Luintel'in çalışmaları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin, apriori bir teorik inancın uzantısı olan tek bir denklem çerçevesinde tek yönlü olarak incelenmesinin bu iki değişken arasındaki ilişkinin yönünü ve etkisini belirlemede bir engel oluşturduğunu pratik olarak göstermiştir.

Eleştirilerin yoğunlaştığı üçüncü konu ise bu belirtiler çerçevesinde yapılan çalışmalarda içselleşme probleminin uygun şekilde kontrol edilememesi sonucu yanlış ve tutarsız tahmin edicilerin elde edilmesi ile ilgilidir. Yapılan çalışmaların bazılarında içselleşme problemi analize “araç değişkenler” eklenerek çözülmeye çalışılmıştır. Buna karşın Ahmed (1998) ve Ericsson'un (2001) seneli çalışmalarında gösterdikleri gibi, bu teknik verilerin uzun dönemli ortalamalarıyla analiz yapıldığı için ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olası bir nedensellik durumunda “araç değişkenler” kullanmak bir işe yaramamaktadır. Uzun dönemler için verilerin ortalamasının alınması bu bağlamda büyüme patikasının önemli özelliklerini maskelemekte ve bu ilişki ile ilgili dinamiklerin etkisini ortadan kaldırmaktadır. Bunun yanında ortalaması alınan verilerle analiz yapmak, yakın zamana ait verilerde ortaya çıkabilecek düşük bir korelasyon ihtimalini varsa bile yok edecek, bir anlamda yakın dönem için aslında olmayan sahte bir korelasyon yaratacaktır. Başka bir deyişle

korelasyonun hem işareti hem de büyüklüğü o döneme ait orijinal verilerden farklı sonuçlar verecektir.

Allen, Qian ve Qian'ın (2005) Çin özelinde finans büyüme ilişkisini hukuksal sistemin yapısı çerçevesinde araştırdıkları çalışmalarında, kesit veri çalışmalarında tüm ülkelerin aynı ağırlığa sahipmiş gibi analize konulmasını eleştirmişlerdir. Yazarlar, hukuksal sistemin finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine olan etkisini inceleyen tüm çalışmaların atıfta bulundukları LLSV'nin (1998) çalışmalarında, Brezilya ve Hindistan gibi büyük ekonomilerin, Ürdün ve Ekvator gibi küçük ekonomilerle aynı ağırlığa sahipmiş gibi değerlendirilmesinin teknik olarak yaratacağı mahsurları bu savlarına örnek olarak göstermişlerdir.¹⁰⁴

Ülkelerin kesit verilerinin karşılaştırıldığı çalışmalar ile ilgili diğer bir sorun da kesit veri analizlerinin sonucunda bulunan ilişkinin finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkiyi yansıtıp yansıtmadığı konusudur. Kesit veriyle analiz yapan çalışmaların ortak iddiası buldukları sonuçların uzun dönem için geçerli olduğudur. Buna karşılık ülkelerin belirli bir zaman diliminde karşılaştırılmalarını sağlayan kesit veri yönteminin uzun dönem için doğru sonuç vermeyeceğini iddia eden çalışmalar yapılmıştır. Ericsson (2001) seneli çalışmasında kesit veri ile analiz yapan çalışmaların bu ayrıntıyı ihmal ettiklerini ve bu çalışmalarda bulunan sonuçların uzun dönemden çok kısa dönem için geçerli olabileceğini belirtmiştir. Thiel (2001) çalışmasında uzun dönemde finans-büyüme arasındaki bağlantıyı anlamak açısından uzun dönemli zaman serisi verilerinin kullanılması gerektiğini belirtmiştir. Yazar firmaların dışsal fon ihtiyaçlarından yola çıkarak yaptığı analizde firmaların değişken olan karlılıkları nedeniyle dışsal fon ihtiyaçlarının da değişkenlik gösterdiğini, bu anlamda belirli bir anda durumu yansıtan kesit verilerin bu dalgalanmaları yansıtmaktan çok uzak olduğunu belirtmiştir. Bu bağlamda yazar uzun dönemde finans-büyüme arasındaki ilişkiyi daha sağlıklı incelemek için uzun dönemli zaman serisi verisine gereksinim olduğunu ifade etmiştir.

¹⁰⁴ Allen, Qian ve Qian., **a.g.e.**, ss.57-59

Gupta (1970) seneli çalışmasında ülkeleri gruplandırma ile ilgili ortaya çıkabilecek problemleri açıkça ortaya koymuştur. Çalışmada daha önce Rahman'ın (1968) çalışmasında 31 ülke için kullandığı veri setini aynen kullanmıştır. Gupta buna ek olarak verilerine ulaşabildiği 50 ülke çerçevesinde Rahman'ın çalışmasında kullandığı tasarruf fonksiyonlarını tekrardan tahmin etmiştir. Analiz sonucunda sermaye akımı katsayısının işareti değişmiş ve istatistiki olarak anlamsız hale gelmiştir. Gruplandırma ile ilgili çıkabilecek problemlere diğer bir örnek Harris'in (1997) seneli çalışmasıdır. Harris (1997) çalışmasında, Atje ve Jovanovic'in (1993) çalışmalarında 40 ülkenin verileri çerçevesinde tespit ettikleri finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki olumlu ilişkinin gecikmeli yatırımların analizde kullanılması bağlamında sağlıklı olmadığını iddia etmektedir. Yazara göre gecikmeli yatırımların güncel yatırımlarla korelasyonu çok fazla değildir ve bu nedenle analizde gecikmeli yatırımları kullanmak içselleşme (endogeneity) konusuyla ilgili uygun bir durum yaratmamaktadır. Harris; Atje ve Jovanovic'in buldukları sonuçları tekrar analiz ettiğinde hisse senedi piyasasındaki gelişmelerin kişi başı verime olan etkisinin çok düşük olduğunu tespit etmiştir. Rioja ve Valev (2004) çalışmalarında örneklem içindeki ülkeleri finansal gelişmişliklerine göre sınıflandırarak analiz ettiklerinde, finans-büyüme arasındaki ilişki açısından farklı sonuçlara ulaşmışlardır. Garretsen de (2004) çalışmasında, Levine ve Zervos'un çalışmalarında hukuki sistem ve toplumsal faktörler çerçevesinde hisse senedi piyasaları ve ekonomik büyüme arasında tespit ettikleri pozitif ilişkinin yok oluşunu belirli kısıtlar altında göstermiştir.¹⁰⁵

Bahsedilen tüm bu çalışmaların ortak iddiaları kesit veri kullanarak finans-büyüme arasında pozitif ilişki tespit eden analizlerin şüpheli ve kırılğan olduğudur. Bu eleştirisel analiz örneklem ülkelerin seçilmesi, kullanılan kontrol değişkenler, analizin yapıldığı zaman dönemi ve kullanılan ekonometrik teknikler çerçevesinde yapılmış ve kesit veri kullanılan çalışmaların sağlıklı sonuçlar içermediği sonucuna ulaşılmıştır.

Son dönemlerde yapılan çalışmalar, daha önce yapılan çalışmalarla karşılaştırıldığında dünya bankası tarafından derlenen yeni veri seti sayesinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi daha sağlıklı incelemek açısından göreceli bir avantaja sahip olmuşlardır. Bu veri seti birçok ülkeyi kapsamasına ve birçok ampirik

¹⁰⁵ Ang, **a.g.e.**, ss.533-534

çalışmada kullanılmasına rağmen, ülkeleri karşılaştırma aşamasında kaliteli veri eksikliği elde edilen sonuçların güvenilirliği çerçevesinde önemli bir engel oluşturmaktadır. Bu tarz analizler sonucunda konu hakkında genel değerlendirmelerin yapılması bir taraftan ülkelerin kendilerine ait finansal tarihçelerini ve özelliklerini analizin dışında tutmak anlamına gelmektedir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki bağ büyük oranda her ülkenin kendine özgü finansal kurumları ve yürüttükleri politikalar çerçevesinde oluştuğu için, ülkeler genelinde ulaşılan sonuçların sağlıklı olmadığı düşünülmektedir. Bu anlamda her ülkenin finansal geçmişini ve finansal yapısını incelemeden yapılan ülkeler arası bir analizin, politika önerisi yapmak açısından yol gösterici olmayacaktır.

ii) Zaman serisi kullanılan çalışmalar ile ilgili eleştiriler

Yukarıda bahsettiğimiz sorunlar nedeniyle, birçok araştırmacı ülke bazında ve zaman serisine dayalı analizler yapmayı tercih etmiştir. Bu çalışmalardan başlıcalarını “ülke özelinde yapılan çalışmalar” başlığı altında incelemeye çalışmıştık. Bu çalışmaların da teknik tarafıyla ilgili bazı eleştiriler mevcuttur. Eleştirilerin odaklandığı noktalardan biri, belirli veri kısıtları nedeniyle birçok çalışmada tahmin için kullanılan zaman aralığının genelde kısa oluşuyla ilgilidir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından veri yetersizliği göz önüne alındığında; bu ülkeler için yapılan analizlerde ulaşılan sonuçların sağlıklı olmaması ihtimali büyüktür. Zaman serilerinin kullanıldığı çalışmalarda analizin anlamlı olması açısından uzun dönemli bir seri ile çalışma zorunluluğu, bazı çalışmalarda serbestlik derecesini muhafaza etmek açısından gecikme sayılarının mümkün olduğu kadar az alınmasına neden olmuştur. Gerekli olan gecikmelerin modele eklenmesi, kısa dönem dinamikleri açıklamak ve seri korelasyonlarla ilgi problemlere uygun şekilde yaklaşmak açısından önemli olduğu için, gecikmelerin sınırlı biçimde modele konması bulunan sonuçların güvenilirliğine gölge düşürmektedir. Bu çerçevede gecikme uzunluğuna ve ekonometrik özellikler içine trend koşullarının eklenmesine göre elde edilen sonuçlarda değişiklik görülebilir.¹⁰⁶

iii) Panel veri çalışmaları ile ilgili eleştiriler

¹⁰⁶ Ang, a.g.e., s.556

Panel veri analizlerinde; hata teriminin içerisinde gözlemlenmemiş, ülkeye özel etkiler eklendiğinde eksik değişken veya heterojenite eğilimi problemleriyle karşılaşmaktadır. Bu problemler de sapmalı ve tutarsız tahmin edicilerin oluşmasına neden olmaktadır. Wachtel (2003) seneli çalışmasında, panel veri kullanılan çalışmalarda ülkelere özel etkilerin sabit tutulması sonucunda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında tespit edilen toplu ilişkinin, zaman içinde ülkelere özel farklılıklardan ziyade, ülkelerarası farklılıkları ortaya koymasından dolayı şüpheli olduğunu iddia etmiştir. Demetriades ve Andrianova (2004) çalışmalarında yaptıkları geniş kapsamlı analiz sonucunda büyüme ile ilgili güvenilir bir çıkarsama elde etmenin mümkün olmadığını belirtmişlerdir.¹⁰⁷

1.5. Finansal küreselleşme sürecinde finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin değerlendirilmesi

Yukarıda bahsettiğimiz ampirik çalışmalar çerçevesinde akla gelen ilk soru; tüm ekonomiler için finansal sistemin ve fonksiyonlarının aynı şekilde işlevsel olup olmadığıdır? Finansal küreselleşme sürecinde bankacılık sektörünün ve sermaye piyasalarının varolduğu, gerekli teknolojik altyapıya sahip, finansal yenilikleri takip edebilen ve dünya piyasalarına entegre olmuş her finansal sistem gelişmiş bir finansal yapıya mı işaret etmektedir? Daha da genelleştirmemiz gerekirse bu şartlar altında finansal anlamda gelişmiş olmak nasıl tarif edilmelidir? Tüm bu soruların aslında bizi götürdüğü nokta, finansal küreselleşmenin olumlu yanlarından yararlanmak, olumsuz yanlarından korunmak için finansal sistemin hangi şartlar altında çalışması gerektiğinin tanımlanması gerekliliğidir. Özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, finansal küreselleşme sürecinde finansal entegrasyondan ne derece ve ne yönde etkilendiği; Türkiye özelinde konuyu irdelememiz bağlamında ayrı bir önem taşımaktadır. Bu çerçevede finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini ampirik olarak sınımadan, finansal küreselleşme ve entegrasyon sürecinden ve sonuçlarından bahsetmenin; çalışmamızda elde edeceğimiz sonuçları daha sağlıklı yorumlamamızda önemli olduğunu düşünüyoruz. Bu bağlamda öncelikle ekonomik ve finansal

¹⁰⁷ Ang, a.g.e., s.562

küreselleşmenin tarihsel gelişiminden kısaca bahsedip, gelişmiş finansal sistemlere sahip olan ülkelerin bu süreçten hangi farklılıkları sayesinde, diğer ülke ekonomilerine göre daha çok yararlandıklarını analiz etmeye çalışacağız.

Ekonomik küreselleşmenin iki temel unsurundan biri olan finansal küreselleşmenin tanımı kısaca, “bölgesel ekonomilerin küresel bağlantıların artması sonucu sınır ötesi finansal akımlara daha açık olması” olarak yapılmaktadır.¹⁰⁸ Finansal küreselleşmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan diğer önemli bir olgu da finansal entegrasyon sürecidir. Kısaca bu süreç; ülke ekonomilerin uluslararası finansal sistem ile bütünleşmeleri olarak tanımlanmaktadır.¹⁰⁹

Tarihsel perspektiften bakıldığında finansal küreselleşme, 1870’lerdeki klasik altın standartının uygulanmaya başlamasından günümüze kadar uzanan geniş bir sürece yayılmaktadır. 1870 yılından 1914 yılına kadar geçen süreye, ekonomik anlamda küreselleşmenin ilk dönemi denmektedir. Bu dönemde hem ticaret anlamında hem de sermaye akımları anlamında küreselleşmenin etkileri çok güçlü olmuştur. Dünya ticareti yılda ortalama % 4 büyüme kaydetmiş; 1870’de tüm dünya ülkelerinin GSYİH’larının % 10’una karşılık gelen dünya ticareti 1914 yılına gelindiğinde % 20’lerin üzerine çıkmıştır. Ekonomik küreselleşmenin diğer unsuru olan finansal küreselleşmeye bakıldığında; 1870 yılında tüm dünya ülkelerinin GSYİH’larının % 7’sine denk gelen sermaye akımlarının 1914 yılının sonunda % 20’lere ulaştığı görülmektedir. Bu dönemde ekonomik küreselleşmenin faydalarından, günümüzde olduğu gibi bazı ülkeler çok, bazıları az yararlanmış; bazılarıysa yararlanmak bir yana zarar görmüştür. İngiltere, Hollanda, ABD, Japonya, Arjantin gibi ülkeler bu dönemde dünya ekonomik büyümesinin çok üstünde bir performans sergilerlerken; Çin, Hindistan gibi ülkeler bu dönemde daha da fakirleşmişlerdir. 1914 yılında I. Dünya Savaşı’nın başlamasıyla ekonomik küreselleşmenin ilk dönemi kapanmıştır. 1914-1929 döneminde dünya gayri safi hasılasına oranlandığında, bir önceki dönem % 22 olan uluslararası ticaret hacmi % 16’ya düşmüş; sermaye akımları anlamında ise çok daha

¹⁰⁸ Diğer temel unsur olan “ticaretin küreselleşmesi” çalışmamızda incelenmeyeceği için tanımın içine koyulmamıştır.

¹⁰⁹ Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Wei Shang-Jin ve M. Ayhan Köse, “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, **International Monetary Fund Working Papers**, 2003, s.7

sert bir düşüş yaşanarak bu oran % 20'den % 8'lere kadar azalmıştır. 1929 yılına gelindiğinde zaten çok ümit vermeyen ekonomik durum, “Büyük Depresyon”la birlikte çok daha kötü bir hal almıştır. Kısa sürede yayılan ekonomik çöküşün dünya ekonomilerine yansımaları bir süre sonra kendisini II. Dünya Savaşı olarak göstermiştir. Yaşanan bu dönemden çıkarılabilecek iki önemli sonucu Rajan ve Zingales şu şekilde özetlemişlerdir: (1) Küreselleşme yönü değişmeyen bir ekonomik güç değildir; ters yöne de hareket edebilir. (2) İki dünya savaşı arasında yaşanan ekonomik ve politik kabus, küreselleşmenin geri tepmesi durumunda ne kadar yıkıcı olabileceğini kanıtlamıştır.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönem özellikle galip gelen ülkelerin dünya ticaretini tekrardan inşa etmeye çalıştıkları bir süreç olmuştur. Bu çerçevede 1944 yılında dünya ticaretini ve refahını tekrardan sağlayacak uluslararası bir sistem yaratmak amacıyla “Bretton Woods Konferansı” yapılmıştır. Bu konferans sonucunda iki yeni kuruluş ortaya çıkmıştır. İlk kuruluş ülkelerin finansal piyasalarını gözlemleyecek ve finansal piyasaların ülkeler arasındaki ticareti kolaylaştırmasını garanti edecek Uluslararası Para Fonu Kuruluşu (IMF); diğeri özellikle savaşın zararlarını yoğun biçimde yaşayan Avrupa'ya ve gelişmekte olan ülkelere ekonomik anlamda gelişmelerinde yardım etmesi için kurulan Dünya Bankası olmuştur. Bu kuruluşlara ek olarak Bretton Woods konferansından bağımsız olarak 1947 yılında, daha sonra Dünya Ticaret Örgütü (WTO) ismini alacak olan (GATT) örgütü kurulmuştur. Bu kuruluşların temel hedefleri 1914 yılından beri sekteye uğramış olan ekonomik küreselleşmeyi canlandırmaktır. Böylece 1950 yılında dünya ekonomisi ortalama büyüme hızına gene ulaşmış ve ekonomik küreselleşme tekrardan hızla geliştiği bir döneme girmiştir. 1973 yılından günümüze kadar geçen süre zarfında dünya ticareti senelik ortalama % 11 büyüme kaydetmiştir. Bu dönemde ülkeler arasındaki sermaye akışı çok daha hızlı bir büyüme göstererek, dünya gayri safi hasılasının % 5'i seviyelerinden, 2005 yılı itibariyle % 21'i seviyelerine bir artış göstermiştir. Ekonomik küreselleşmenin bu ikinci döneminde, birinci döneminde olduğu gibi yarar ve zarar gören ülkeler olmuştur. Özellikle Asya ülkeleri, başta Güney Kore olmak üzere Çin, Hindistan gibi ekonomiler bu süreçten fayda görürlerken; Latin Amerika ülkelerinde küreselleşmenin sonuçları ardı ardına girilen

finansal krizler şeklinde kendini göstermiştir. Afrika ülkeleri ise küreselleşme sürecinin içine ne birinci ne de ikinci dönemde girememişlerdir. Özetlemek gerekirse, ekonomik küreselleşme 1870’li yıllardan günümüze kadar her ülke ekonomisi açısından yararları ve zararları açısından tartışmaya açık bir süreçtir.¹¹⁰

Bu noktada finansal gelişmelerin küreselleşme sürecinde ne ifade ettiği, çalışmamız açısından temel sorulardan bir tanesidir. Bu nedenle yukarıda kısaca özetlemeye çalıştığımız dönemin, finansal küreselleşme özelinde biraz daha ayrıntılı biçimde incelenmesinin uygun olacağı düşüncesindeyiz. Günümüzde hergün 1,4 milyar doları aşan miktarda sermaye yer değiştirirken, bu akım genelde gelişmiş ülkeler arasında olmaktadır. Bu sermaye akımlarının temelinde ülkelerin ellerindeki portföyleri risk çerçevesinde çeşitlendirme istekleri yatmaktadır. Sorulması gereken kritik soru; sermaye akımlarının neden gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelere doğru olmadığıdır? İktisat teorisi açısından baktığımızda sermayenin daha verimli olduğu yere doğru hareket etmesi gerekmektedir. Emegün gelişmiş bir ülkeye göre çok daha ucuz olduğu gelişmekte ve az gelişmiş olan tüm ülkelerde sermayenin beklenen marjinal verimi, gelişmekte olan ülkelerdeki veriminden fazla olacaktır. Bu anlamda olması beklenen gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan-az gelişmiş ülkelere doğru büyük miktarlarda sermayenin akmasıdır.

Yukarıdaki beklentinin gerçekleşmemesi, finansal küreselleşme sürecinde öne çıkan iki tespit çerçevesinde değerlendirilebilir. İlk önemli tespit, 1990’dan sonraki dönemde sermaye akımlarından gelişmekte olan piyasalara sahip ülkelerin giderek daha büyük oranda pay almalarıdır. Bu noktada gelişmekte olan, az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalara sahip ülke terimlerinin ayrımını yapmakta fayda vardır. Çalışmamızda bu ayrım Mishkin’in (2006) çalışmasına dayanılarak yapılmaktadır.¹¹¹ Bu ayrıma göre gelişmekte olan piyasalara sahip ülkeler ve gelişmekte olan-az gelişmiş ülkeler arasında çok belirgin farklar vardır. Gelişmekte olan piyasalara sahip ülkeler tanımı; sermayenin ülkeye gelmesini sağlayacak iyi işleyen bir finansal sistemi kurmaya çalışan, yani finansal gelişmeyi yapabilecek durumda olan ülkeleri tanımlamak için kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler tanımı ise böyle bir finansal gelişme içinde olmayan, hatta az gelişmiş ülkeler bakımından temel

¹¹⁰ Frederic S. Mishkin, **The Next Great Globalization**, Princeton University Press, 2006, ss.2-6

¹¹¹ A.e., Mishkin, s.13

mülkiyet haklarını dahi sağlayamamış ülkeleri tanımlamak için kullanılmaktadır. 2009 senesi itibariyle küresel krize rağmen gelişmekte olan piyasalara sahip olan ülkelere sadece özel sektör bağlamında 350 milyar dolar civarında bir sermaye akımı olmuştur.¹¹² Bu sermaye akımının içine bir de kamu kesimini kattığımızda bu rakam daha da büyümektedir ve bu akım sadece tek yönlü değil iki yönlü hareket etmektedir. Örnek vermek gerekirse dünyanın en büyük dış ticaret açığına sahip ülkesi olan ABD'nin, ödemeler dengesini sağlamak için her yıl ihtiyaç duyduğu 200 milyar doları sağlayan ülkelerin başında gelişmekte olan piyasalar içinde en büyüğü olan Çin gelmektedir. 2010 Mayıs itibariyle Çin hükümetinin elinde 895 milyar dolara yakın miktarda ABD borç senedi bulunmaktadır.¹¹³

İkinci önemli tespitse, sermaye akımlarının izlediği yoldur. 1870-1914 dönemlerinde, sermaye akımları hem kuzey yarımküreden güney yarımküreye dikey, hem de kuzey yarımkürede enlemesine olurken; günümüzde bu akım yoğun olarak kuzey yarımkürede enlemesine doğru hareket etmektedir. Örnek vermek gerekirse, 1914 yılında Arjantin'deki sermayenin yarısı Batılı zengin ülkelerden gelirken, günümüzde bu oran % 10'ların altına inmiştir. Bu anlamda dünya ekonomileri açısından tam anlamıyla bir küreselleşmeden bahsetmek pek mümkün değildir. Yukarıdaki bilgiler ışığında günümüzde finansal entegrasyonun; gelişimini tamamlamış finansal piyasalara sahip ülkeler ve finansal entegrasyonu sağlayabilecek durumda olan gelişmekte olan piyasalara sahip ülkeler arasında yaşandığını söylemek bu anlamda daha doğru olacaktır.

Yukarıda kısaca küreselleşme sürecinden ve özellikle finansal küreselleşmenin ikinci döneminde ortaya çıkan yeni gelişmelerden bahsetmeye çalıştık. Buna göre finansal küreselleşmenin finansal sistemleri belirli bir olgunluğa erişmiş ülkeler arasında gerçekleştiği sonucuna ulaşmak mümkün gözkmektedir. Bu noktada sorulması gereken diğer kritik soru; gelişmekte olan ülkeler açısından finansal entegrasyon için gerekli şartlara sahip olmanın bu süreçten kazançlı çıkmak için yeterli olup olmadığıdır? Bu soruyu cevaplamak açısından finansal entegrasyonun tarihsel süreçte

¹¹² Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı., "Finansal Piyasalar Raporu", **BDDK Raporları**,:15, Eylül 2009

¹¹³ Martin Crutsinger, "China increases holdings of U.S. Treasury bonds", **Washington Post**, www.washingtonpost.com, May 18, 2010

nasıl bir gelişim gösterdiğinden bahsetmenin gerekli olduğunu düşünüyoruz. 1870’den günümüze finansal entegrasyon süreci değerlendirildiğinde kısaca şu çıkarımları yapabiliriz.

- 1) Finansal entegrasyon süreci (U) şeklinde bir patika izlemektedir. 1870-1914 döneminde, günümüzde olduğu gibi yüksek bir finansal piyasa entegrasyonu görülürken; 20. yüzyılın ortalarında (1914-1973) bu oranda bir azalma olmuştur. 1970 ve 1980’lerde gelişmiş ekonomilerin makroekonomik istikrarlarını tesis etmeleri sermaye akımlarının tekrardan canlanmasına ve finansal entegrasyon oranının artmasına neden olmuştur.
- 2) Finansal entegrasyon günümüzde, 1870-1914 öncesindeki dönemle karşılaştırıldığında çok daha geniş ve derindir. Bu genişlemenin yansıması, bu süreçte ortaya çıkan asimetrik enformasyon problemini aşmak için ortaya konan finansal yeniliklerdir. Yani diğer bir deyişle günümüzde finansal entegrasyonun en önemli bağlantı noktası finansal piyasalardaki gelişmelerdir. İletişimde ortaya çıkan gelişmeler ve hükümetlerin finansal piyasalardaki şeffaflığı sağlamaya yönelik düzenlemeleri bu sürecin diğer önemli olgularıdır.
- 3) Bu dönemin değişmez diğer bir ekonomik olgusu da finansal krizlerdir. Krizler kendilerini şoklar ve ekonomilerdeki istikrarsızlarla ortaya koymuşlardır. Finansal krizlerin etkileri özellikle gelişmekte olan piyasalara sahip ülkelerde daha derin olmuştur. Bu ülkelerin finansal piyasalarının gelişimini tam olarak tamamlayamamış ve sığ olması; tutulan portföylerin daha az çeşitlendirilmiş, denetim ve düzenleme mekanizmalarının daha az etkin olması; mülkiyet hakkının ve iflas kanunun çok açık olmaması ve bu piyasaların makroekonomik istikrarsızlığa açık olması yaşanan krizlerdeki etkiyi arttıran başlıca unsurlar olmuştur. Gelişmekte olan piyasaları olan ülkeler için tarif edilen bu zayıflıklar, 1914’den önceki dönemde o zamanın gelişmekte olan, bugünün ise gelişmiş finansal piyasalarına sahip ABD, Kanada, Avustralya ve İskandinav ülkeleri için de geçerli olmuştur. 1914 öncesi dönemde piyasalarında bahsettiğimiz kırılganlıklara sahip olan bu ülkeler; yaşadıkları bu tarz olumsuzluklar sonucunda finansal sistemlerini güçlendirecek önlemler almış ve finansal kırılganlıklarını azaltmışlardır.

4) Finansal küreselleşme ve entegrasyon, günümüzde uluslararası anlamda son kredi verme mercii olarak görev yapan kurum ve kuruluşlara olan ihtiyacın giderek azalmasına neden olmaktadır. Gittikçe genişleyen sermaye piyasaları sayesinde ülkeler ihtiyaçları doğrultusundaki likiditeyi, pazarlık güçlerine ve dünya ekonomisi içindeki konumlarına göre piyasa faiz oranlarının altında ya da üzerinde temin edebilmektedirler. 1914 senesinden önceki dönemde bugün de olduğu gibi hiçbir uluslararası kuruluşun kredi verme sürecinde son mercii anlamında merkez bankası parası yaratma gücü bulunmamaktadır. Bu dönemde uluslararası finansal kurtarma, merkez bankaları arasında sağlam teminatlara dayanan kısa dönemli kredi alışverişi sayesinde olmuştur. Günümüzde ise son 20 içinde finansal kurtarma işi bir grup ülke veya IMF, BIS (Uluslararası Mutabakat Bankası) gibi kuruluşlar tarafından, geçici cari açık dengesizliklerine düşen ülkeleri bu durumdan kurtarmak için yapılmıştır. Günümüzde bu cari açık dengesizliklerinin boyutları ahlaki çöküntü riski ile birlikte çok büyümüştür. Bu bağlamda “finansal kurtarma” görevini üstlenen bu kurum ve kuruluşların temel görevi; likidite sıkışıklığının oluşmaması açısından uluslararası sermaye piyasalarına giremeyen ülkelere likidite sağlanması ve sonrasında bu likiditeyi sağlam bir teminata dayalı olarak ve piyasa faizine yakın bir faiz oranından uzun dönemli olarak kullanılması olarak özetlenebilir.¹¹⁴

1870’lerden günümüze kadar geçen süreçte, finansal entegrasyon ile ilgili yaşananlar; kendi kendimize yönelttiğimiz “finansal entegrasyon sağlandığında finansal küreselleşme daima kazançlı bir süreç midir?” sorusunun cevabıyla ilgili bazı ipuçları vermektedir. Mishkin çalışmasında finansal sistemin gelişmekte olan piyasalara sahip ülkeler açısından faydalarını; sermayenin maliyetinin düşmesi, yatırımların artması, sermayenin etkin şekilde dağıtılmasının sağlanması, mülkiyet hakkıyla ilgili gelişmeler, kurumsal anlamda iyileşmeler, yabancı sermayenin ve yabancı kuruluşların yerel piyasalara girmesiyle finansal piyasalarda oluşan rekabet ortamı başlıkları altında ortaya koymuştur.¹¹⁵ Özellikle Asya ülkeleri bahsedilen çerçevede

¹¹⁴ Michael D.Bordo, “The Globalization of International Financial Markets: What Can History Teach Us?”, **International Financial Markets: The Challenge of Globalization Conference**, 31 Mart 2000, ss.1-49

¹¹⁵ Mishkin, **a.g.e.**, s.8-9

çok iyi büyüme performansları sergilemişlerdir. Diğer taraftan entegrasyon sürecinde özellikle gelişmekte olan piyasaları etkileyen finansal krizler ise bu faydaların yanında bu sürecin en büyük olumsuz yanları olmuştur. Yakın dönemlerde Latin Amerika ülkelerinde ve Asya’da yaşanan finansal krizler; gelişmekte olan piyasalara sahip olan ülkelerde yürütülen yanlış politikaların finansal kuruluşların aşırı risk almalarına neden olduğunu ve bu şekilde finansal krizin tetiklendiğini göstermektedir. Bu çerçevede özellikle Latin Amerika ülkelerinde çok olumsuz sonuçlar doğuran finansal krizler, bu ülkelerde küreselleşme karşıtı görüşün yerleşmesine neden olmuştur. Aynı şekilde geçmişte komünist sistemle yönetilen, günümüzde geçiş ekonomileri olarak adlandırılan ülkelerin de bu süreçten çok faydalandıkları söylenemez. Özetlemek gerekirse Rusya, Avrupa Birliği’ne dahil olmayan eski Sovyet Rusya’dan ayrılan devletler ve Latin Amerika ülkeleri finansal küreselleşmenin yararından çok zararını gördükleri için entegrasyon sürecinden uzaklaşmaktadırlar.

Elimizdeki veriler ışığında finansal küreselleşmenin bazı ülkeler açısından kazançlı bazıları içinse kayıpları olan bir süreç olduğunu söyleyebiliriz. Bu bağlamda sorduğumuz sorunun cevabı da “finansal küreselleşmenin, dünya piyasalarına entegre olmuş her ülke için kazançlı bir süreç olmayacağı” şeklinde olacaktır. Diğer bir soru, bu sürecin finansal küreselleşmenin kendi yapısından kaynaklanan bir sorun olup olmadığıdır. Yoksa bu olumsuzluklar, finansal entegrasyon sürecine ülkelerin tam olarak hazır olmamalarından mı kaynaklanmaktadır?

Finansal küreselleşme sürecine tarihsel olarak bakıldığında bu süreçten genel anlamda kazançlı çıkan ülkelerin ortak bazı özellikleri olduğu görülmektedir. Bu ortak özellikler finansal entegrasyon sürecinde, finansal sistemin yapısının yanında diğer başka değişkenlerin de çok önemli olduğunu göstermektedir. Bu çerçevede bir finansal sistemin dünya finansal sistemine sağlıklı biçimde entegre olması için sağlanması gereken bazı koşullar bulunmaktadır. Finansal sistemin işlemini sağlayan altyapı özellikleri dışındaki bu koşullar beş ana başlık altında toplanabilir.

- (1) Sağlam kamu finansmanı ve kamu borcu yönetimine sahip olmak

Bu unsurun listenin başında yer alması büyük ölçüde tarihsel nedenlere dayanmaktadır. Modern tarihte iyi işleyen finansal sistemlerin ortaya çıkması, ulus devletlerin diğer ulus devletlere karşı askeri ve ekonomik anlamda güçlü olmalarını sağlayan finansman ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Sağlam bir kamu finansmanı, kamu harcamalarının önceliklerinin ortaya konması ve kontrol edilmesi; kamu harcamalarının fonlanmasını sağlayacak kanalların arttırılması; devletin sağlıklı ve kazançlı olacak biçimde borçlanmasının sağlanması ve borç verenlerin haklarının korunması esaslarına dayanmaktadır. Özellikle finansın küresel bir boyut kazanmasıyla, kamu finansmanının politikayla olan ilgisi iyice belirginleşmektedir. Bu bağlamda günümüzde sermaye akımlarının yönünü sadece “risk-getiri” motivasyonu ile değerlendirilmesi çok doğru olmayacaktır. Aynı şekilde sermaye, sadece etkin yatırım fırsatları yakalayanların talepleri üzerine de bir yerden bir yere hareket etmemektedir. Hükümetlerin ve dış politikaların olmadığı ütöpik bir dünyada belki bu bahsedilen motivasyonlar ile sermaye akımlarının yönü ile ilgili tatmin edici bir açıklama yapılabilirken; günümüz şartları içinde bu akımların yönünün ardında büyük ölçüde devletlerin savunma, yatırım ve borç ödeme ihtiyaçları için fon bulma isteklerinin yattığını unutmamak gerekmektedir. Bu nedenle sağlam bir kamu finansmanı ve kamu borcu yönetimi finansal entegrasyon sürecinde ülkelerin likidite kriziyle karşılaşmamaları açısından son derece önemlidir.¹¹⁶

(2) İstikrarlı para politikası

Paranın değer saklama aracı olması ve ötelenmiş ödemeler için bir standart oluşturması, istikrarlı bir para politikasının gerekliliğinin ardında yatan temel unsurlardır. Bu çerçevede finansal entegrasyon sürecinde paranın değerinin dalgalandığı bir ekonominin ne ölçüde zarar görebileceğini tahmin etmek çok güç değildir. Bu bağlamda istikrarlı bir para politikasına sahip olunması, paranın değerinin çok fazla değişmemesi finansal sistemin sağlıklı şekilde işleminde çok büyük rol oynamaktadır.¹¹⁷

¹¹⁶ Peter L.Rousseau ve Richard Sylla, “Financial Systems, Economic Growth and Globalization”, **National Bureau of Economic Research Working Paper 8323**, 2001, s.4

¹¹⁷ A.e., Rousseau ve Sylla, s.5

(3) Yerli, yabancı sermayeli ve iki sermaye grubunun ortak oldukları, çeşitliliğin olduğu bir bankacılık sisteminin var olması

Bankalar günümüzde sahip oldukları bilançolar, mevduatlar, ihraç ettikleri varlıklar ve verdikleri krediler bağlamında parasal tabanı etkileyebilecek güce sahiptirler. Parasal tabanı etkileyebiliyor olmak bir anlamda para politikasının önemli bileşenlerinden biri olmak anlamına da gelmektedir. Bu bağlamda bankacılık sektörünün ekonomik büyüme açısından kritik oluşu; sektörün girişimcilere sağladığı krediler ve bunların yatırıma dönüşmesi sürecinde takip edilmesiyle ilişkilidir. Kredi akışının sağlanması noktasında oynadıkları bu rol bankaları diğer taraftan birer “risk yöneticisi” haline getirmektedir. Burada yönetilmesi gereken risk, bankaların işleyiş olarak “kısa dönemli borçlanmaları ve uzun dönemli kredi vermeleri” sürecinde oluşmaktadır. Uzun dönemli verilen kredilerin geri ödenmemesi bankanın kısa dönemli aldığı borçlarını ödeyememesine neden olur. Bu durum beraberinde likidite sıkışıklığı, çok uç örneklerde ise bankacılık sisteminin çökmesiyle sonuçlanabilir. Bu bağlamda bankacılık sisteminde sermaye temeli anlamında bir çeşitlilik olması, sistemin bu tarz riskler karşısındaki kırılganlığını azaltacaktır. Bu çeşitliliğin olması, bankacılık sektörünün tamamen yabancı sermaye gruplarının eline geçmesi anlamına gelmemelidir. Bu anlamda bankacılık sektöründeki yabancı sermayeli bankaların payı ile ilgili optimal bir oran belirlenmelidir.¹¹⁸

(4) Yerel finansal piyasaları dengeleyen ve uluslararası finansal ilişkileri düzenleyen bir merkez bankası

Modern finansal sistemlerin bir başka gerekliliği; finansal sistemde çıkacak sorunları önlemede piyasaya güven telkin eden güçlü bir merkez bankasının varlığıdır. Merkez bankaları temel olarak bu görevlerini bankacılık sistemi içindeki unsurların operasyonlarını düzenleyip ve denetleyerek, faiz oranlarını belirleyerek ve açık piyasa işlemleriyle piyasadaki likiditeyi sağlayarak yapmaktadırlar. Bir diğer önemli görevleri de ülkenin parasının yerel ve yabancı piyasalarda koruyacak şekilde fiyat

¹¹⁸ Rousseau ve Sylla, a.g.e., s.5

istikrarının sağlanmasıdır. Bu çerçevede güçlü bir merkez bankasının varlığı, olumlu ve güvenin hakim olduğu bir piyasanın oluşumunu kolaylaştırmaktadır.¹¹⁹

5) İyi işleyen bir hisse senedi piyasası

İyi işleyen bir hisse senedi piyasası kamu ve özel sektörün borçlanmasını kolaylaştırmaktadır. Hisse senedi piyasaları bu bağlamda menkul değerlerin ihracından sonra hareketliliğini ve likiditesini hem yerel hem de uluslararası platformda sağlamak gibi çok önemli bir görev üstlenmektedirler.

Yukarıda belirttiğimiz özelliklere sahip bir finansal sistem, sermayeyi yerel olarak sağlıklı biçimde dağıtabilir ve bir ülke ekonomisinin gelişmesini ve büyümesine olumlu katkıda bulunabilir. Diğer taraftan finansal küreselleşme bağlamında bu tarz bir finansal sistem doğrudan sunduğu imkanlar sayesinde, dolaylı olarak da ekonomik büyümeye yaptığı olumlu katkılar sonucunda yabancı yatırımcıların dikkatini çekecektir. Bunun yanında finansal sistemin iyi işlemesi için yukarıdaki özelliklerin yanı sıra bir de bu sistemin çalıştığı fiziksel şartların elverişli olması gerekir. Bu şartları da ana başlıklarıyla şu şekilde sıralanabilir.

- (i) İyi yönetilen bir hükümet ve temsil yeteneğine sahip politik kurumlar
- (ii) Bağımsız yargı ve hukuk sistemi
- (iii) Mülkiyet hakkının korunuyor olması
- (iv) Finanstın sorumlu mercisinin (maliye bakanlığı), merkez bankası yöneticilerinin ve kurumsal olarak finansal sistemin içindeki diğer unsurların finansal sağduyuya sahip olmaları¹²⁰

Özetlemek gerekirse; ekonomik küreselleşmenin en önemli ayağı olan finansal küreselleşme eğer doğru olarak değerlendirilirse, gelişmekte olan piyasalar açısından gelişmiş olan ülkeler ligine geçmek için önemli bir fırsat yaratmaktadır. Finansal gelişme sadece finansal sistemi oluşturan altyapıyı kurmanın ötesinde, bu sistemin sağlıklı işleyeceği ekonomik ortamın yaratılması olarak daha geniş bir çerçevede değerlendirilmelidir. Bu bağlamda finansal küreselleşmeden etkin biçimde

¹¹⁹ Rousseau ve Sylla, a.g.e., s.6

¹²⁰ Rousseau ve Sylla, a.g.e., s.6

faydalanmayı sağlayan bir finansal sistem; olası zararlarından korunmayı sağlayan sağlam bir ekonomik altyapı ile birleştirildiğinde gelişmekte olan piyasalara sahip ülkeler açısından sağlıklı bir ekonomik ve finansal entegrasyon süreci yaratabilir. Diğer taraftan yukarıda bahsedilen şartların oluşmadığı bir durumda sadece gerekli teknik altyapının sağlanmasıyla gerçekleşen bir finansal entegrasyon finansal kriz, işsizlik, gelir dağılımında bozulma, aşırı borçlanma, cari açık gibi birçok ekonomik problemi beraberinde getirmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Bu bölümde tezimizin temel konusu olan “Türkiye açısından finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisi” finansal entegrasyon sürecinde değerlendirilecektir. Amacımız öncelikle Türkiye finansal sistemini oluşturan başlıca unsurları tanıtıp; Türk finansal sisteminin nasıl bir yapıya sahip olduğunu tespit etmektir. Bu noktada finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından bu tarz bir tespit yapılmadan bir yorum yapmanın mümkün olmadığını düşündüğümüzü belirtmek istiyoruz. Bu iddiamızın ardında; finansal sistemlerin işledikleri ekonomik ortam çerçevesinde şekillendiği ve bu şekillenme sonucunda her finansal sistemin işlevinin birbirinden farklı olduğu düşüncesi yatmaktadır. Kısaca fonksiyonları açısından finansal sistemler için ortak bir tanım yapmanın doğru olmadığını; işlediği ekonomik ortam çerçevesinde bu fonksiyonların değerlendirilmesi gerektiğini düşünmekteyiz. Bu bağlamda Türk bankacılık sektörünü ve hisse senedi piyasasını tarihsel süreç içinde ele alarak, finansal sistem içindeki ağırlıkları çerçevesinde incelemeye çalışacağız. Buna ek olarak Türkiye ekonomisinde finansal küreselleşme sonrasında yaşananları, finansal sistemin ve sistemdeki gelişmelerin büyümeye olan etkilerini, makroekonomik ve finansal veriler yardımıyla ortaya koymayı hedeflemekteyiz. Bir diğer değineceğimiz konu ise Türkiye’deki tasarruf-mevduat-kredi-yatırım ilişkisi olacaktır. Böylece tasarrufların yatırıma dönüşme sürecinde, finansal sistemin oynadığı rolü daha sağlıklı şekilde görebilmek mümkün olacaktır. Çalışmamızın son bölümünde yapacağımız uygulamanın yorumlanması açısından bahsedilen konuların çok önemli olduğunu düşünüyoruz. Bunun nedeni; hem Türkiye hem de diğer ülkeler açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin, sadece verilere dayalı bir çalışmanın sonuçlarına göre değerlendirilemeyecek kadar ayrıntılı bir konu olduğuna

dair inancımızdır.¹²¹ Türk finansal sistemi açısından finansal gelişme ve ekonomik büyümeyi temsil eden doğru değişkenlerin seçilmesinin; finansal sistemin hangi kanal ya da kanallar yoluyla reel ekonomiye etki yaptığının tespitinin; finansal serbestleşme sürecinde “gelişmekte olan piyasalar” tanımı içinde Türkiye finansal sisteminin işleyişinin ve bu işleyişin sonuçlarının yapılacak değerlendirmelerde kritik konular olduğunu düşünüyoruz. Bu çerçevede kantitatif olarak bu ilişkiyi incelemeden evvel, yukarıda bahsedilen kritik konuların tespitini bir zorunluluk olarak görüyoruz. Bu açıdan uygulama bölümünde elde edeceğimiz ampirik bulgular bir sonuca ulaşmamızı sağlamaktan ziyade; tespit ettiğimizi düşündüğümüz bazı sonuçların doğruluğunun kontrolü açısından önem taşımaktadır.

2.1. Türkiye’de finansal sistemin yapısı ve işlerliği

Çalışmamızın ilk bölümünde, finansal sistemi oluşturan unsurlardan ve finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından bu unsurların fonksiyonlarından ayrıntılı biçimde bahsetmiştik. Finansal sistemi genel olarak finansal araçlar ve sermaye piyasaları şeklinde ikiye ayırmış; hem finansal araçların hem de hisse senedi piyasaları bağlamında sermaye piyasalarının finansal sistemin işleyişindeki fonksiyonlarını analiz etmeye çalışmıştık. Buna karşın finansal sistemin işleyişinde finansal araçların mı yoksa sermaye piyasalarının mı daha etkin bir rol üstlendiği konusuna değinmemiştik. Bir başka deyişle “büyüme açısından bankalar mı yoksa finansal piyasalar mı daha etkin bir rol oynamaktadır?” sorusunun cevabını vermemiştik. Bu soru bizi “banka-temelli” ve “piyasa temelli” finansal sistem ayrımına götürmektedir. Bu ayrım sadece gelişmekte olan ve gelişmiş finansal sistem ayrımı çerçevesinde değil; aynı zamanda iki gelişmiş finansal sistem açısından da olabilmektedir. Örnek vermek gerekirse; finansal sistemleri gelişmiş olan ülkelerden Fransa, Japonya ve Almanya banka temelli finansal sistemlere sahiplerken; A.B.D ve İngiltere sermaye piyasası temelli finansal sistemlere sahiptirler. Bu bağlamda amacımız öncelikle Türk finansal sistemini oluşturan unsurların neler olduğunu ortaya

¹²¹ Bu iddiamız ülkeler bağlamında yapılan tüm çalışmalar açısından geçerlidir. Bir ülke açısından finansal gelişme-ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesinde; ülkenin ekonomik ve finansal yapısı, finansal sistemi, finansal tarihi, ülkedeki tasarruf ve yatırım alışkanlıkları, yaşadığı krizler, içinde bulunduğu konjonktür gibi değişkenlerin de mutlaka hesaba katılması gerektiğini düşünüyoruz.

koymak; bu unsurların zaman içindeki gelişimlerine kısaca değinmek ve Türk finansal sisteminin işleyişinin banka ya da piyasa temelli olup olmadığını belirlemektir.

Türkiye’de finansal sistemin işleyişi; yani tasarrufların yatırıma dönüşüm süreci temel olarak bankalar ve hisse senedi piyasaları üzerinden olmaktadır. Tablo 2.1-1’de Haziran 2009 itibariyle Türkiye finansal sektörünü oluşturan tüm bileşenlerin finansal sektör içindeki ağırlıklarını aktif büyüklükleri çerçevesinde görmekteyiz.

Tablo 2.1-1 Türkiye Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü	%Dağılım				
(Milyar TL)	2007	2008	2008	06.2009	06.2009
TCMB	104,4	106,6	113,4	106,2	11,0
Bankalar	499,5	581,6	732,8	768,2	79,4
Finansal Kiralama Şirketleri	10,0	13,7	17,2	15,4	1,6
Faktoring Şirketleri	6,3	7,4	7,8	8,4	0,9
Tüketici Fin. Şirketleri	3,4	3,9	4,7	4,6	0,5
Sigorta Şirketleri	17,4	22,1	26,5	27,7	2,9
Emeklilik Şirketleri	7,2	9,5	12,2	12,9	1,3
Menkul Kıymet Aracı Kuruluşları	2,7	3,8	4,2	4,1	0,4
Menkul Kıymet Yatırım Ortak.	0,5	0,7	0,6	0,6	0,1
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	22,0	26,4	24,0	28,3	2,9
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	2,5	3,9	4,3	4,1	0,4
Girişim Sermayesi Yat. Ortak.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,02
TOPLAM	668,8	770,2	935,6	967,8	100

BDDK Finansal Piyasalar Raporu
Sayı 14 Haziran 2009

Türkiye’de finansal sektörün toplam aktif büyüklüğü Haziran 2009 itibariyle 967,8 milyar TL’ye ulaşmıştır. Yukarıdaki tablodan da görülebileceği gibi finansal sistemin en büyük bileşeni bankacılık sektörüdür. Tablonun en sağ sütununda Haziran 2009 itibariyle bankacılık sektörünün aktif büyüklüğünün tüm finans sektörünün % 79,4’üne tekabül ettiğini görmekteyiz. İkinci en büyük bileşen olan TCMB ise tüm aktiflerin % 11’ini teşkil etmektedir. Diğer bileşenler olan finansal kiralama, faktoring, tüketici finansmanı şirketleri, menkul kıymet aracı kuruluşları, menkul kıymet, gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal sektör içindeki payları yok denecek kadar azdır. Sigorta, emeklilik şirketleri ve menkul kıymet yatırım fonlarının payları küçük olmalarına rağmen giderek artmaktadır. Bu şirketlerin de birçoğunun bankalara ait olduğu düşünülürse, Türkiye’de finansal sistemin en önemli bileşeninin bankalar olduğu çok açıktır.

Finansal büyüklük olarak Türk finansal sisteminin en önemli unsuru olan bankacılık sektörü; acaba yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin finansal yatırımlarında ne derecede rol oynamaktadır? Aşağıdaki 2.1.2. numaralı tabloda yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin yaptıkları finansal yatırımlar görülmektedir. Bir başka ifadeyle yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin tasarruflarını finansal sistem içinde nasıl değerlendirildikleri; bu tasarrufları hangi finansal enstrümanlar arasında dağıttıkları belirtilmektedir. Tablodan da gördüğümüz gibi yurtiçi yerleşiklerin Haziran 2009 itibariyle finansal piyasalarda değerlendirdikleri miktar 581.988 milyon TL olmuştur. Bu miktara yurtdışındaki yerleşiklerin tasarrufları da eklendiğinde toplam olarak 676.859 milyon TL finansal sistemin içine girmektedir.

Tablo 2.1-2 Yurtiçi ve Yurtdışı Yerleşiklerin Portföy Yatırımı Tercihleri

Yurtiçi Yerleşikler (Milyon TL)				Yurtiçi dağı.	Genel dağı.
	12.2007	12.2008	06.2009	06.2009	06.2009
TL Mevduat	206.081	262.738	267.446	46	39,5
Döviz Tevdiat Hesabı	111.619	141.858	144.767	24,9	21,4
Kıym.Mad.Hesabı	163	344	583	0,1	0,1
Kat.Bnk.Top.Fonlar	14.626	18.638	22.029	3,8	3,3
DİBS	56.852	63.237	68.348	11,7	10,1
Eurobond	4.309	4.867	5.272	0,9	0,8
Yatırım Fonları	26.381	23.979	28.347	4,9	4,2
Repo	2.733	2.199	1.911	0,3	0,3
Emek.Yat.Fonları	4.566	6.373	7.672	1,3	1,1
Sigorta Prim Üretimi	10.931	11.779	5.289	0,9	0,8
Hisse senedi	31.070	20.040	30.324	5,2	4,5
Ara Toplam	458.392	543.942	581.988	100	86
Yurtdışı Yerleşikler					
Hisse senedi	69.876	27.150	38.150	61,5	5,6
DİBS	30.363	16.920	16.417	26,5	2,4
Eurobond	378	595	829	1,3	0,1
Mevduat	4.984	6.553	6.607	10,7	1,0
Ara Toplam	105.601	51.218	62.003	100	9,2
GENEL TOPLAM (Milyon TL)	581.385	622.306	676.859		100

Kaynak: BDDK Finansal Piyasalar Raporu

Sayı 14 Haziran 2009

Tablonun en sağında bu miktarın finansal sistem içinde nasıl dağıldığını gösteren genel dağılım ve yurtiçi dağılım sütunlarına baktığımızda; yurtiçinde finansal sisteme giren bu miktarın % 46'lık kısmının TL mevduat, % 24,9'unun döviz tevdiat hesabı ve % 0,1'inin de kıymetli maden hesabı olarak değerlendirildiğini görmekteyiz. Bu bağlamda yurtiçi yerleşikler, tasarruflarının yaklaşık % 71'ini mevduat hesaplarında değerlendirmektedirler.

Bunun dışındaki en büyük finansal yatırım aracı % 11,7’lik pay ile devlet iç borçlanma senetleridir. Hisse senedi piyasasında değerlendirilen tasarruf miktarı ise tüm yurtiçi yerleşiklerin finansal sisteme aktardıkları miktarın sadece %5,2’sini kapsamaktadır. Yurtdışı yerleşiklerin ise finansal sisteme aktardıkları miktarın % 61,5’lik kısmı hisse senedi piyasasında değerlendirilirken; % 26,5’lik kısmı devlet iç borçlanma senetlerine gitmektedir. Mevduatların payı ise % 10,7’dir. Tablonun en sağındaki sütunda ise Haziran 2009 itibariyle yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin finansal sisteme aktardıkları 676.859 milyon TL miktarındaki değerin tüm finansal sistem içinde nasıl dağıldığı oransal olarak verilmektedir. Bu dağılıma göre bu miktarın % 86’sı yurtiçi yerleşiklerden, % 14’ü yurtdışı yerleşiklerden gelmektedir. Bu miktarın % 62’si mevduat olarak (mevduat+döviz tevdiat+kıymetli maden hesabı) bankacılık sektöründe değerlendirilmektedir. DİBS’lerin (devlet iç borçlanma senetleri), hisse senetlerinin ve yatırım fonlarının alım-satım işlemlerinde genel olarak bankaların ya da bankaların sahip oldukları aracı kurumların hizmet verdikleri düşünüldüğünde, finansal yatırımların çok büyük bir kısmı bankalar aracılığıyla yapıldığı sonucuna ulaşmak kaçınılmazdır. Hisse senedi piyasasına giden varlıkların ise tüm finansal yatırımlar içerisindeki oranı % 10,1’dir.¹²²

Yukarıda incelediğimiz iki tablodan Türkiye finansal sisteminin banka temelli bir finansal işleyişe sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu tespit çerçevesinde, Türkiye finansal sisteminde tasarrufların yatırıma dönüşmesinde en etkin rolü oynadığı varsayılan bankacılık sektörünün ve diğer önemli bileşen hissebir sonraki bölümde ele alınacaktır.

2.1.1. Türkiye Bankacılık Sektörü

Çalışmamızın bu kısmında bankacılık sektörünün Türkiye’deki gelişimini 1850’lerden günümüze kadar geçen süreçte incelemeye çalışacağız. Ardından bankacılık sektörünün güncel durumunu ifade eden çeşitli istatistiki veriler yardımıyla;

¹²² Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, “Finansal Piyasalar Raporu”, BDDK Raporları, Sayı 14, Haziran 2009, ss.17-18

sektörünün günümüzde geldiği noktayı yorumlamayı amaçlamaktayız. Bu süreci ele alırken Türkiye ekonomisinin tarihi gelişimini de kısaca gözden geçirmiş olacağız.

2.1.1.1. Türkiye bankacılık sektörünün gelişimi

Türkiye’de bankacılık sektörünün tarihsel gelişimini yedi dönem içinde incelemek mümkündür. Bu dönemler; Osmanlı dönemi (1847-1923), ulusal bankalar dönemi (1923-1932), kamu bankaları dönemi (1933-1944), özel bankalar dönemi (1945-1960), planlı dönem (1960-1980), serbestleşme ve dışa açılma dönemi (1981-2001) ve yeniden yapılandırma dönemi (2002-2007) olarak adlandırılmaktadır.¹²³ Bu dönemlere ek olarak 2007 sonrası dönem Türkiye ekonomisi ve bankacılık sektörü açısından küresel kriz çerçevesinde ayrıca ele alınacaktır.

(i) Osmanlı Döneminde Bankacılığın Gelişmesi (1847-1923)¹²⁴

Osmanlı İmparatorluğu döneminde kurulan ilk banka, iki Galata bankerinin 1847 yılında kurdukları “İstanbul Bankası”dır. Bu bankanın kurulmasındaki temel sebep, 1840 yılında basılan ilk kağıt para olan “kaymenin” yabancı paralara karşı değer kaybı çerçevesinde ithalat ile ilgili ortaya çıkan problemleri çözmektir. 1852 yılına kadar süren bu kısa bankacılık faaliyetini saymazsak; Türk bankacılık tarihinde kurulan ilk banka “Osmanlı Bankası” olmuştur. 1856 tarihinde kurulan banka, Osmanlı hükümeti ve yabancı sermaye sahipleri arasında aracılık etmek için İngiliz sermayesiyle kurulmuştur. Osmanlı Bankası’nın daha sonra kurulan diğer bankalardan en önemli farkı para basma yetkisine sahip olmasıdır. Bu anlamda Osmanlı bankası kredi ve likidite sağlama konusunda önemli rol oynamıştır. Daha sonra bankanın yetkileri ve görevleri arasına devletin parasını tutma, bütçesini denetleme ve dış borçlarını ödeme kalemleri de girmiştir. Osmanlı dönemi bankacılığı genel olarak borçlanma dönemi bankacılığı olarak bilinmektedir. Bu dönemde ortaya çıkan başka bir olguysa, ulusal bankacılık akımının ortaya çıkmasıdır. Kurulan ulusal bankalar ise yabancı sermayeli bankalarla rekabet edemedikleri için kısa sürede kapanmışlardır. 1888 yılı, ilk devlet

¹²³ Ekrem Keskin, E.A. İnan, M.Mumcu ve P.Erdönmez, **50. Yılında Bankalar Birliği ve Türkiye’de Bankacılık Sistemi 1958-2007**, Yayın No: 262, Türkiye Banklara Birliği Yayınları, Kasım 2008, s.1

¹²⁴ A.e., Keskin ve diğerleri, ss.1-3

bankası olan ve günümüzde de Türk bankacılık sektöründeki en büyük banka olma özelliğini koruyan Ziraat Bankasının kuruluş tarihi olması açısından önemlidir. Ziraat Bankasının kurulmasıyla tarımsal kredi devlet denetimine geçmiştir.

(ii) Ulusal Bankalar Dönemi (1923-1932)¹²⁵

Bu dönemin en önemli gelişmeleri “İzmir İktisat Kongresi”nin yapılması ve Merkez Bankasının kurulması olmuştur. Cumhuriyetin ilk yıllarında sanayileşme anlamındaki görünüm Osmanlı döneminden kalma birkaç askeri fabrika, imtiyazlı yabancı şirketlerin işlettiği demiryolları ve madencilik yatırımları şeklinde özetlenebilir. Bu anlamda Türk sanayi sektörü genel olarak küçük köylü işletmelerinin ağırlıkta olduğu, sanayileşmeden çok uzak bir görünüm sergilemektedir. Bu çerçevede ekonomik gelişme için gerekli olan tasarruf-mevduat-kredi-yatırım akışının sağlanması, Cumhuriyet’in kurulmasından sonraki ilk ekonomik hedef olmuştur. Böylece 1923 tarihinde toplanan İzmir İktisat Kongresi’nde ulusal bankacılık sektörünün kurulmasının gerekliliği ortaya konmuştur. Ziraat Bankası’nın sermaye yapısının güçlendirilmesine ve kamu sermayeli bankaların kurulmasına karar verilmiştir. Bankacılık sektörünün devlet eliyle yapılandırılması anlamına gelen bu kararlar temel olarak özel sektörün ekonomik kalkınmayı yaratacak sermayeye sahip olmamasından kaynaklanmaktadır. Bu gelişmeleri takiben 1924 tarihinde özel sermayeli İş Bankası, 1925 tarihinde Türkiye Sanayi ve Maadin Bankası, 1927 tarihinde konut kredileri için Emlak ve Eytam Bankası kurulmuştur. Türkiye Sanayi ve Maadin Bankası özel sanayi işletmelerine orta ve uzun dönemli kredi sağlamak için kurulmuş fakat daha sonra kaynaklarının büyük kısmını kuruluş halinde devraldığı işletmelere aktardığından, özel sanayi işletmelerine kredi verme konusunda çok faydalı olamamıştır. Bu banka 1932 tarihinde Türk Sanayi ve Kredi Bankası adını almış ve 1933 tarihinde Sümerbank’a devredilmiştir. Bu dönemin diğer bir olgusu da bölge tüccarlarının kredi ihtiyacını karşılamak üzere kurulan yerli ve yabancı sermayeli tek şubeli bankalardır. Ulusal Bankalar döneminin en önemli gelişmelerinden biri de 1930 senesinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın kurulmasıdır.

(iii) Özel amaçlı devlet bankalarının kurulduğu dönem (1933-1944)¹²⁶

¹²⁵ Keskin ve diğerleri, **a.g.e.**, ss.3-4

¹²⁶ Keskin ve diğerleri, **a.g.e.**, ss.4-5

1930'lu senelerde Türk ekonomisi büyük ölçüde tarım sektörüne dayanan ve sanayileşmeden uzak bir görüntü sergilemektedir. 1929 yılında yaşanan ve tüm ekonomileri doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyen Büyük Bunalımının, zaten güçlü olmayan Türk ekonomisine olan etkileri oldukça olumsuz olmuştur. Bu bağlamda sermaye yetersizliği içinde olan özel sektörün kalkınma için üstlendiği rolü oynayamayacağını tespit eden hükümet; ekonomik girişimlerin ve sınai yatırımların devlet eliyle yapılması stratejisini benimsemiştir. Bu nedenle büyük miktarda sermaye ve ileri derecede teknik bilgi gerektiren yatırımların hayata geçirilmesi devlet tarafından üstlenilmiştir. Bu dönemde özellikle Almanya ve Rusya'da etkin olan devletçilik deneyimlerinden yararlanılmış; birinci ve ikinci sanayi planları bu çerçevede uygulamaya konmuştur. Bu planların uygulanmasında kullanılacak kaynağı yaratmak amacıyla da 1933 tarihinde Sümerbank, 1935 tarihinde Etibank, 1937 tarihinde Denizbank, 1938 tarihinde de Halk bankası ve Halk Sandıkları kurulmuştur. Kamu bankası olan bu oluşumların hepsinin bahsedilen sanayi planının uygulanmasında özel bir görevi vardır. Sümerbank özellikle sanayi yatırımlarına kaynak yaratmada rol oynamıştır. Birinci sanayi planında kurulması hedeflenen 20 fabrikanın, 13 tanesinin kurulması aşamasında üstlendiği rol bu anlamda çok önemlidir. İkinci sanayi planında ise özellikle madencilik ve enerji sektörlerinde faaliyet gösterecek 100 sanayi işletmesinin kurulması hedeflenmiştir. Belediyeler bankası ise şehir ve kasabalardaki altyapı finansmanını sağlamak amacıyla kurulmuştur. Denizbank denizcilik yolları işletmesinin kurulmasında; Halk Bankası da küçük esnafın desteklenmesi çerçevesinde faaliyet göstermişlerdir. Bahsedilen dönemde patlak veren II. Dünya Savaşı, hükümetin bankalardan yoğun biçimde kredi kullanmasına neden olmuş; bu dönemde bankalara %15 oranında mevduat munzam karşılığı oranı tutma zorunluluğu getirilmiştir. Bu da zaten kısıtlı olan kredi arzını iyice daraltmıştır. Bu dönemde tek şubeli bankaların çoğu kapanmak zorunda kalmıştır. Diğer taraftan İş Bankası ve Ziraat Bankası bankacılık faaliyetleri olarak önemli gelişmeler kaydetmişlerdir. Ziraat Bankası'nda yapılan sermaye arttırımıyla banka, devlet girişimi haline dönüştürülmüştür. Özellikle bu dönemde banka, buğday fiyatlarının desteklenmesinde ve küçük üreticilere kredi verilmesinde önemli rol oynamıştır. Bunun yanında 1940-1944 döneminde hükümetin artan likidite ihtiyacının

büyük ölçüde Ziraat Bankası tarafından karşılanması, tarımsal kredilerde ciddi daralmalar yaşanmasına neden olmuştur.

(iv) Özel bankaların geliştiği dönem (1945-1959)¹²⁷

Savaş yıllarında ortaya çıkan yüksek enflasyon ve spekülasyon ortamı beraberinde varlıklı yeni bir kesimi de ortaya çıkarmıştır. 1950’li senelerden sonra Demokrat Parti’nin de iktidara gelmesiyle liberal politikaların benimsendiği; devletçilikten uzaklaşıldığı; devlet eliyle sanayileşme düşüncesinin özel sektörün sanayileşmesi düşüncesiyle yer değiştirdiği bir döneme girilmiş; her yeni liberalleşen ülkede olduğu gibi bu dönemin ilk yılları özel sermaye birikiminin arttığı bir dönem olmuştur. Hızla ekim alanlarının genişlemesi ve üst üste iyi mamul alınan hasat dönemleri ekonomik büyümeyi beraberinde getirmiştir. Bununla bağlantılı olarak ortaya çıkan kredi ihtiyacı, özel sektöre ait bankaların kurulmasına zemin hazırlamıştır. Böylece bu dönemde özel kesim sermayesi ile Yapı Kredi Bankası (1944), Garanti Bankası (1946), Akbank (1948) ve Pamukbank (1955) kurulmuştur. 1925 yılında kurulan ve amacına hizmet edemeyen Türkiye Sanayi ve Maadin Bankası sayılmazsa, 1950 tarihinde kurulan Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası Cumhuriyet tarihinde kurulan ilk sanayi ve kalkınma bankası olmuştur. Bu dönemde de devlet, özel sektör açısından çok karlı olmayan yüksek maliyetli sanayi yatırımlarını finanse etmeye devam etmiştir. Kamu yatırımlarının yoğunlaştığı başlıca sektörler enerji, ulaştırma, demir-çelik, çimento, dokuma ve şeker sanayileri olmuştur. Bankacılık açısından gelişmelerin olduğu bu dönemde mevduat toplamada rekabetin olduğu, şube bankacılığına dayalı bir piyasa ortamı oluşmuştur. 1953 tarihinden sonra ekonomik görünüm giderek bozulmaya başlamış; devletin kredi ihtiyacı büyük ölçüde Merkez Bankası’ndan sağlanmıştır. Mevduat munzam karşılıkları % 20 seviyesine çıkarılmış; bu dönemde ortaya çıkan yüksek enflasyon, dış ticaret açıkları ve artan dış borçlar en sonunda Türk Lirası’nın devalüe edilmesiyle sonuçlanmıştır. 1958 yılında 1 dolar 2,9 TL’den 9 TL’ye devalüe edilmiştir. Kamu harcamalarındaki artışın önüne geçilememesi enflasyonun giderek artmasına neden olmuştur. Bu arada olumlu

¹²⁷ Keskin ve diğerleri, **a.g.e.**, ss. 5-11

sayılabilecek bir gelişme; 1958 yılında bankacılık sektörünü geliştirme ve sektörde dayanışmanın sağlanması için Türkiye Bankalar Birliği'nin kurulmasıdır.

(v) Planlı dönem (1960-1980)¹²⁸

1958 yılında yürürlüğe konan istikrar programının sonucunda ekonomik dengeler gene kurulamayınca; özel sektörün kalkınmada baş rolü oynadığı liberal politikalar terk edilerek, karma ekonominin hakim olduğu 1960-1980 dönemi başlamıştır. Bu dönemde; ilki 1963 senesinde uygulanmaya başlayan 5 senelik kalkınma planlarının ekonomiyi yönlendirdiği; kamu ekonomik teşekküllerinin ve özel sektörün “ithal ikameci” politikalarla üretim yaptıkları bir ekonomik ortam söz konusu olmuştur. Ekonomi dışı kapalı bir görünüm sergilemiştir. Bu dönemde döviz kuru ve faiz oranları dış ekonomilerden bağımsız olarak belirlenmektedir. Sanayi, bayındırlık, enerji, ulaştırma ve dışsatım öncelik verilen başlıca sektörlerdir. Bu sektörlerin finansmanı negatif reel kredi faizi ile yapılmıştır. Diğer taraftan bu sektörlerde ithal ara mallarla üretim yapıldığı için üretim ve finansman maliyetlerini kıstak açısından aşırı değerlendirilmiş TL politikaları yürütülmüştür. Bu bağlamda planlı dönem; finansal piyasalar açısından kur ve faiz riskinin; mal ve hizmet piyasaları açısından da ürün ve fiyat rekabetinin olmadığı bir dönem olmuştur. Bu çerçevede Türk bankacılık sektörünün işlevi temel olarak kalkınma planlarında yer alan yatırımların finansmanını sağlamakla sınırlı kalmıştır. Mevcut bankalar negatif reel faizle fon toplamaya çalışmışlardır. Devlet bu bankaları yeni şubeler açmaları; küçük bankalarıysa maliyetlerini düşürmek açısından diğer bankalarla birleşmeleri için teşvik etmiştir. Bu dönemde T.C.Turizm Bankası (1962), Sına-i Yatırım ve Kredi Bankası (1963), Devlet Yatırım Bankası (1964), Türkiye Maden Bankası (1968), Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası (1964) kalkınma bankaları olarak; Amerikan-Türk Dış Ticaret Bankası (1964), Arap-Türk Bankası (1977) ticaret bankaları olarak faaliyete geçmişlerdir. Amerikan-Türk ve Arap-Türk Kalkınma Bankaları Cumhuriyet tarihinin ilk yabancı sermayeli bankaları olmuşlardır. Sına-i Yatırım ve Kredi Bankası ise altı ticaret bankası tarafından kurulan ilk özel kalkınma bankası olmuştur. Bu dönemde

¹²⁸ Keskin ve diğerleri, a.g.e., ss.11-14

bankacılık sektörü ile ilgili önemli bir değişim de, devletin özel bankaları holding bankaları haline gelmeleri için teşvik etmesidir. Bu teşvikin arkasındaki düşünce; yatırımların bu yolla artacağı düşüncesidir. Planlı dönemde de hedeflenen yatırımları fonlamak için iç kaynaklar yetersiz kalmıştır. Bu nedenle devlet daha önceki dönemlerde olduğu gibi Merkez Bankası aracılığıyla kaynak yaratma yoluna başvurmuştur. Merkez Bankası da bu kaynağı büyük oranda emisyonla sağladığı için enflasyonist bir ortam kaçınılmaz olmuştur. Ayrıca yaratılan bu kaynak mal ve hizmet arzını arttırıcı yatırımlardan ziyade sübvansiyon olarak kullanılmıştır. Kalkınma planları çerçevesinde göreceli olarak hızlı bir kalkınma hedefine ulaşılmış; fakat “ithal ikameci” üretime yoğunlaşma nedeniyle ihracat yapılamamıştır. Döviz darboğazlarının ve yukarıda bahsettiğimiz nedenlerle oluşan enflasyonun yaşandığı 1970’li senelerde, dövize çevrilebilir mevduat uygulamasıyla döviz sıkıntısına çözüm bulunmaya çalışılmış; bu nedenle dış borçlar artmıştır. Sonuç olarak ödemeler dengesinin sağlanamaması ve döviz kıtlığı; “ithal ikameci” ekonomi politikalarının yerini “dışa açık” ve “ihracata yönelik” üretimi destekleyen ekonomi politikalarına bırakmasına neden olmuştur.

(vi) 1980 ve sonrası¹²⁹

1980 tarihinde Türkiye ekonomisinin dışarı açılmasından 2001 tarihinde yaşanan krize kadar geçen süreç; hem Türkiye ekonomisi hem de finansal sektör açısından dalgalanmaların yaşandığı bir dönemdir. 1970’li senelerin sonunda yaşanan ödemeler dengesinde bozulma ve büyük boyutlarda döviz sıkıntısı; 1960-1980 dönemindeki karma ekonomik sürecin yerini dışa açık, “ihracat odaklı” üretimin desteklendiği bir sürece bırakmasıyla sonuçlanmıştır. Bu dönemde esnek döviz kuru uygulamasına geçilmiş; uygulanan pozitif reel faizler nedeniyle tasarruflar artmaya başlamıştır. Bankalar bu dönemde döviz tutma ve döviz hesabı açma iznine sahip olmuşlardır. Ayrıca mevduat sigorta fonu ve Interbank piyasası faaliyete geçmiştir.

Bankacılık sektöründe ise 1980’li yılların başlarında yaşanan başlıca gelişmeler; uluslararası denetim ve gözetim sisteminin kurulması, uluslararası bankacılık

¹²⁹ Keskin ve diğerleri, **a.g.e.**, ss.15-19

standartlarının ve tek düzen hesap uygulamasının başlaması, bilançoların dış denetime tabi olması olarak sıralanabilir. Diğer taraftan 1982 yılında sermaye piyasaları kanunu yürürlüğe girmiş; sermaye piyasası araçlarının kullanımı başlamıştır. 1986'da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyete geçmiştir. 1987 yılında Merkez Bankası açık piyasa işlemleri yapmaya başlamıştır. 1988'de döviz piyasası kurulmuş, 1989 döviz işlemleri ve sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. Bu şekilde yurtdışından içine ve yurtiçinden dışına sermayenin hareket edebilmesi sağlanmıştır. 1990 senesinde yurtdışındaki yerleşiklere Türkiye'de menkul kıymet yatırımı yapma; TL ve döviz mevduat hesabı açma izni verilmiştir. 1992'de elektronik fon transferi sistemi kurulmuştur. Bu gelişmeler bankacılık sektörüne yeni yerli ve yabancı bankaların girişini sağlamıştır. Mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılmasıyla bankacılık sektöründe rekabet artmış diğer taraftan bankalar açısından kaynak ve plasman zenginliği olan bir ortam oluşmuştur. Bankalar kaynak olarak mevduatla beraber yurtdışı kaynakları da değerlendirmeye başlamışlardır. Bilgisayar sistemlerinin yoğun biçimde kullanılmasıyla sektördeki verimlilik artmıştır.

1980'li yılların sonlarında bankacılık sektöründe büyük ölçekli bankaların payları; yeni kurulan az şubeli küçük ve orta ölçekli toptancı bankalar nedeniyle azalma göstermiştir. Bu dönemde Türk bankaları yurtdışında şube açmaya başlamışlardır. 1989 senesine gelindiğinde kamu finansman açığı giderek artmaya başlamış; faizler ve enflasyon oranları hızlı şekilde artmıştır. Kamu sektörü açıkları iç borçlanma ve Merkez Bankası fonları yardımıyla kapatılmaya çalışılmış; Merkez Bankası da bu fonları yaratmak için emisyonu baş vurdukça enflasyon kronik bir hal almıştır. Bu dönemin değişmez gerçeği olan yüksek faiz ve enflasyon beraberinde para ikamesi olgusunu da getirmiştir. Hanehalkları ellerinde TL tutmak yerine daha güvenilir para birimlerine doğru yönelmeye başlamışlardır. Bu sebeple bankalar hanehalklarının ellerindeki parayı mevduatlara yönlendirebilmek için faizleri daha da yukarı çekmişlerdir. Bu dönemde bankalar için artan kur ve faiz riski; 1994 senesine gelindiğinde bankaların bilançolarına zarar olarak yansımıştır. Hükümetin yüksek kamu açığına rağmen genişletici para ve maliye politikaları yürütmesi; bir de buna ek olarak faizleri düşürme çabası ekonomideki tansiyonu iyice yükseltmiş ve sonuç olarak ülke ekonomisi krize girmiştir. Piyasaya geç müdahale ve geç müdahale

nedeniyle oluşan yoğun döviz talebinin Merkez Bankası'nın elindeki döviz rezerviyle karşılanamaması sonucu TL yabancı paralar karşısında büyük değer kayıplarına uğramış; faizler çok yükselmiş ve bankacılık sektörünün toplam aktifleri ve özkaynakları % 25 oranında küçülmüştür. Bu gelişmeler sonucunda mevduatlara devlet güvencesi getirilmiştir. Bu süreçte Türkiye'nin uluslararası kredi notu düşmüş; borçlanma kabiliyeti azalmıştır. Yüksek risk algılaması yüzünden banka mevduatlarındaki TL; çok kısa vadeli ve yüksek faizli repolara kaymıştır. Finansal araçları kullanmanın maliyetlerinin yükselmesiyle beraber mevduatların bir kısmı da kıyı bankacılığında değerlendirilmiştir.

1997 senesinde bütçe disiplininin kurulmasıyla, enflasyon ve faizler düşmeye başlamıştır. Risk algılarının değişmesiyle TL'ye ve TL bazlı finansal araçlara olan ilgi tekrardan artmış; beklentilerde oluşan iyileşmeyle birlikte Asya ve Körfez krizlerine rağmen döviz rezervlerinde artış yaşanmıştır. Bu dönemde bankaların açık pozisyonları artmış; kısa dönemli faizlerin düşmesiyle repodaki varlıklar tekrardan mevduat hesaplarına dönmüştür. 1998 senesinin ikinci yarısında IMF ile yapılan anlaşmayla, bankaların açık pozisyonlarına ve vadeli işlemlerine sınırlamalar getirilmiştir. Bu sırada ortaya çıkan Rusya krizi nedeniyle yurtiçi yatırımcıların risk algılamaları tekrardan olumsuzla dönmüş; fiyatlar ve faiz oranları tekrardan yükselmeye başlamıştır.

1999 senesinin sonuna gelindiğinde IMF ile stand-by anlaşması yapılmış ve dezenflasyon programı kabul edilmiştir. 2000 senesinin başından itibaren sıkı biçimde uygulanmaya başlayan dezenflasyon programı sayesinde ilk etapta faizler ve enflasyon düşme eğilimi göstermiş fakat diğer taraftan yurtdışından sermaye girişinin azalmasıyla beraber ödemeler dengesi bozulmaya başlamıştır. Düşen faiz ve enflasyonla birlikte bir taraftan bankaların likidite riskleri, diğer taraftan da dezenflasyon programı nedeniyle kur riski artmıştır. Bu dönemde bankacılık sektöründe yaşanan iki önemli gelişmeden ilki Egebank, Esbank, Yaşarbank, Interbank ve Yurtbank'ın TMSF'ye devredilmesi ve Birleşik Yatırım Bankası'nın faaliyetine son verilmesi; diğeri de bankacılık sektöründe yapılan düzenlemeler olmuştur. Bu düzenlemeler çerçevesinde Bankacılık Kanunu'nda yapılan değişikliklerle

bankacılık sektörünün bağımsız bir gözetim ve denetime tabi olması, kredi tanımının iştirakleri kapsayacak şekilde genişletilmesi, özkaynak dolaylı kredi ilişkisinin daraltılması, konsolide bazda denetimin getirilmesi, risk yönetiminin düzenlenmesi ve sorunlu bankaların yapılarının güçlendirilmesi hedeflenmiştir. Buna ek olarak karşılık kararnamesi değiştirilmiş, sermaye yeterliliği ve döviz pozisyonunun hesaplanması konsolide bazda yapılmaya başlanmıştır. Bu bağlamda bankacılık mevzuatı büyük ölçüde Basel Komite tavsiyelerine uygun hale getirilmiştir.¹³⁰

2000 yılında Demirbank, Etibank ve Bank Kapital'in fona devriyle, fondaki banka sayısı 11'e yükselmiştir. Kıbrıs Kredi Bankası ve Park Yatırım Bankalarının bankacılık faaliyetleri de durdurulmuştur. Bankacılık sektöründe 2000 Kasım ayında başlayan huzursuzluk, 2001 yılında hızla reel sektöre yayılan bir ekonomik kriz halini almıştır. Bu dönemde Türkiye ekonomisi % 9,4 küçülmüş; enflasyon oranı % 39'dan % 69'a çıkmıştır. Döviz kurlarında ve faizlerdeki yükseliş de bu tabloya eşlik etmiştir. Bankacılık sektörünün bu dönemdeki zararı özkaynaklarının % 77'sine ulaşmıştır. Bu yaşananların sonucunda Nisan 2001'de ekonomideki yapısal sorunlara çözüm bulma ve finansal sistemi güçlendirme amaçlı "güçlü ekonomiye geçiş programı" uygulanmaya başlanmıştır.

(vii) Yeniden yapılanma Dönemi (2002-2007)

2001 senesinde uygulanmaya konan "güçlü ekonomiye geçiş programı", 2002 senesinde (2002-2004) dönemi için tekrardan revizyondan geçirilmiş ve temel amaçları belirlenmiştir. Temel hedefler enflasyonun düşürülmesi, kamu borçlarının azaltılması, mali disiplinin sağlanması, yapısal reformların tamamlanması ve bankacılık sisteminin güçlendirilmesi olarak özetlenmiştir. Bu dönemde dünya ekonomisindeki olumlu konjonktür; hedeflerin iyi tespit edilmesi; bankacılık sisteminin var olan ve olabilecek riskler çerçevesinde yeniden yapılandırılması; ekonomideki ve bankacılık sistemindeki olumlu gelişmeler sonucunda enflasyon ve faiz oranları düşmüş; yüksek oranlı büyüme sağlanmış ve kamu borçlanması daha az maliyetle yapılabilmektedir. Bankacılık sektöründe hem yönetim hem de denetimin risk

¹³⁰ Ersin Özince, "Finansal Sektör-Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Deneyimi", **12. Dünya Muhasebe Tarihçileri Kongresi Açılış Bildirisi**, 20 Temmuz 2008, s.33

odaklı yapılması; denetimin özerkleştirilmesi ve Merkez Bankası'nın temel hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğunun bilincine varılması bankacılık sektörünün sağlam temellere oturmasını sağlamıştır. Bu dönemde bankaların sermaye yapıları güçlendirilmiş; zayıf olanlar ya birleşmiş ya da Mevduat Sigorta Fonu'na devredilmiştir. Kamu bankaları ise yeniden yapılandırılmış ve ortak bir yönetim altına alınmıştır. Kamu bankalarında oluşan görev zararları devlet iç borçlanma senetleri vasıtasıyla tasfiye edilmiş ve böylece bankaların mali yapıları güçlendirilmiştir. Takipte olan alacaklar “finansal yeniden yapılandırma programı” çerçevesinde yeniden ele alınmıştır. 2005 bankacılık mevzuatıyla, Türk bankacılık sektörü uluslararası genel kabul görmüş prensip ve uygulamalara önemli ölçüde adapte edilmiştir.¹³¹

Bu dönemde bankacılık sektöründeki bu olumlu gelişmelere, uluslararası piyasalarda likiditenin artması da eşlik etmiştir. Kamu kesiminde mali disiplinin sağlanmış olması, enflasyon ile ilgili hedeflerin tutturulmasında sermaye girişinin katkıda bulunması ve düşen enflasyonla birlikte ekonomide risk algılamalarının olumlu yönde değişmesi, finansal istikrarın sağlanmasında önemli rol oynamıştır. (2002-2007) döneminde, 2002 ve 2003 yılları dışında bankacılık sektörünün bilanço büyüklüğünün GSMH'ya olan oranında artış gözlemlenmiştir. 2002 ve 2003 yıllarında, 2001 finansal krizinde fona devredilen bankalar nedeniyle bankacılık sektörü bilançosunda reel olarak küçülme görülmüş; 2004-2007 arasında ise bilançodaki reel büyüme GSMH büyümesinden daha yüksek olmuştur. Yabancı para ikamesinde bir düşüş görülse de gene de oran olarak yüksek seyretmiştir. 2004 senesinden sonra finansal ve ekonomik istikrar görüntüsü; özellikle yabancı bankaların Türkiye finansal piyasalarına olan ilgilerini arttırmıştır. Haziran 2005'de Türk bankacılık sisteminde yabancı sermayeli bankaların payı % 5 iken; 2007 yılına gelindiğinde bu oran % 24'e yükselmiştir. Bu dönemde bankacılık sektörünün finansal aracılık işlevi artmıştır. Bunun başlıca nedeni bankacılık sektörünün üzerinden kamu fon ihtiyacı yükünün kalkmış olmasıdır. 2002 senesinde % 43 olan iç borç stokunun GSYİH miktarına oranı; 2007 senesinde % 30'a düşmüştür. Toplam borç stokunun GYİH miktarına oranı ise % 73'den, % 39'a düşmüştür. Böylece finansal kesim devletin fon ihtiyacı için aracılık yapan bir

¹³¹ Keskin ve diğerleri, **a.g.e.**, s.20

konumdan; gerçek işlevi olan finansal aracılık işini yapabileceği bir konuma gelmiştir. Mevduatların GSMH miktarına oranı 2002’de % 49 iken; 2007’de bu oran % 56 olmuştur. Bunun yanında mevduatların içindeki yabancı para mevduatlarının ve TL mevduatların oranında önemli bir değişim olmuştur. TL’nin yabancı paralara karşı değer kazanmasıyla birlikte TL mevduatlarının GSMH miktarına oranı % 22’den % 36’ya yükselirken; yabancı para cinsinden mevduat hesaplarının GSMH içindeki oranı % 29’dan % 19’a gerilemiştir. Bu tasarrufların krediye dönüşüm oranı da 2002 senesinde % 40’larda iken 2007 senesinde % 80’lere ulaşmıştır. Kredilerin dağılımına bakıldığında ise TL kredilerinin GSMH içindeki oranı 2002 senesinde % 8 iken, bu oran 2007 senesine gelindiğinde % 29’a yükselmiştir. Yabancı para cinsinden kredilerin GSMH içindeki oranı ise % 12’den % 9’a gerilemiştir. Diğer bir finansal aracılık göstergesi olan kredilerin toplam aktiflere olan oranı da 2001’de % 38 iken 2007 itibariyle % 48 olmuştur. Kredilerin dağılımında ise göze en fazla çarpan değişim bireysel kredilerde olmuştur. Bireysel kredilerin tüm krediler içindeki oranı (2002-2007) arasında % 14’den, % 32’ye artış göstermiştir. Bireysel kredilerde görülen bu artışının ise en büyük nedeni tüketici kredilerine olan büyük taleptir. Alınan tüketici kredilerinin yarısı konut kredisi olarak kullanılmıştır. Diğer taraftan kurumsal kredilerin tüm krediler içindeki oranı % 86’dan % 68’e düşmüştür. KOBİ’lerin 2007 itibariyle kullandıkları krediler ise tüm kredilerin % 29’una denk gelmektedir. Bu bağlamda kurumsal kredilerin % 43’ünden KOBİ’ler faydalanmıştır.¹³²

2.1.1.2. 2007 sonrası dönemde Türkiye’de bankacılık sektörü

(2002-2007) dönemi tüm dünya ekonomisiyle beraber Türkiye ekonomisinin yüksek büyüme oranlarını yakaladığı; hem bankacılık sektörü hem de makroekonomik görünüm anlamında rakamsal olarak başarılı bir dönem olmuştur. Diğer taraftan 2006 yılından sonra ABD finansal piyasalarında ortaya çıkan bazı olumsuz gelişmeler; yaşanan bu büyüme trendinin sonuna gelindiğine dair şüpheleri arttırmıştır. Nitekim bu sinyallerin doğruluğu, 2007-2009 döneminde yaşanan süreçte kendini göstermiş; dünya ekonomisi 1929 Büyük Bunalımı’ndan sonra görülen en büyük ve kapsamlı

¹³² Keskin ve diğerleri, **a.g.e.**, ss.53-63

krize girmiştir. Bu bölümde Türkiye bankacılık sektöründe yaşananları ekonomik konjonktür çerçevesinde ele almaya çalışacağız. Bu bağlamda öncelikle küresel ekonomik krizin gelişimini kısaca ele alıp; Türkiye ekonomisi ve bankacılık sektörü açısından bu sürecin nasıl geçtiğini değerlendirmeye çalışacağız.

Dünya ekonomisi açısından 2007 yılına kadar geçen sürecin rakamsal olarak yüksek bir performansa işaret ettiğine kısaca yukarıda değinmiştik. Bu süreçte finansal piyasa kaynaklı yaşanan iki dalgalanma; 2007 Temmuz ayından sonra ortaya çıkan son dalgalanmanın küresel bir ekonomik krize dönüşeceğinin öncü göstergeleri olarak kabul edilebilir. 2006 Mayıs-Haziran ve 2007 Şubat-Mart aylarında yaşanan bu iki türbülansın ortak özelliği, etkilerinin finansal piyasalar düzeyinde kalması ve tekrardan toparlanmanın çok çabuk yaşanmasıdır. Özellikle 2007 Şubat dalgalanmasından sonra finansal piyasaların çabuk şekilde toparlanması, orta vadede beklentileri iyice olumluya çevirmiş; buna bağlı olarak finansal yatırımlarda aşırı risk daha rahat alınmaya başlanmıştır. Hatta 2006 yılından beri ABD konut piyasasında yaşanan talep daralması; subprime (yüksek riskli) mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler hakkındaki olumsuz algılamalar ve piyasa likidite hızının azalması bile orta vadede oluşan olumlu beklentileri pek fazla etkilememiştir. 2007 Şubat-Mart dalgalanmasını takiben özellikle gelişmekte olan piyasalarda görülen rekor büyüme oranlarına rağmen; 2007 yılının içinde kısa ve uzun dönemli faizlerdeki yükselme eğilimi, risk primlerindeki artış, gıda ve kıymetli madenlerin fiyatlarının yükselmesi, enerji fiyatlarında gözlemlenen yüksek seyir dünya ekonomisinin büyümesinin yavaşlayacağına dair sinyaller olarak algılanmaya başlanmıştır. Bu arada ABD ekonomisinde büyüme oranı, konut piyasasındaki küçülmeden dolayı bir puan azalmış; yatırım harcamaları durağanlaşmaya başlamıştır. Bu süreçte konut sektöründeki ve mortgage piyasasındaki riskli durum henüz diğer piyasalara sıçramamıştır. Piyasada aşırı iyimser algılama devam etmiştir. Buna bağlı olarak riskli aktifler düşük primlerle fiyatlanmış ve mali aktif fiyatlarındaki aşırı şişmenin yarattığı potansiyel riskler finansal piyasaları tehdit etmeye başlamıştır. 2007 senesinin 2. yarısında ABD’de otomobil ve dayanıklı tüketim mallarında talebin düşmesi; şirketlerin karlılıklarının azalması ve sanayi eğilim anketlerinde görülen düşüşler ekonomideki durgunluğun ilk reel sonuçları olarak ortaya çıkmıştır. Haziran 2007’de

ABD konut satışları rakamlarının %6,6 düşmesi; riskli mortgage kredilerine yatırım yapan iki büyük hedge fonunun batması, 24 Temmuz 2007 itibariyle ekonomide 2002'den beri şişen varlık balonunu patlatmıştır. Tüm dünya borsalarından hızlı şekilde fon çıkışları olmaya başlamış; ABD mortgage piyasasından çıkan dalgalanma kısa sürede Avustralya, Almanya, Fransa ve İngiltere'deki finansal kurumlara bulaşmıştır. Piyasalardaki dalgalanmaların durulmaması üzerine başta ABD merkez bankası olmak üzere Avrupa ve Japonya merkez bankaları piyasaya para enjekte etmişlerdir. Eylül ayında İngiltere'nin büyük mortgage kredi bankalarından Northern Rock'ın ödeme gücü içinde olduğunu açıklaması; takip eden dönemde ABD ve Avrupa'nın büyük bankacılık gruplarının bazılarının yüksek miktarda zarar etmiş, bazılarının ise karlarında büyük düşüşler olmuş olduğunun ortaya çıkması; yaşanan gelişmelerin finansal dalgalanmandan çok daha fazlası olduğunu kanıtlamıştır.¹³³

Bu dönemde gelişmekte olan ülkelere bakıldığında, büyümede görülen hız kaybına rağmen Çin, Hindistan ve Rusya'nın etkisiyle 2007 ilk yarı ortalamaları % 7,5 civarında gerçekleşmiştir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan piyasalara sahip ülkeler için beklenti, ABD'de ortaya çıkan subprime mortgage krizinden gelişmekte olan ülkeler kadar etkilenmeyecekleri yönünde olmuştur. 2007 yılında Türkiye ekonomisinin büyüme eğilimi önceki yıllara göre yavaşlamış; sanayi üretimindeki yüksek seyir ve kapasite kullanımı ise devam etmiştir. Yılsonu itibariyle işsizlik % 10,1'e yükselmiş; dünyadaki enerji fiyatlarındaki artış enflasyon hedefi üzerinde risk oluşturmaya devam etmiştir. Finans sektöründe ise 2007 yılı itibariyle bankacılık kesiminin büyümesi devam etmiş; finansal sektörün toplam aktiflerinin % 75,7'sini bankacılık sektörü varlıkları; yurtiçi yerleşiklerin toplam portföylerinin % 72,5'ini mevduatlar oluşturmuştur. Bu dönemde de bankacılık sektöründe istihdam ve şube sayısında artış yaşanmıştır. Bu artış bankaların temel stratejilerinin daha fazla müşteriye ulaşmak olduğunun göstergesi olmuştur. Bankacılık sektörü ile ilgili finansal sağlamlık göstergelerinin en önemlisi sermaye yeterliliği rasyosu yasal limitlerin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Sektördeki karlılık artarak devam etmiş; 2006 yılına göre nominal olarak % 30,7; 2003 temelli ÜFE endeksine göre reel olarak % 23,4 oranında artış göstermiştir. Sektörün aktif büyüklüğü 2006 yılına göre % 16,4

¹³³ Burçhan Sakarya, "Küresel Finansal Yapı ve 2007 Dalgalanmaları", **BDDK Çalışma Tebliği**, Sayı:2, Nisan 2008, ss.19-26

artmış; toplam kredi hacminin bilanço içindeki payı % 49,1'e yükselmiştir. Toplam kaynaklar içerisinde mevduat hacmi % 61,4 paya sahip olmuştur. Mevduatın krediye dönüşüm oranı artmaya devam ederek % 80 düzeyine gelmiştir. Bu da bankaların finansal aracılık fonksiyonunu yerine getirmedeki olumlu eğilimin sürdüğünü göstermektedir.¹³⁴

2008 yılına geldiğimizde küresel ekonominin kesin bir daralma içinde olduğu kesinleşmiş; Türkiye ekonomisinin de diğer gelişmekte olan ülkeler gibi krizin etkilerinden tahmin edilenden çok daha fazla etkileneceği ortaya çıkmıştır. 2008 yılının 3. çeyreğinde 27 çeyrektir kesintisiz büyüyen Türkiye ekonomisi küçülme eğilimi göstermeye başlamıştır. Daralan iç ve dış talep üretimde düşüşü ve beraberinde artan işsizliği getirmiştir. Diğer taraftan talep tarafındaki bu daralmaya, petrol fiyatlarındaki düşüş de eşlik edince enflasyon riski azalmıştır. 2008 yılında cari işlemler hesabı açık vermiş; fakat kurlardaki yükselme, talep daralması ve enerji fiyatlarındaki düşüş cari açığın giderek azalmasına neden olmuştur. 2007 yılına göre Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri % 26 oranında artmış; bu artışa en büyük katkıyı krediler yapmıştır. Bankacılık sektörü 2008 yılında da büyümeye devam etmiş; şube sayısı ve personel sayısı artmıştır. Diğer sektörlerde yaşanan yoğun işsizlik göz önüne alındığında bankacılık sektörünün bu anlamda ekonomiye olumlu katkısı olmuştur. Mevduatlar bir önceki yıla göre % 35 oranında artmıştır. 2008 itibarıyla bankacılık sektöründeki toplam kaynakların % 62'sini mevduatlar oluşturmuştur. Sektörün mevduat ağırlıklı yapısı devam etmiş; döviz tevdiat hesaplarında bir önceki yıla göre % 56,3 oranında bir artış gözlemlenmiştir. Yurtiçi yerleşiklerin portföy yatırımları % 18,7 oranında artış göstermiş; yurtdışı yerleşiklerin portföy yatırımları ise % 36,6 oranında azalmıştır. Sektörün finansal sağlamlığını yansıtan göstergeler 2008 yılında da olumlu seyrini sürdürmüştür. Sermaye yeterliliği rasyosu istikrarlı bir görünüm sergilemiştir. Yabancı para net genel pozisyonu sıfır civarında olup kur riskinin düşük olduğu gözlemlenmiştir. Kredilerin mevduatlara olan oranı 2007 yılındaki seviyesini korumuş; bankacılık sektörü aracılık işlevini aynı oranda sürdürmüştür. Bireysel kredilerde % 23,7 oranında, tüketici kredileri ise % 22,6

¹³⁴ Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı., "Finansal Piyasalar Raporu", **BDDK Raporları**, Sayı 8, Aralık 2007, ss.1-9

oranında artış yaşanmıştır. Buna karşın 2008 yılında bankacılık net karı 2007'e göre % 10,5 oranında azalmıştır.¹³⁵

2008 yılının son çeyreğinde uygulamaya konulan makroekonomik destek programları sonucunda küresel ekonomik krizin etkilerinin hafiflediğine dair sinyaller gelmeye başlamış olmasına rağmen; 2009 yılının ikinci çeyreği itibariyle başta gelişmiş olan ekonomiler olmak üzere dünya ekonomilerinde durgunluk tam olarak geçmemiştir. Küresel ekonomideki durgunluk Türkiye'nin ihracatına olan olumsuz etkisi, kredi kanallarının etkin çalışmaması ve reel kesim ile hanehalkının borçluluk düzeyinin yarattığı kredi riski varlığını sürdüren gelişmelerdir. 2008 yılında belirgin bir yavaşlama içine giren ekonomi, 2009 yılının ilk çeyreğinde % 13,8'lik bir küçülme yaşamıştır. Diğer taraftan Nisan-Haziran dönemine ait sanayi üretim endeksi, kapasite kullanım oranı, tüketici güven endeksi, reel kesim güven endeksi gibi Türkiye ekonomisi açısından öncü göstergeler olumluya dönmeye başlamıştır. Bu dönemde işsizlik oranlarında görülen ılımlı düşüş de bu olumlu gelişmeleri destekler nitelikte olmuştur. Zayıf seyreden iç ve dış talep enflasyon riskini azaltmaktadır. Cari açık 2008'in Haziran dönemine göre % 75,7 oranında azalmıştır. Bankacılık sektöründe ise yaşanan konjonktür çerçevesinde 2009 yılında daha yavaş bir büyüme yaşanmaktadır. Şube ve personal sayısındaki artış sınırlı kalmıştır. Haziran ayı itibariyle sektörün toplam aktifleri 768 milyar TL'ye ulaşmıştır. Toplam aktiflerin en büyük kalemi olan krediler Haziran ayında geçen yılın dönemine göre % 7,4 artmıştır. Bankacılık sektörünün en önemli kaynağı olan mevduatlar 468 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Güçlü özkaynak yapısı devam eden sektörde finansal sağlamlık göstergeleri krizin sektör üzerindeki etkilerinin sınırlı kaldığını göstermektedir. Sermaye yeterliliği rasyosu, sınır olan % 8 ve hedef rasyo olan % 12'nin oldukça üzerinde % 19 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yabancı para net genel pozisyonu % 1'in altında kontrollü bir görünüm sergilemektedir. Sektör karlılığını sürdürmektedir. Haziran 2009 itibariyle aktif karlılığı % 2; özkaynak karlılığı % 18 olarak gerçekleşmiştir. Toplam kar 2008 Haziran dönemine göre % 32,6 oranında artmıştır.

¹³⁵ Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, "Finansal Piyasalar Raporu", **BDDK Raporları**, Sayı 12, Aralık 2008, ss.1-10

2009 itibariyle Türkiye’de bankacılık sektörünün geldiği noktayı anlamak açısından (2007-2009) dönemini bir de istatistiki veriler ve tablolar yardımıyla özetlemeye çalışacağız. Aşağıda 2.1.1.2-1 numaralı tabloda (2005-2009) dönemindeki bankacılık sektörünün operasyonel göstergeleri görülmektedir. Artan şube sayısı ve (2008-2009) dönemini hariç diğer dönemlerde artış gösteren personel sayısı; bankacılık sektörünün dinamik bir büyüme bir süreci içinde olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan mevduat müşteri, kredi müşteri ve kredi kartı müşteri sayısındaki artış bankacılık sektörünün finansal aracılık işindeki gelişmesinin kanıtıdır.

Tablo 2.1.1.2-1 Bankacılık Operasyonel Göstergeleri

	2005	2006	2007	2008	06.2009
Banka Sayısı	51	50	50	50	49
Şube Sayısı	6.537	7.296	8.117	9.304	9.347
		150.79	167.76	182.66	
Personel sayısı	138.724	3	0	7	182.468
Mevduat Hesabı Sayısı (bin)	82.958	86.131	91.063	91.101	93.731
Kredi Müşteri Sayısı (bin)	29.153	30.685	35.403	36.693	38.739
Kredi Kartı Müşteri Sayısı (bin)	25.155	25.580	27.658	25.677	25.888

Kaynak: Finansal Piyasalar Raporu
2009 Sayı 14

2.1.1.2-2 numaralı tabloda ise bankacılık sektöründeki mevduat ve cari hesapların gelişimi ile ilgili bilgiler verilmektedir. Tablodan da görülebileceği gibi tasarruf mevduatları (2007-2009) arasında sürekli olarak artmıştır. TL mevduatlarının tüm tasarruf mevduatları içindeki oranı % 60 civarındadır. Döviz tevdiat hesapları ise yaklaşık olarak % 13’lük bir paya sahiptir. Tüm mevduatların toplamına baktığımızda 2007’den 2008’e büyük bir artış gözlenmektedir. 2008 Aralık-2009 Haziran arasında ise mevduatlardaki artış ekonomik krizin de etkisiyle sınırlı olmuştur.

Tablo 2.1.1.2-2 Mevduat ve Cari Hesapların Gelişimi

	Milyon TL			% Pay	
	12.07	12.08	06.09	06.08	06.09
Tasarruf	215.505	268.928	281.030	58,8	60,1
DTH	42.081	65.756	60.806	12,8	13,0
Ticari ve Diğ. Kur.	69.803	83.184	83.253	19,1	17,8
Özel Cari ve Katılım Hes.	14.823	19.018	22.524	4,3	4,8
Resmi Kur.	14.489	17.359	19.408	5,0	4,2
Kıy.Mad.Depo H.	164	355	592	0,1	0,1
TOPLAM	356.865	454.600	467.613	100,0	100,0

Kaynak: Finansal Piyasalar Raporu
2009 Sayı:14

Bankacılık sisteminin içine giren bu mevduatların (2007-2009) döneminde yaklaşık % 80 oranında kredi haline dönüştüğünden yukarıda belirtmiştik. Bu anlamda bankacılık sektörünün finansal aracılık işini etkin biçimde yerine getirdiği söylenebilir. Aşağıdaki tabloda bankacılık sektöründe kredilerin gelişimini görmekteyiz.

Tablo 2.1.1.2-3 Bankacılık Sektöründe Kredilerin Gelişimi

	Milyon TL				Önceki Çeyreğe Göre %			06.09
	12.07	06.08	12.08	06.09	09.08	12.08	03.09	
Tüketici kredileri	67.668	79.075	83.194	85.642	7,3	-2,0	-0,7	3,7
İşletme kredileri	58.149	72.350	82.744	80.077	6,0	7,9	0,3	-3,5
Kredi Kartları	27.806	32.052	34.853	35.937	5,7	2,9	-2,8	6,0
İhracat Kredileri	21.807	26.783	30.428	28.481	6,1	7,0	-0,4	-6,1
Diğer Yat. Kred.	13.776	17.723	23.633	23.979	5,8	26,0	6,0	-4,3
				114.03				
Diğer Krediler	96.411	114.687	106.232	3	3,3	-10,3	4,8	2,4
				368.15				
TOPLAM	285.616	342.670	368.154	0	5,4	2,0	-0,5	0,5

Kaynak: Finansal Piyasalar Raporu
2009 Sayı:14

Kredilerin dağılımına bakıldığında işletme ve ihracat kredilerinde son altı ayda belirgin bir düşüş görülmektedir. Tüketici kredileri ve kredi kartları kullanımı son üç ayda tekrardan artmaya başlamıştır. Bireysel kredilerin artışında faiz oranlarında yaşanan gerileme olumlu rol oynamaktadır. Diğer yatırım kredilerindeki azalma ise oldukça sert olmuştur. Toplam kredi kullanımı son 3 ayda çok küçük bir artış göstermiştir. Bireysel kredi grubu dışındaki kredi gruplarında ise genel olarak azalma yaşanmıştır.

Sektörlere göre kredilerin dağılımına baktığımızda ise toplam kredilerin % 25'ini oluşturan ve daha önceki senelerde önemli artışlar gösteren sanayi sektöründe kullanılan krediler de sadece % 5,3 artış olduğu görülmüştür. Sanayi üretiminde görülen azalma beraberinde kredi talebinde düşüşü de getirmiştir. Genel anlamda bakıldığında tüm sektörler açısından iç talepte görülen daralma çerçevesinde kredi talebinde azalma görülmektedir.

Tablo 2.1.1.2-4 Sektörlere Göre Krediler

	Milyon TL			% Paylar			% Artış		
	12.07	12.08	06.09	12.07	12.08	06.09	12.07	12.08	06.09
Tarım	10.565	13.472	14.417	3,7	3,7	3,9	30,6	27,5	15,7
Sanayi	71.108	94.534	91.309	24,9	25,7	24,8	26,0	32,9	5,3
Hizmetler	98.716	132.592	137.132	34,6	36,0	37,2	36,2	34,3	12,9
Bireysel	95.696	117.995	121.577	33,5	32,1	33,0	37,5	23,3	9,1
Diğer	9.530	9.561	3.714	3,3	2,6	1,0	-23,1	0,3	-41
TOPLAM	285.616	368.154	368.150	100,0	100,0	100,0	30,4	28,9	7,4

Kaynak: Finansal Piyasalar Raporu
2009 Sayı:14

Türlerine göre verilen kredilere baktığımızda; 2.1.1.2-5 numaralı tablodan da görüldüğü gibi bankaya yatan mevduatların çoğu kurumsal kredi olarak kullanılmaktadır. KOBİ'lere verilen kredileri de kurumsal kredilere eklediğimizde 2006-2009 döneminde şirketler kesimine verilen krediler tüm kredilerin ortalama % 67,4'üne denk gelmektedir. Bu da bankacılık sektörünün kaynaklarını reel sektöre büyük oranda aktardığını göstermektedir. 2008 krizi nedeniyle KOBİ'lerin kredi kullanımında düşüş; kurumsal kredilerin kullanımında ise yavaşlama gözükse de, bankacılık sektörünün reel kesime sağladığı kaynak trend olarak giderek artmaktadır.

2.1.1.2-5 Türlerine Göre Krediler

	Geçen Yıl.Aynı Dön.Göre%Art.						
	12.06	12.07	12.08	06.09	06.08	12.08	06.09
KOBİ	59.614	76.842	84.919	79.423	29,4	10,5	-8,6
Kurumsal	90.272	113.795	165.785	167.558	44,7	45,7	14,7
Bireysel	69.101	94.980	117.449	121.169	38,2	23,7	10,4
TOPLAM	218.987	285.616	368.154	368.150	38,5	28,9	7,4

Kaynak: Finansal Piyasalar Raporu
2009 Sayı:14

2.1.1.2-6 numaralı tabloda ise bankacılık sektörü tarafından kullanılan bireysel kredilerin dağılımı görülmektedir. Bireysel krediler özellikle 2005 yılında büyük bir artış göstermiştir. Bireysel kredilerin büyük bir bölümü konut, ihtiyaç ve kredi kartı harcaması olarak öne çıkmaktadır. Özellikle 2004-2007 döneminde konut kredilerinde çok büyük oranda artış gözükmemektedir. 2007-2009 döneminde ise küresel krizin etkisiyle özellikle ihtiyaç kredisi ve kredi kartı kullanımı artmıştır. Diğer taraftan 2009

yılının ikinci çeyreği itibariyle takibe düşen kredi kartı müşterisi sayısının toplam kredi kartı müşteri sayısına oranının % 8 olması sektör açısından olumsuz bir gelişmedir.

Tablo2.1.1.2-6 Bireysel Kredilerin Dağılımı

Milyon TL	2004	2005	2006	2007	06.08	06.09
Tüketici Kredileri	12.731	29.462	47.575	67.877	79.100	85.553
Konut	2.631	13.037	23.377	32.448	37.919	40.417
Taşıt	4.194	6.445	6.661	6.154	6.049	4.849
İhtiyaç	5.585	8.715	15.719	25.860	30.936	35.170
Diğer	320	1.264	1.818	3.414	4.196	5.117
Kredi Kartları	13.920	17.259	21.526	27.103	30.607	35.616
Taksitli	3.784	6.103	9.027	10.772	11.851	12.552
Taksitsiz	10.137	11.156	12.499	16.331	18.755	23.064
Toplam Bireysel	26.651	46.721	69.101	94.980	109.707	121.169

Kaynak: Finansal Piyasalar Raporu
2009 Sayı:14

Bankacılık sektörünün performans değerlendirmesi için oluşturulan BDDK performans endeksine göre 2009 Haziran itibariyle likidite, özkaynak ve karlılığın arttığı; kur riski ve aktif kalitesinin azaldığı görülmektedir. Likidite artışı sektörün borç ödeme kabiliyetinin yüksekliğini göstermektedir. Özkaynaklardaki artış sektörün güçlü sermaye yapısının devam ettiğine işaret etmektedir. Aktif kalitesindeki düşüş ise takipteki alacakların artması ve bankaların aracılık fonksiyonunun iç talepteki gelişmelerden olumsuz etkilenmesinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Performans endeksine göre özel sermayeli bankalar, kamu kesimi bankalarına göre bu dönemde daha iyi bir performans sergilemişlerdir. Bankacılık sektöründe Haziran 2009 itibariyle aktif büyüklükleri bakımından kamu kesimi bankalarının sermaye payı % 28,5, özel sermaye bankalarının payı % 32,3 olmuştur. Küresel sermayenin payı ise % 19,9 oranındadır. Bu orana yurtdışı yerleşiklerin ellerinde tuttıkları % 19,6 oranında borsa payı da eklendiğinde; küresel sermayenin Türk bankacılık sektörü içindeki payı % 39,5 olmaktadır.¹³⁶

2.1.1.3. Çıkarımlar

¹³⁶ Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, “Finansal Piyasalar Raporu”, **BDDK Raporları**, Sayı 14, Haziran 2009, ss. 19-29

1850'lerden günümüze kadar geçen süreçte kısaca incelemeye çalıştığımız Türk bankacılık sektörünün finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından ne ifade ettiği, çalışmamızın başında da belirttiğimiz gibi temel merak konularımızdan bir tanesidir. Bu inceleme sonucunda sektörün ekonomik büyümeye olan etkisi çerçevesinde ulaştığımız genel düşünceler aşağıdaki gibidir.

- (1) Türk Bankacılık Sektörü'nün tarihsel gelişim süreci, Türk ekonomisinde tasarrufların yatırıma dönüşmesi aşamasında en önemli kurumsal bileşenin bankalar olduğunu göstermektedir. Finansal sisteme giren yurtiçi tasarruflar geleneksel olarak banka mevduatı olarak değerlendirilmektedirler. Buna karşılık dış kaynaklı tasarrufların küçük bir oranı bankacılık sektöründe mevduat olarak değerlendirilirken, büyük kısmı hisse senedi ve devlet iç borçlanma senedi olarak tutulmaktadır.
- (2) Osmanlı Dönemi'ni saymazsak; Cumhuriyet döneminden 1980 yılına kadar geçen süreçte bankacılık sektörü devlet bankalarının ağırlıkta olduğu ve devlet eliyle kurulan sanayinin fonlanması için gerekli kaynağın sağlanmasında rol oynayan bir görüntü sergilemiştir. Diğer taraftan sektör küresel ekonomi kaynaklı ya da ülke ekonomisinden kaynaklanan ekonomik sorunların yaşandığı dönemlerde genelde devletin borç bulma kaynağı olarak görev yapmıştır. Bu süreçte bankacılık sektörü özel sektöre kredi vermek suretiyle yatırımlara ve dolayısıyla büyümeye olumlu katkıda bulunmak bağlamında finansal aracılık işini etkin biçimde yürütememiştir. Sektörün bu süreçte karşısındaki en büyük engel üzerindeki kamu borcu finansman yükü olmuştur.
- (3) 1989 yılında sermaye akımlarının serbestleşmesiyle beraber Türk bankacılık sektörünün dünya finansal piyasalarıyla entegrasyon süreci başlamıştır. Bu süreçte uygulanması gereken denetim ve yönetim esasları, hesaplanması gereken riskler ve tedavi edilmiş olması gereken ekonomik yapısal sorunlar çerçevesinde oluşan zaaflar; bankacılık sektörünün küresel ve yerel ekonomik krizlerden oldukça olumsuz etkilenmesine neden olmuştur. 1989-2003 döneminin başlıca ekonomik sorunlarından olan yüksek bütçe açıkları ve kamu kesiminin likidite ihtiyacı, bankacılık sektörünü halktan borç alan; bu

borcu daha yüksek faizle kamu kesimine satan, aradaki yüksek karla varlığını sürdüren, karlılığı yüksek fakat tasaruf-kredi-yatırım-büyüme kanalı açısından etkin olmayan bir sektör haline getirmiştir. Bu dönemde kamu sermayeli bankaların görev zararları bankacılık sektörünün verimliliğini çok düşürmüştür; finansal aracılık işini etkin biçimde yapmasını büyük oranda engellemiştir.

- (4) 2001 yılında yaşanan finansal krizden sonra bankacılık sektörünün risk odaklı denetim ve yönetim çerçevesinde yapısal bir değişim yaşaması, denetimin bağımsızlaşması, sektörün özkaynak ve sermaye yapısının güçlenmesi ve kamu borç yükünün azalması; bankacılık sektörünün üzerinden baskının kalkmasını sağlamıştır. 2003-2008 döneminde tüm dünyadaki likidite bolluğu ve yukarıda sıraladığımız olgular bankacılık sektörünün geleneksel finansal aracılık işini yapabilmesini sağlayan bir ortam yaratmıştır. Bu dönemde BDDK bankacılık sektörünün yapısal sorunlarının çözümünde çok önemli bir rol oynamıştır. Bankacılık sektörünün bireysel bankacılık konusuna yoğunlaşması; bireysel kredi ve kredi kartı kullanımını önemli derecede arttırmıştır. Bu bağlamda bankacılık sektörünün verdiği bireysel kredilerin iç talepte yarattığı ve reel sektöre verdiği kredilerin üretimde yarattığı artış çerçevesinde ekonomik büyümeyi olumlu katkı yaptığı düşünülmektedir. Diğer taraftan 2003 yılından sonra özel sektöre verilen kredilerde görülen oransal artışlar, bu kredilerin mutlak olarak etkin yatırımlar haline geldiği anlamına gelmemektedir.
- (5) 2007 Temmuz ayından sonra dünya ekonomilerini çok olumsuz etkileyen küresel ekonomik krize rağmen, Türk bankacılık sektörü büyümeye devam etmiştir. Birçok sektörün küçüldüğü bir ortamda halen istihdam yaratma ve karlılık anlamında ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunmaktadır. Sektörün yapısal olarak gücü devam etmektedir. Başta sermaye yeterlilik oranı olmak üzere finansal sağlamlık göstergeleri sektörün krizden diğer sektörlerden çok daha az etkilendiğini göstermektedir. Sektörde kur ve faiz riski bulunmamaktadır. Diğer taraftan takibe düşen kredilerdeki artış risk olarak görünmektedir. 2009 Haziran itibarıyla 2008 başından itibaren azalmaya başlayan mevduat ve kredilerde tekrardan hareketlenme

başlamıştır. Buna ek olarak krize karşı uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının sonucunda oluşacak bütçe açıklarının, 2001 öncesi dönemdeki gibi bankacılık sektörü vasıtasıyla finansmanı halinde muhtemel olarak sektörün finansal aracılık işini yapmasında engeller oluşturacaktır.

- (6) Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından bakıldığında; 1980 öncesi dönemde bankacılık sektörünün finansal aracılık yapmaktan çok kamu yatırımlarını ve kamu borçlarını finanse etmek için kullanıldığını görmekteyiz. Bu anlamda ekonomik büyümeye olan dolaylı katkısı çerçevesinde bu süreci değerlendirmenin çok anlamlı olmadığını düşünüyoruz. 1980 sonrası Türkiye’de ise liberalleşme ve 1989 sonrası serbestleşen sermaye akımları çerçevesinde bankaların daha evvel yüklenmedikleri bir görevi yüklendiklerini; fakat bu görevi yerine getirmede altyapı olarak yeterli olmadıklarını görmekteyiz. Bu dönemde yaşanan finansal krizlerde bankacılık sektörünün gösterdiği performans bu anlamda bu tespiti doğrulamaktadır. 1980-2001 sürecinde bankacılık sektörü hem geçmişten gelen kamu borcu finansmanı görevini hem de yeni olduğu hanehalkı ve firmalar arasında yurtiçi ve yurtdışı fon akışını sağlama işini beraber yürütmek durumunda kalmıştır. Bu dönemde kamu borcu finansmanından elde edilen dönemsel yüksek karlılık, klasik bankacılığın göreceli az ama sürekli karlılığına tercih edilmiştir. Bu süreçte bankacılık sektörünün ekonomik büyümeye olan katkısının finansal krizler ve yüksek kamu borç finansmanı çerçevesinde sınırlı olduğunu düşünmekteyiz. 2001 krizinden sonra finansal sektörün ve dolayısıyla bankacılık sektörünün; yapısal olarak yaşadığı reform, küresel konjonktür ve likidite bolluğu çerçevesinde ekonomik büyümeye olan katkısının olumlu olduğu düşünülebilir. Ekonomik kriz çerçevesinde Türk ekonomisindeki diğer sektörlerin küçülmesi ya da büyümemesi; iç talebin büyük bir kısmının bireysel kredi ve kredi kartlarıyla finanse edilmesi; sektörün yarattığı istihdam ve sektörün tek başına karlılığı göz önüne alındığında büyüme içindeki payının göreceli olarak arttığı düşüncesini yaratmaktadır.
- (7) Yukarıda bankacılık sektörünün ekonomik büyümeye olan etkisi ile ilgili ifade ettiğimiz düşünceler, tasarrufların finansal sisteme giren kısmı

çerçevesinde yaptığımız analiz çerçevesinde oluşmuştur. Diğer taraftan yatırımların sadece bankacılık sektörü ve finansal sistemdeki diğer bileşenler tarafından fonlanmadığı düşünüldüğünde, bu analizin kısmi bir anlamlılık ifade ettiği söylenebilir. Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini araştıran birçok çalışmada belirtildiği gibi tasarrufların hepsinin finansal sistemde değerlendirmesi gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Özellikle Türkiye gibi finansal ürünlerin kullanımının yeni olduğu ekonomilerde; tasarruflar daha çok geleneksel olarak altın, gayrimenkul, nakit (yastıkaltı) olarak değerlendirilebilmektedir. Buna ek olarak yatırımların da tamamen finansal sistem tarafından fonlanması gibi bir zorunluluk söz konusu değildir. Firmalar yatırımlarını özkaynaklarından ya da dağıtılmamış şirket karlarından da yapabilmektedirler. Bu anlamda herhangi bir ekonomi için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin değerlendirilmesi açısından, analiz edilen ekonomideki tasarruf ve yatırım alışkanlıkları da göz önüne bulundurulmalıdır.

2.1.2. Türkiye’de hisse senedi piyasası

Türkiye’de tasarrufların yatırıma dönüşme sürecinde bankalardan sonra en önemli bileşen hisse senedi piyasalarıdır. Bu bölümde Türkiye’de menkul kıymetler borsasının kısa tarihçesinden bahsettikten sonra günümüzde geldiği nokta itibarıyla Türkiye finansal sistemi içindeki fonksiyonunu ve hisse senetleri piyasasının ekonomik büyüme açısından önemini yorumlamaya çalışacağız. Bunu yapmadan önce kısaca mali piyasa, para piyasaları, sermaye piyasaları, menkul kıymet borsası, hisse senedi piyasası kavramlarının üzerinden geçmek istiyoruz. Türkiye finansal sisteminde mali piyasalar temel olarak para ve sermaye piyasalarına ayrılmışlardır. Para piyasaları vadesi bir seneden az olan mali varlıkların alınıp satıldığı bir piyasadır. Sermaye piyasaları ise vadesi bir seneden uzun olan mali varlıkların alınıp satıldığı piyasalardır. Bu varlıklar da temel olarak tahvil, bono ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Menkul kıymet borsası bahsedilen finansal ürünlerin sermaye piyasaları içinde resmi olarak alınıp satılma yeridir. Türk finans sisteminde bu alım satım işinin yapıldığı yer (İMKB) “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası”dır. Hisse senedi piyasası

ise anonim ortaklıkların çıkardıkları kıymetli evrak olan hisse senetlerinin alınıp satıldığı piyasaya verilen isimdir. Hisse senedi piyasasında işlem gören herhangi bir anonim ortaklığın hisse senedi alındığında, bu şirkete ortak olunmuş olur. Aynı zamanda da bahsi geçen anonim şirkete fon akışı sağlanmış olur. İşte bu noktada bu kısmın başlığının neden “Türkiye’de menkul kıymetler borsası” değil de; “Türkiye’de hisse senedi piyasaları” olduğu konusunu açıklamak istiyoruz. Türkiye’de menkul kıymetler borsasında işlem göre tahvil ve bonolar kamu kesimi tarafından ihraç edilmektedir; özel sektör ise fon ihtiyacının belirli bir bölümünü hisse senedi ihracı ile yapmaktadır. 1980 sonrası liberalleşen ekonomik ortamda özelleştirmelerle birlikte devletin reel sektör içindeki rolünün giderek azaldığı düşünüldüğünde; devlet iç borçlanma senetlerinin reel yatırımlar için kullanılmadığı açıktır. Bu senetlerden elde edilen fonlar kamu açıklarının giderilmesinde kullanılmaktadır. Bu bağlamda finans-büyüme ilişkisi çerçevesinde yoğunlaştığımız iki önemli bileşen bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasalarıdır.

2.1.2.1. Türkiye’de borsanın kısa tarihçesi (1854-1986)

Türkiye’de menkul kıymetler borsasının kurulması; bankacılık faaliyetlerine başlanmasıyla aynı dönemlere denk gelmektedir. 1854 Kırım Savaşı’ndan sonra Osmanlı İmparatorluğu’nun borçlanma ihtiyacı, Osmanlı iç borçlanma tahvillerinin çıkarılmaya başlanmasıyla sonuçlanmıştır. 1864 yılında kurulan ve faaliyet alanı Osmanlı borçlanma tahvillerinin alım satımı olan dernek, bu anlamda borsanın temellerini oluşturmuştur. Galata Bankerleri bu dönemde hem Türk finansal tarihinin ilk bankası olan İstanbul Bankası’nın (1847) hem de ilk borsasının (1864) kurulmasında önemli rol oynamışlardır. Resmi olarak borsanın kurulmasıysa, Osmanlı’nın borçlu olduğu devletlerin desteğiyle olmuştur. Bu borsa 1866 yılında İstanbul’da “Dersaadet Tahvilat Borsası” adı altında faaliyete geçmiş; 1906’da çıkan bir tüzük ile ismi “Esham ve Tahvilat Borsası”na dönüştürülmüştür. Osmanlı döneminin sonuna kadar bu isimle faaliyet gösteren borsa; Cumhuriyet döneminde çıkarılan bir tüzükle (1922) bugünkü işleyişine benzer bir yapıya kavuşturulmuştur. 1929 yılında kabul edilen “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu” ile borsa faaliyetleri düzenlenmiş ve bu tarihten sonra borsa “İstanbul Menkul Kıymetler

Borsası” adı altında faaliyet göstermiştir. 1938 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kapatılıp; “Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası” adı altında Ankara’da faaliyete başlamış; 1941 yılında yeniden İstanbul’a nakledilmiştir. 1981 yılına geçen süreçte ise borsa Türk finansal sistemi içinde çok önemli bir rol oynamamıştır. 1959 yılına kadar döviz-alım işlemlerinin de yapılabildiği borsa, bu tarihten sonra bu alım-satım ile ilgili rolünü de tamamen kaybetmiştir. Bu gelişmede 1931 yılından sonra şiddeti giderek artan kambiyo kontrolünün büyük etkisi olmuştur.

1980 yılında planlı dönemden liberal döneme geçişle birlikte Menkul Kıymetler Borsası’nın içeriğinde ve şeklinde değişiklik ihtiyacı doğmuştur. 1929’da yürürlüğe giren “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu” yürürlükten kaldırılmış; bu kanunun yerine 1983 tarihli “Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname” yürürlüğe sokulmuştur. 1984 yılında “Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik”; 1985 yılında da “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği” yürürlüğe girmiştir. 26 Aralık 1985 tarihinde borsa resmi törenle açılarak faaliyete geçmiştir.¹³⁷ Yönetmeliğe göre İMKB; mevzuatta yer alan esaslar çerçevesinde menkul kıymetlerin alımı ve satımı, fiyatlarının tespit ve ilanı ile ilgili işlemlerle yetkilendirilmiştir. Tüzel kişiliğe sahip, kar amacı gütmeyen bir kamu kuruluşudur. Başlıca görevleri ve yetkileri ise kısaca şunlardır:

- (i) *Menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması ile ilgili başvuruları, İMKB Kotasyon Yönetmeliği’nde belirtilen esaslar dahilinde incelenmesi, ek bilgi ve belgeler istenmesi, başvuruları değerlendirilip ve karara bağlanması.*
- (ii) *Borsa’da işlem görebilecek menkul kıymetler için türlerine göre menkul kıymetler pazarlarının oluşturulması, bu pazarlarda işlem görececek menkul kıymetlerin belirlenmesi ve pazarlara Borsa Binasında yer tahsis edilmesi.*
- (iii) *Borsa’da pazarların çalışma gün ve saatlerini belirlenip ve ilân edilmesi.*
- (iv) *Borsa pazarlarında yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatları ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarlarının ilan edilmesi.*

¹³⁷ “Sermaye Piyasaları ve Borsalarının Tarihi”, İMKB Eğitim Seti, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**; www.imkb.gov.tr

- (v) *Borsa’da yapılan alım-satım işlemlerini güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları altında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesinin sağlanması, bu kuralların dışına çıkan Borsa üyelerine ilgili mevzuatta belirtilen yaptırımların uygulanması.*
- (vi) *Borsa’da olağan dışı olumsuz gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekli önlemlerin alınması.*
- (vii) *Mevzuatla kendine verilmiş diğer ilgili işleri yapılması.*¹³⁸

1985 yılında başladığı faaliyetini günümüze kadar sürdüren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası; 2008 itibariyle dünya finansal piyasaları ile entegre, önemli bir borsa konumuna gelmiştir. İşlem görme oranı olarak dünya borsaları içinde 15., piyasa işlem hacmi olarak 24., piyasa değeri olarak da 26. sıradadır. Tahvil piyasası işlem hacmi açısından da dünyadaki 5. büyük borsadır.¹³⁹ Aşağıdaki bölümde (1986-2009) arasında İMKB’nin gösterdiği performans, hisse senedi piyasası ağırlıklı olarak incelenecektir. Bu süreci (1986-2007) ve (2007-2009) dönemlerine ayırmamızın nedeni; özellikle 2007 Temmuz sonrası ortaya çıkan küresel krizin Türkiye hisse senedi piyasası üzerindeki etkilerini daha ayrıntılı biçimde inceleyebilmektir. Bölümün sonunda, yaptığımız inceleme çerçevesinde elde ettiğimiz çıkarımlar bağlamında; hisse senetleri piyasasının Türkiye’de ekonomik büyümeye olan katkısını değerlendirilecektir.

2.1.2.2. (1986-2007) döneminde borsanın performansı¹⁴⁰

İMKB’nin global, gelişmiş ve gelişen piyasalardaki menkul kıymetler borsaları içindeki yerini kuruluşundan itibaren gösteren aşağıdaki 2.1.2-1 numaralı tabloda, 1986-2007 döneminde İMKB’nin piyasa değerindeki değişimler karşılaştırmalı olarak verilmektedir. 1986 yılında İMKB’nin 938 milyon dolar olan piyasa değeri; 2007 yılına gelindiğinde 286.572 milyon dolara yükselmiştir. 2005 sonrasında İMKB’nin piyasa değerinde ortaya çıkan büyük artışta özellikle 2002-2007 döneminde global likiditenin artması ve TL’nin dolar karşısında değerlenmesi önemli rol oynamıştır.

¹³⁸ İMKB Yatırımcı Danışma Merkezi, **Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası**, www.imkb.gov.tr, Ekim 2009, s.8

¹³⁹ “Global Sermaye Piyasaları”, **İMKB dergisi**, Cilt:11 Sayı:41, ss.65-78

¹⁴⁰ A.e., “Global Sermaye Piyasaları”, ss.69-73

1986-2007 döneminde bu bağlamda İMKB'nin piyasa değeri yaklaşık 305 kat artmıştır. 1986 yılına göre global piyasaların toplam piyasa değerinde yaklaşık 10 kat; gelişmiş piyasalarda 7 kat ve gelişmekte olan piyasalarda 76 kat bir büyüme olduğu düşünüldüğünde; İMKB'nin piyasa değerindeki artış kayda değerdir. Bu süreç içinde gelişmekte olan piyasalardaki menkul kıymet borsaları, gelişmiş olan piyasalardaki borsalara göre çok daha hızlı şekilde büyümüştür.

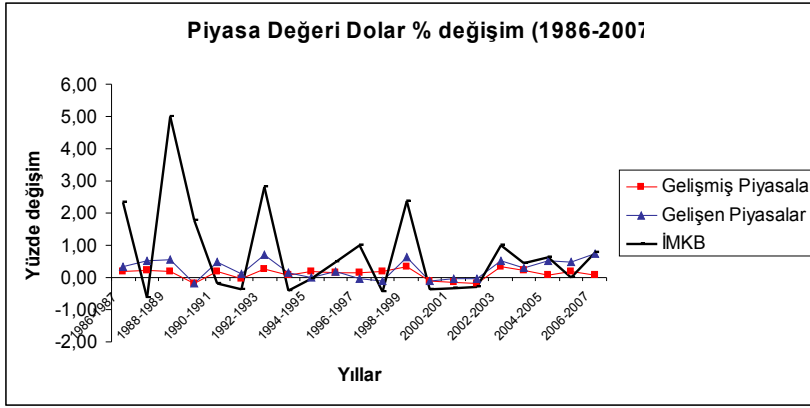
Tablo 2.1.2-1 Piyasa Değerleri (ABD \$ Milyon) 1986-2007

	Global	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB
1986	6.514.199	6.275.582	238.617	938
1987	7.830.778	7.511.072	319.706	3.125
1988	9.728.493	9.245.358	483.135	1.128
1989	11.712.673	10.967.395	745.278	6.756
1990	9.398.391	8.784.770	613.621	18.737
1991	11.342.089	10.434.218	907.871	15.564
1992	10.923.343	9.923.024	1.000.319	9.922
1993	14.016.023	12.327.242	1.688.781	37.824
1994	15.124.051	13.210.778	1.913.273	21.785
1995	17.788.071	15.859.021	1.929.050	20.782
1996	20.412.135	17.982.088	2.272.184	30.797
1997	23.087.006	20.923.911	2.163.095	61.348
1998	26.964.463	25.065.373	1.899.090	33.473
1999	36.030.810	32.956.939	3.073.871	112.276
2000	32.260.433	29.520.707	2.691.452	69.659
2001	27.818.618	25.246.554	2.572.064	47.689
2002	23.391.914	20.955.876	2.436.038	33.958
2003	31.947.703	28.290.981	3.656.722	68.379
2004	38.904.018	34.173.600	4.730.418	98.299
2005	43.642.048	36.538.248	7.103.800	161.537
2006	54.194.991	43.736.409	10.458.582	162.399
2007	64.563.414	46.300.864	18.262.550	286.572

Kaynak: Global Sermaye Piyasaları
İMKB dergisi Cilt:11 Sayı:41

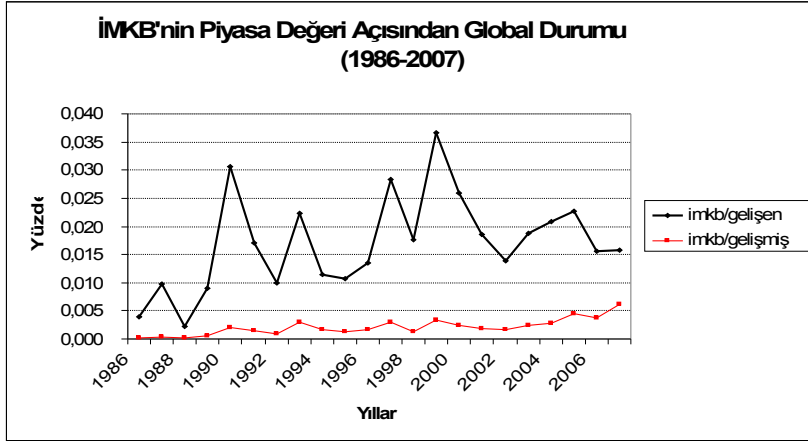
1986 yılında gelişmekte olan piyasalardaki borsaların toplam piyasa değeri global piyasaların % 3,7'sini oluştururken; 2007 yılına gelindiğinde bu oran % 28,3 olmuştur. İMKB ise 1986 yılında global piyasalardaki borsaların değerinin ancak % 0,014'üne denk gelen bir değere sahipken; 2007 senesine gelindiğinde bu değer % 0,44 seviyelerine çıkmıştır. Aşağıdaki grafikte de İMKB'nin gelişmiş ve gelişmekte olan menkul kıymet borsaları ile bir önceki seneye göre yüzde olarak büyüme farklılıkları görülmektedir. 2.1.2-1 numaralı grafikten de görülebileceği gibi İMKB

(1986-2001) döneminde piyasa değeri anlamında gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların ortalamalarının üzerinde değer artışları ve değer kayıpları yaşamıştır. 2001 senesinden sonra piyasa değerindeki artış ve azalışlar yine ortalamaların üzerinde seyretmiş; 2001 öncesiyle karşılaştırıldığında ortalama değişime daha yaklaştığı görülmüştür. Bu anlamda dünya piyasalarının yükseldiği dönemlerde İMKB'nin değerinin aşırı artması; düştüğü dönemlerdeyse değerinin aşırı düşmesi Türk menkul kıymet borsasının spekülative hareketlere açık olması ile ilişkilendirilebilir. Bunu yaratan temel koşul ise 2001 yılına kadar İMKB'nin yeterli finansal derinliğe sahip olmamasıdır.



Grafik 2.1.2-1 (Kaynak: Tablo 2.1.2.-1)

Bu bağlamda risk algılamalarının arttığı dönemlerde yabancı fonların hızlı çıkış yapmaları beraberinde borsada büyük dalgalanmaları getirmektedir. 2001 yılından itibaren dalga boylarının dünya piyasalarındaki ortalamalara doğru evrilmesi, finansal piyasalar ile ilgili düzenlemelerle ve finansal derinleşme anlamında 2001 öncesindeki döneme göre göreceli artışla ilişkilendirilebilir.



Grafik 2.1.2-2 (Kaynak: Tablo 2.1.2.-1)

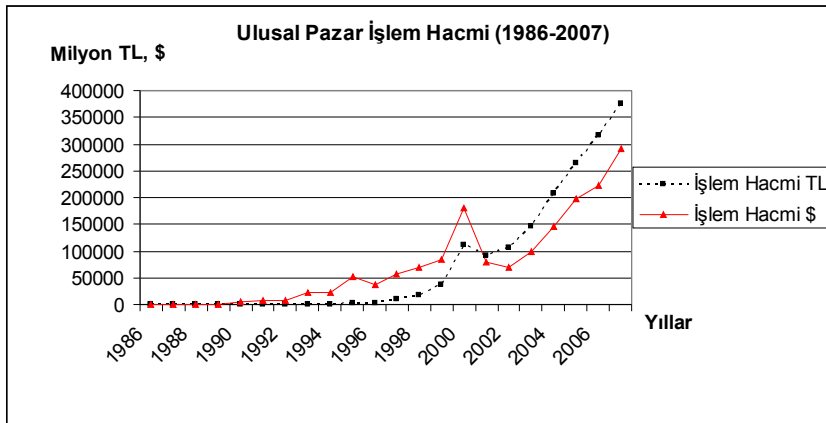
Yukarıdaki 2.1.2-2 numaralı grafikte de İMKB'nin piyasa değeri açısından gelişmiş ve gelişen menkul kıymet borsaları içindeki yerini gösterilmektedir. İMKB'nin 2001 yılından sonra gelişmekte olan piyasaların içinde piyasa değeri açısından payı küçülürken; gelişmiş olan piyasalar içinde artmaktadır. Bu oranının gelişmekte olan piyasalardaki düşüşü, gelişmekte olan piyasaların piyasa değerlerinin daha hızlı şekilde artmasıyla açıklanabilir.

Aşağıdaki 2.1.2-2 numaralı tabloda global, gelişmiş, gelişmekte olan menkul kıymet borsalarında ve İMKB'de işlem gören şirket sayıları 1986-2007 dönemi için gösterilmektedir. En sağdaki iki sütunda ise gelişen menkul kıymet borsalarında işlem gören şirketlerin global menkul kıymetler borsalarındaki şirket sayısına oranı ve İMKB'de işlem gören şirketlerin gelişen sermaye piyasalarında işlem gören şirketlere olan oranı verilmektedir. 1986 yılında İMKB'de işlem gören şirket sayısı 80 iken gelişmekte olan menkul kıymet borsalarında işlem gören şirketlere oranı % 0,83'tür. 2007 yılına gelindiğinde ise bu oran % 1,27'ye çıkmış; işlem gören şirket sayısı da 319'a yükselmiştir. Bu bağlamda İMKB gelişmekte olan borsalar içinde işlem gören şirket sayısında artışta ortalamanın üzerinde bir performans göstermiştir. Gelişmekte olan borsalardaki şirket sayısı, gelişmiş borsalardaki şirket sayısından daha hızlı bir artış göstermiştir. 1986'da % 34,14 olan oran, 2007 senesinde % 48,85 olmuştur.

2.1.2-2 İşlem Gören Şirket Sayısı (1986-2007)

	Global	Gelişmiş	Gelişmekte	İMKB	Gelişen/global(%)	İMKB/Gelişen(%)
1986	28.173	18.555	9.618	80	34,14	0,83
1987	29.278	18.265	11.013	82	37,62	0,74
1988	29.270	17.805	11.465	79	39,17	0,69
1989	25.925	17.216	8.709	76	33,59	0,87
1990	25.424	16.323	9.101	110	35,8	1,21
1991	26.093	16.239	9.854	134	37,76	1,36
1992	27.706	16.976	10.730	145	38,73	1,35
1993	28.895	17.012	11.883	160	41,12	1,35
1994	33.473	18.505	14.968	176	44,72	1,18
1995	36.602	18.648	17.954	205	49,05	1,14
1996	40.191	20.242	19.949	228	49,64	1,14
1997	40.880	20.805	20.075	258	49,11	1,29
1998	47.465	21.111	26.354	277	55,52	1,05
1999	48.557	22.277	26.280	285	54,12	1,08
2000	49.933	23.996	25.937	315	51,94	1,21
2001	48.220	23.340	24.880	310	51,6	1,25
2002	48.375	24.099	24.276	288	50,18	1,19
2003	49.855	24.414	25.441	284	51,03	1,12
2004	48.806	24.824	23.982	296	49,14	1,23
2005	49.946	25.337	24.609	302	49,27	1,23
2006	50.212	25.954	24.258	314	48,31	1,29
2007	51.322	26.251	25.071	319	48,85	1,27

Kaynak: Global Sermaye Piyasaları
İMKB dergisi Cilt:11 Sayı:41

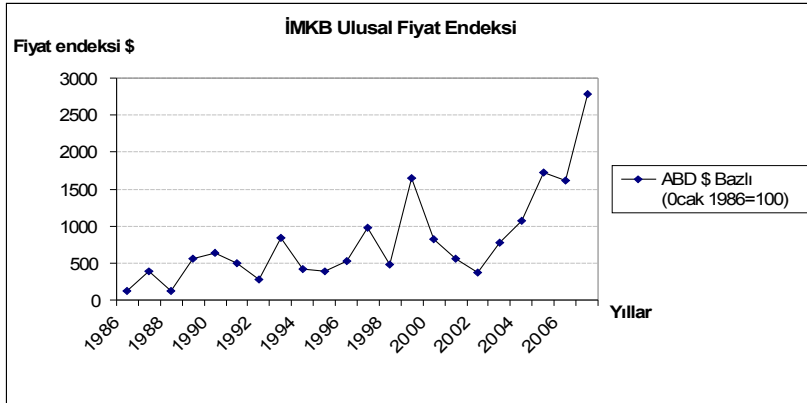


Grafik 2.1.2-3 (Kaynak: İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/data/StocksData.aspx>

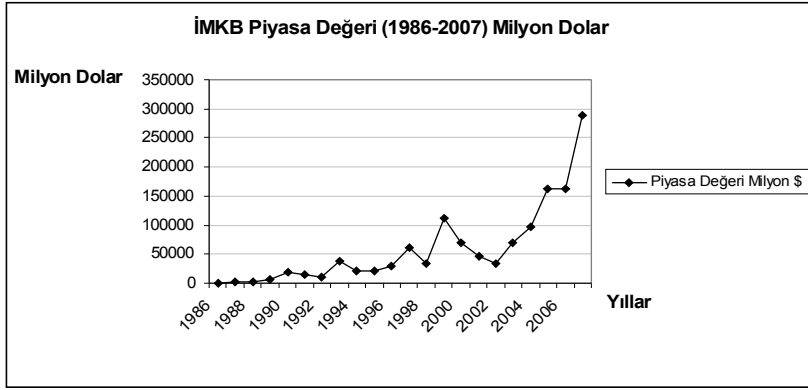
Yukarıdaki 2.1.2-3 numaralı grafikte 1986-2007 arasında İMKB’de işlem gören şirketlerin işlem hacmini görmekteyiz. 1986-2001 arasında sürekli artan işlem hacmi; 2001 krizinden sonra düşüş yaşamış; 2002-2007 döneminde ise çok hızlı şekilde

yükselmiştir. Ulusal Pazar işlem hacmi 2007 sonu itibariyle TL bazında 375.624 milyon; ABD Dolar bazında 291.409 milyona ulaşmıştır.

Aşağıdaki 2.1.2-4 numaralı grafikte ise ABD Doları bazında (1986-2007) arasındaki oluşan fiyat endeksini görmekteyiz. Bu süreç içinde fiyat endeksi dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu da hisse senedi piyasasındaki arz ve talebin ekonomik, politik gelişmelere çok sert tepkiler verdiğini göstermektedir. Kriz dönemlerinde ani düşüşleri; toparlanma dönemlerinde ani çıkışlar izlemiştir. (1986-2001) döneminde endekste ki iniş ve çıkışların göreceli daha az olduğu; (2002-2007) döneminde ise fiyat endeksindeki artışın çok daha hızlı olduğu grafikten de görülebilmektedir. 2007 sonrası dönemde de zaten bu çıkışı çok sert bir düşüş takip etmektedir. Bu düşüş grafiği de (2007-2009) döneminin inceleneceği bir sonraki bölümde gösterilmektedir. Özellikle 2001 ve 2008'deki sert düşüşlerin başlıca nedeni daha önce de belirttiğimiz gibi hisse senedi piyasasındaki yabancı fonların piyasayı hızlı biçimde terk etmeleri olmuştur



Grafik 2.1.2-4 (Kaynak: İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/data/StocksData.aspx>



Grafik 2.1.2-5 (Kaynak: İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/data/StocksData.aspx>

Yukarıda 2.1.2-5 numaralı grafikte ise İMKB'nin 1986-2007 döneminde senelik bazda değişen piyasa değerleri gösterilmektedir. Piyasa değeri fiyat endeksi çerçevesinde olduğundan; 2.1.2-4 ve 2.1.2-5 arasındaki benzerlik bu anlamda şaşırtıcı değildir. Yukarıda hisse senedi fiyat endeksini etkileyen tüm değişkenler; İMKB'nin piyasa değerini de etkilemektedirler. Kısaca İMKB'nin piyasa değeri de hisse senedi piyasasındaki arz ve talebe göre azalıp çoğalmaktadır.

2.1.2.3. 2007 sonrası dönem

2007 yılının Temmuz ayında ABD finansal piyasalarından başlayarak tüm finansal piyasalara yayılan finansal kriz; kısa bir süre içinde reel sektöre de atlayarak küresel bir ekonomik kriz haline gelmiştir. Türkiye'de bankacılık sektörünün bu süreçten diğer sektörlere göre daha az etkilendiğinden ve yapısal risklerinin az olduğundan geçen bölümde bahsetmiştik. Bu bölümde bu dönemi bir de hisse senedi piyasaları çerçevesinde değerlendirmeye çalışacağız. Öncelikle 2007 yılında hisse senedi piyasalarında ne gibi gelişmeler yaşandığından bahsedip daha sonra bu gelişmeleri, 2008 ve 2009 yılındaki gelişmelerle grafik ve tablolar yardımıyla karşılaştırmaya çalışacağız.

2007 yılında hisse senetleri piyasasının ortalama günlük işlem hacmi 2006 yılı ile karşılaştırıldığında % 15 artarak 1,3 milyar YTL'den, 1,53 milyar YTL'ye çıkmıştır. Bunun yanında 182 bin olan ortalama günlük sözleşme sayısı 192 bine yükselmiş; 366 milyon olan günlük işlem miktarı ise 464 milyon seviyesinde gerçekleşmiştir. 2007 itibariyle toplam işlem hacmi 388 milyar YTL olmuş; bu anlamda işlem hacmi bir önceki seneye göre % 19 oranında artmıştır. Ulusal 100 endeksi 2006 son işlem gününe göre 2007 sonu itibariyle % 42 oranında yükselme göstermiş; 2006 itibariyle 230 milyar YTL olan borsada işlem gören şirketler toplam değeri 2007 itibariyle 336 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Ulusal pazarın (Ulusal-100) toplam işlem hacmi ise 376 milyar YTL olarak gerçekleşmiş; bu tutar hisse senedi piyasasının toplam işlem hacminin % 97'sini oluşturmuştur. 2007 yılında yabancı yatırımcıların işlem hacmi içindeki payları ise % 24 olmuştur. Yukarıdaki veriler sonucunda 2007 yılının borsa açısından olumlu gelişmelerin yaşandığı bir dönem olduğu sonucuna ulaşmak mümkündür. 2007 yılı içinde gerçekleştirilen genel seçimler, Cumhurbaşkanlığı seçimi ve Anayasa halkoylaması sermaye piyasaları üzerinde oluşabilecek politik risklerin de azalmasını sağlamıştır. 2007 İMKB raporunda, ABD'deki mortgage krizinin Türk ekonomisine olan etkisinin daha önceki dalgalanmalara oranla sınırlı kalacağı tahmini yapılmaktadır.¹⁴¹

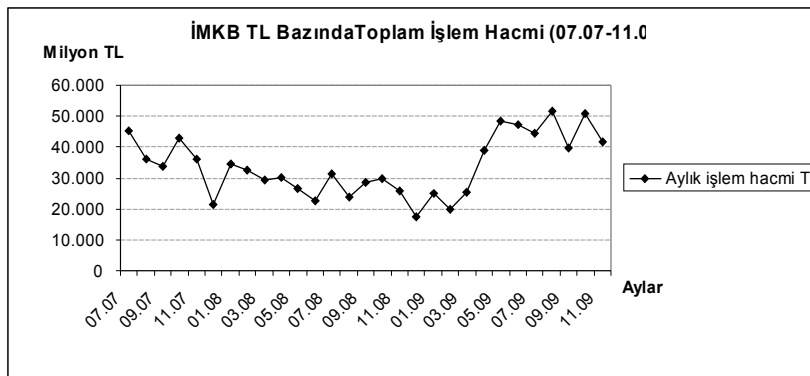
2008'e gelindiğinde ise krizle ilgili olumlu beklentiler olumsuzla dönüşmüş; hisse senedi piyasası ortalama günlük işlem hacmi 1,54 milyar YTL'den 1,32 milyar YTL'ye düşmüştür. 2007 yılında 192,000 olan günlük sözleşme sayısı 183,000'e gerilemiş; 464 milyon olan ortalama günlük işlem miktarı ise 457 milyon seviyesine düşmüştür. İşlem hacmi 2007 yılına göre % 16,5 değer kaybederek 387 milyar YTL'den 332 milyar YTL'ye gerilemiştir. İMKB-100 endeksi 2007 yılının son işlem gününe göre YTL bazında % 51,63; ABD doları bazında ise % 63,17 düşmüştür. İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri 336 milyar YTL'den 182 milyar YTL'ye azalarak % 46 oranında değer kaybına uğramıştır. ABD doları bazında ise bu değer kaybı % 58,6 oranına ulaşmıştır.¹⁴²

¹⁴¹ İMKB Faaliyet Raporu 2007; ss.11-12

¹⁴² İMKB Faaliyet Raporu 2008; ss.12-13

2009 yılında ise 26 Kasım itibariyle hisse senedi piyasası günlük işlem hacmi 1,91 milyar YTL'ye; günlük sözleşme sayısı 275,022'ye; ortalama günlük işlem miktarı 826 milyona; toplam işlem hacmi 433 milyar YTL'ye ulaşmıştır. İMKB-100 endeksi ise TL bazında 2008'in son işlem gününe göre 26 Kasım 2009 itibariyle % 87,5 artış göstermiştir. Dolar bazında endeksin artış oranıysa % 93 olmuştur. İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri ise 330 milyar YTL seviyesine tekrardan ulaşmıştır. Özetlemek gerekirse, 2007 Temmuz'da başlayan küresel krizin etkileri özellikle İMKB'de 2008 yılından sonra yoğun biçimde hissedilmeye başlanmış; 2009 Mart ayından sonra başlayan toparlanma sonucunda da hisse senedi piyasası hızla yükselişe geçmiş, performans değerleri olarak 2007 yılını yakalamış hatta bazı kriterler çerçevesinde üzerine bile çıkmıştır.

Aşağıdaki 2.1.2.-6 numaralı grafikte, ABD piyasalarında dalgalanmanın başladığı Temmuz 2007'den Ekim 2009'a kadar geçen süreçte TL bazında İMKB'deki toplam işlem hacminin aylık olarak değişimi görülmektedir. Grafikten de görülebileceği gibi işlem hacmi Temmuz 2007'den itibaren düşmeye başlamış; dalgalı bir seyirle 2009 Mart ayında en düşük haline gelmiş; daha sonra hızla artarak 2009 sonunda tekrar 2007 düzeyindeki işlem hacimlerine ulaşılmıştır. Bu çıkış trendin de gene dalgalı bir seyir gözlemlenmektedir.

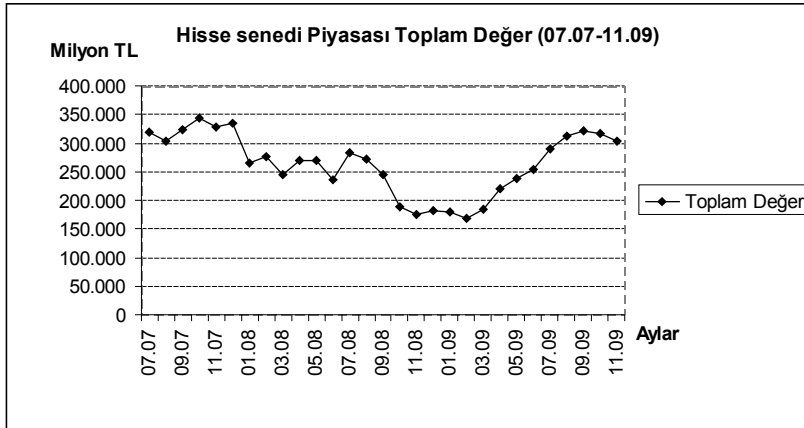


Grafik 2.1.2-6 (Kaynak: İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/data/StocksData.aspx>



Grafik 2.1.2.-7 (Kaynak: İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/data/StocksData.aspx>

Yukarıda 2.1.2-7 numaralı grafikte ise bu dönemde yapılan sözleşmelerin sayıları yer almaktadır. Bu süreçte sözleşme sayıları 2007 Temmuz'da azaldıktan sonra Mart 2009'a kadar yatay dalgalı bir seyir göstermiş; Mart ayından sonra da hızla yükselmiştir. 2009'un son aylarında ise 2007 yılından bile yüksek rakamlara ulaşmıştır.



Grafik 2.1.2.-8 (Kaynak: İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/data/StocksData.aspx>

Hisse senedi piyasasının toplam değerinin bu süreçte aylık olarak nasıl değiştiiğini gösteren yukarıdaki 2.1.2.8 numaralı grafik gene 2007 Temmuz sonrasındaki düşüşün Mart 2009'dan sonra hızlı bir toparlanma sürecine girdiğini göstermektedir. Burada dikkat çekici olan 2009 Mart ayından sonra işlem hacimlerinde ve sözleşme sayılarındaki artış; hisse senedi piyasasının rakamsal olarak çok iyi bir performans gösterdiği 2007 yılından bile daha yüksek miktarlara çıkmasına rağmen; piyasa değerindeki artışın buna eşlik etmemiş olmasıdır.

2.1.2.4. Çıkarımlar

1986 yılından günümüze kadar ki dönemde Türkiye açısından veriler ve grafikler yardımıyla incelemeye çalıştığımız hisse senedi piyasalarının, finansal gelişme ekonomik büyüme bağlamında ne ifade ettiği ile ilgili çıkarımlarımız aşağıda gösterilmektedir.

- (1) Türkiye'de ilk menkul kıymet borsasının kurulmasından, 1986 yılında İMKB'nin faaliyete geçmesine kadar geçen süreçte; hisse senetlerinin sermaye piyasalarının içinde kullanımının olduğu söylenemez. Türkiye bankacılık sektörünü analiz ettiğimiz bir önceki bölümde de zaten tarihsel süreçte finansal sistemin oluşumunda bankaların yüklendikleri rolden bahsetmiştik. Bu anlamda gelenek olarak da Türkiye finansal sistemine giren tasarrufların yatırıma dönüştürölme işi 1986 yılına kadar tamamen bankalar tarafından yürütölmüştür.
- (2) İMKB'de işlem gören başlıca iki tane menkul kıymet grubu bulunmaktadır. Bunlar hisse senetleri ve borçlanma senetleridir. Hisse senetleri özel kesim tarafından; borçlanma senetleri de devlet tarafından ihraç edilmektedir. Özel sektörün ihraç ettiği tahvil ve bonoların ise kullanımı yoktur. Kısaca tasarruf sahipleri portföy yatırımı için İMKB'yi tercih ettiklerinde, tasarruflarını değerlendirebilecekleri hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetleri olmak üzere iki seçenekleri vardır. Türkiye'de bu anlamda yurtiçi tasarrufların % 10,1'i devlet iç borçlanma senetlerinde; % 4,5'i hisse senedi piyasalarında değerlendirilmektedir. Yurtdışı yerleşiklerin de tasarrufları buna eklendiğinde toplam tasarrufların % 10,1'i hisse senedi piyasalarına girmektedir. Bu

bağlamda bankaların finansal sisteme giren tasarrufların % 70'ini toplama ve bu tasarrufların % 80'ini kredi haline dönüştürme gücü ile karşılaştırıldığında, hisse senedi piyasalarının tasarrufları yatırıma dönüştürmede oynadığı rol çok daha küçük olmaktadır.

- (3) İMKB 1986 yılından bu yana sürekli büyüme göstermiş; günümüzde dünya borsaları içinde önemli bir konuma gelmiştir. Bunun yanında piyasa değeri olarak gelişim sürecine bakıldığında; gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalarla aynı dönemlerde büyüüp aynı dönemlerde küçülmesine rağmen, bu büyümenin ve küçülmenin yüzdesel olarak miktarı her iki piyasanın borsalarının çok üzerinde seyretmiştir. Bu bağlamda İMKB'nın zaman zaman dünyada en çok kazandıran ve kaybettiren borsası ünvanını alması şaşırtıcı değildir. Piyasa değerinin bu kadar sert hareketlerle azalıp çoğalması hisse senedi piyasasının spekülatif hareketlere açık olmasıyla ve derinliğinin olmamasıyla bağlantılıdır. Özellikle yurtdışı yerleşiklerin Türkiye'de değerlendirdikleri tasarruflarının % 61,5'inin hisse senedi piyasalarına gittiği düşünüldüğünde ve bu miktarın aşağı yukarı hisse senedi piyasasına giren miktarın yarısı olduğu göze alındığında; bu tasarrufların hisse senedi piyasasından çıktığında yaratacağı etki tahmin edilebilir. 1989 yılından sonra Türkiye sermaye piyasalarının dünya sermaye piyasalarına açılmasıyla, hisse senedi piyasalarında dalga boylarının artması bu anlamda bir tesadüf değildir.
- (4) Hisse senedi piyasaları yapıları itibariyle olumlu ve olumsuz gelişmelere en erken tepki veren piyasalardır. (1986-2001) sürecinde Türkiye'de hisse senedi piyasalarının bu anlamda olumlu ve olumsuz beklentilere; gelişmekte olan ve gelişmiş hisse senedi piyasalarına göre daha çok tepki verdiğinden bahsetmiştik. (2002-2007) döneminde ise İMKB hisse senedi piyasasının ekonomik ve politik değişimlere karşı verdiği olumlu ve olumsuz tepkiler 2001 öncesi döneme göre oldukça azalmış; gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların verdikleri ortalama tepkilere yaklaşmıştır. Bu gelişmenin ardında dünya piyasalarındaki likidite bolluğu ve 2001 sonrası Türk finansal sisteminde görülen yapısal değişim olduğu düşünülmektedir. Kriz sürecinde hisse senedi piyasalarının verdiği tepki gene 2001 öncesindeki gibi ani bir

düşüş ve ardından hızlı bir toparlanma şeklinde olmuştur. Bu tepki dünya hisse senedi piyasalarının verdikleri tepkilerle uyumludur.

- (5) İncelediğimiz dönemde Türkiye’de hisse senedi piyasalarının ekonomik büyümeye olan katkısı açısından olumlu ya da olumsuz bir yorum yapmanın mümkün olmadığını düşünüyoruz. Fakat şu ana kadar araştırmamız sonucunda oluşan kanı; Türkiye açısından hisse senedi piyasalarının tasarruf-yatırım ilişkisi için gerekli likiditeyi sağlamaktan çok; kısa dönemli sermaye hareketlerinden spekülâtif kazanç elde etmek için kullanıldığı yönündedir. Bu bağlamda yaptığımız finansal gelişme tanımlaması çerçevesinde hisse senedi piyasasının uygulama bölümünde analize dahil edilmemesinin daha sağlıklı olacağı kanısı oluşmuştur.

2.2. Türkiye’de ekonomik büyüme çerçevesinde finansal serbestleşme süreci

Türkiye ekonomisi açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini incelerken üzerinde durulması gereken çok önemli bir konu da 1980 sonrası Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme olgusudur. 1980 yılından sonra Türk ekonomisinin ticari ve finansal olarak dünya piyasalarına entegrasyon süreci; sosyal, ekonomik ve finansal sonuçları açısından birçok araştırmaya konu olmuştur. Biz bu süreci özellikle finansal serbestleşme ve finansal entegrasyon çerçevesinde ele almaya çalışacağız. 1989 yılından sonra sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle Türk finansal sisteminin gösterdiği performans, bu dönemde yaşanan ekonomik krizler, bankacılık ve hisse senedi piyasalarındaki değişimler öncelikli ilgi alanlarımızdır. Bu şekilde finansal gelişmelerin finansal serbestleşme sürecinde ekonomik büyümeye olan etkisini daha sağlıklı bir biçimde değerlendirmenin mümkün olacağını düşünmekteyiz. 1980 sonrası yaşanan bu süreci üç temel dönemde incelemenin doğru olacağını düşünüyoruz. (1980-1989) dönemi, (1989-2001) dönemi ve 2002’den günümüze kadar geçen dönem olarak yaptığımız ayırımda; finansal sistem açısından önemli olan gelişmelerin başlangıç ve bitiş tarihleri göz önünde bulundurulmuştur. Bu ayırım sayesinde finansal sistem açısından değerlendirdiğimiz finansal serbestleşme sürecinin makroekonomik sonuçlarını çok daha net görebileceğimizi düşünüyoruz.

2.2.1. 1980-1989 dönemi

Türkiye'nin finansal sistemini liberalleştirme ve global finansal piyasalarla entegrasyon teşebbüsleri 1980 yılından itibaren başlamıştır. 1980 öncesi dönemde finansal sistemin durumunu kısaca özetlemek gerekirse; yaygın finansal baskılamaya uygulamalarının, negatif reel faiz oranlarının, finansal kazançlar üzerinde ağır vergi yüklerinin, yüksek likidite ve mevduat munzam karşılıklarının varolduğu bir ortamdan bahsedebiliriz.¹⁴³ Diğer taraftan 1980 öncesi dönemde yürütülen ekonomi politikası; bir taraftan ithal ikamesi yatırımları, diğer taraftan içe dönük ve sıkı kurallara bağlı parasal kontrollerin hakim olduğu bir ekonomik sistemi desteklemektedir. Bu bağlamda 1980 yılı Türkiye ekonomi tarihi açısından bir dönüm noktası olmuştur. Aslında bu süreç ve sonrasındaki gelişmeler bir anlamda Dünya Bankası (WB) ve Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) beraber yürüttükleri bir projenin test sonuçlarına dönüşmüştür. Bu iki kuruluşun yürüttükleri bu ortak projenin temel amacı; Türkiye'nin de içinde bulunduğu dışa kapalı ekonomik yapısı olan gelişmekte olan ülkeleri dışa açık ekonomik sisteme dayalı kalkınma patikasına sokmak; bu çerçevede Türkiye ekonomisini bir "başarı hikayesi" haline getirip, diğer gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler için model yaratmak olarak özetlenebilir.¹⁴⁴

1980 öncesi dönemin yapısal problemlerinin sistem üzerinde yarattığı baskı, Dünya Bankasının ve IMF'nin verdiği destekle birleşince; 1980 yılından başlayarak dışa dönük, piyasa odaklı yaklaşımın hakim olduğu dışa açık ekonomiye geçiş dönemi başlamıştır. Bu bağlamda 1980'den sonra özellikle liberalizasyon sürecinin ilk dokuz senesinde, uyum sürecinin tamamlanması açısından bir seri yasal ve kurumsal reforma gidilmiştir. Aşağıda finansal sistemin işleyişini doğrudan etkileyen bu reformlardan bahsedilmektedir.

(i) Döviz Kuru Politikasının Değişmesi

¹⁴³ Ümit Cizre-Skallıoğlu ve Erinç Yeldan, "Politics, Society and Financial Liberalization: Turkey in the 1990's", **Development and Change**, C.31, 2000, s.484

¹⁴⁴ Fırat Demir, "A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis", **World Development**, C. 32, Sayı:5, 2004, s.852

1980 öncesi dönemde döviz kuru, değişen ekonomik şartlara göre hükümet tarafından belirlenen sabit kur özelliği taşımaktaydı. Sabit kur uygulamasının yarattığı dezavantaj; hükümetin kura müdahalelerde gecikmesi halinde TL'nin aşırı değerlenmesi ve dolayısıyla ithalat-ihracat dengesinin bundan olumsuz etkilenmesiydi. Bu anlamda finansal serbestleşmenin ilk adımı olarak döviz kuru rejiminde değişikliğe gidilmiştir. Ocak 1980'den itibaren uygulamaya konan istikrar programı çerçevesinde esnek bir döviz kuru politikası yürütülmeye başlanmış; bu dönemde Türk Lirası yabancı paralara karşı önemli derecede değer kaybetmiştir. Günlük kur ayarlamaları da Mayıs 1981'den itibaren TCMB tarafından yürütülmeye başlanmış; ticari bankaların döviz bulundurmalarına ise 1982 yılının sonunda izin verilmiştir. Bu çerçevede yurtdışından gelen döviz transferlerini artması hedeflenmiştir. Döviz kuru rejiminin tamamen liberalleşmesi ise 7 Temmuz 1984 tarihinde çıkan 30 sayılı kararnameyle gerçekleşmiştir. Bu kararname ile getirilen düzenlemeler kısaca şu şekilde olmuştur.

- TL cinsinden banknot, metal para ve diğer ödeme araçları ithal edilebilecek yani döviz karşılığında satılabilecek; diğer taraftan TL'nin ihracı ise hükümet iznine tabi olacaktır.
- Türkiye'de ikamet edenler döviz hesabı açtırıp, üzerlerinde döviz taşıyabilecek ve dövizle işlem yapabileceklerdir.
- Külçe altın ithal ve ihraç yetkisi Merkez Bankasına verilmiş; diğer bankaların da yurtiçi pazarda altın satabilmesine izin verilmiştir.
- Bankalar döviz mevduatı toplamakta, yurtdışında döviz bulundurmakta ve döviz cinsinden işlem yapmakta serbest bırakılmışlardır.
- Her türlü menkul kıymetin ithal ve ihracına izin verilmiştir. Türkiye'de döviz cinsinden ihraç edilen menkul kıymetler yabancı yerleşikler tarafından satın alınabilecektir.
- Yabancıların gayrimenkul ve aynı haklar elde etmelerine; döviz bozdurmaları ve tüm işlemlerin Türk bankaları tarafından yapılması koşuluyla izin verilmiştir.

- Döviz olarak gerekli sermayeyi sağlayan yabancılara yatırım yapma, ticari faaliyette bulunma, ortaklık kurma, hisse senedi satın alma, şube, temsilcilik ve acenta açma hakları tanınmıştır.
- Bankalar, Merkez Bankası'nın açıkladığı kur etrafında dar bir bantta kendi işlemleri açısından bir kur belirleyip; alım-satım işlemlerini bu kur üzerinden gerçekleştirme hakkına sahip olmuşlardır.
- Bankaların 1985 Haziran itibariyle ticari, ticari olmayan ve bankalararası işlemler için kendi kurlarını belirlemelerine müsaade edilmiştir.¹⁴⁵

(ii) Faiz Oranları üzerindeki devlet denetimlerinin kaldırılması

1970'li yılların sonlarına doğru yükselen enflasyon, hükümet tarafından kontrol edilen mevduat ve kredi faizlerinin negatif hale dönüşmesine neden olmuştur. Bu bağlamda bir taraftan kredi talebinin arttığı, diğer taraftan tasarrufların bankacılık sistemine kanallize olamadığı bir ortam oluşmuştur. Bu gelişmelerin bir sonucu olarak Ocak 1980'deki düzenleme ile faiz oranlarının üzerindeki tavanlar kaldırılmış; bu şekilde tasarrufların finansal sisteme girmesi, finansal kuruluşlar arasında rekabetin oluşması ve sektörün derinleşmesi hedeflenmiştir. Bu dönemde finansal sektördeki dokuz büyük banka aralarında bir centilmenlik anlaşması imzalayarak, mevduat faizlerini belirli bir seviyede tutmaya çalışmışlardır. Diğer taraftan kredilere olan yoğun talep, küçük bankaların ve komisyoncuların yarattıkları rekabetçi baskılarla birleşince faizler yükselmeye başlamıştır. Bu süreç 1982 yılında küçük banka ve komisyoncuların topladıkları mevduatların faizlerini geri ödeyememeleri ardından batmaları ile son bulmuştur. "Bankerler krizi" olarak anılan bu olaylar sonucunda hükümet dokuz büyük bankaya faizleri belirleme; küçük bankalara da bu faiz üzerine ek bir prim koyarak mevduat toplama izni vermiştir. Büyük bankaların mevduat faizlerini yükseltme istekleri sonucunda 1983 yılında mevduat faiz oranlarını belirleme ve gözden geçirme yetkisi tekrar Merkez Bankası'na verilmiştir. 12 Ekim 1988'de ise tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır.¹⁴⁶

¹⁴⁵ TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Haziran 2002, Ankara, Türkiye, ISBN: 975-7589-72-1, ss. 11-12

¹⁴⁶ A.e., TCMB, ss. 12-13

(iii) Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması

Türkiye sermaye piyasalarının düzenlenmesi, denetlenmesi ve desteklenmesi çerçevesinde 1981 yılında “Sermaye Piyasası Kanunu” yürürlüğe girmiştir. Bu kanun ile hedeflenen, şeffaf ve dengeli şekilde işleyen bir sermaye piyasası yaratmaktır. Bu bağlamda kanun, sermaye piyasasındaki yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunması bağlamında menkul kıymetler piyasalarının gelişimi açısından çok önemli bir işleve sahip olmuştur. Bu kanuna ek olarak 1982 yılında kurulan “Sermaye Piyasası Kurulu” (SPK), piyasanın işleyişini düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olmuştur. Bu bağlamda sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurum ve kuruluşlar bu faaliyetleri ilgili kanun çerçevesinde, SPK’nın gözetimi altında yürütmeye başlamışlardır.¹⁴⁷

(v) Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Başlanması

1980 yılından önce devlet borçlanma ihtiyacı hissettiğinde bunu para basarak karşılamaktaydı. Bu para basmanın sınırı da Merkez Bankası’nın Hazine’ye verdiği kısa vadeli avans olan, o yılın bütçe ödeneğinin % 15’i ile sınırlıydı. Bu uygulama bir anlamda para politikasının, maliye politikasının bir parçası olması anlamına gelmekteydi ve enflasyonist baskı yaratmaktaydı. 1985 yılından sonra ise hükümetler bu yöntem yerine, devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) ile kamu açıklarını finanse etmeye başlamışlardır. Bu şekilde kamu açıklarının para basılmasıyla finansmanı sonucu Merkez Bankası bilançosu üzerinde oluşan olumsuz etki azalmaya başlamıştır. Böylece Merkez Bankası açık piyasa işlemleri yürütebilmiş ve İMKB’da (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) ikinci el bono ve tahvil piyasasının işlemesi için gerekli zemin oluşmuştur. Geri ödenmeme riski sıfır olan ve getirisi piyasa koşulları çerçevesinde belirlenen bu finansal varlıklar; finansal olan ve olmayan kurumlar açısından cazip bir portföy yatırım aracı haline gelmiştir. Yüksek hacimli ve rekabetçi teklif verme usulüyle yapılan kamu borçlanma ihaleleri bir diğer taraftan da ekonomideki gösterge faiz oranının en büyük belirleyicisi olmuşlardır. Bu ihalelerin getiri oranları, faiz oranlarının geleceği hakkında piyasaya fikir vermeye başlamıştır.

¹⁴⁷ TCMB, a.g.e., s.13

1980 öncesi dönemden gelen Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullandığı kısa vadeli avansın bütçenin %15'i olması kuralı; 1994 yılında yaşanan finansal krizden sonra bir önceki finansal yılın genel bütçe ödenekleri toplamıyla, cari yılın genel bütçe ödenekleri arasındaki farkın % 12'siyle sınırlandırılmıştır. Bu oran 1996 yılında % 10'a; 1997'de % 6'ya ve takip eden yıllarda da % 3'e düşmüştür. 2001 yılında ise bu uygulama tamamen ortadan kaldırılmıştır.¹⁴⁸

(v) Merkez Bankası Bünyesinde Piyasaların Kurulması

1986 yılında İMKB, ikinci el DİBS piyasası olarak faaliyete geçmiştir. DİBS'nin ortaya çıkmasıyla beraber Merkez Bankası'nın temel görevlerinde de değişiklikler olmuştur. Daha evvel Hazine'ye kısa vadeli avans yaratmak suretiyle maliye politikası kapsamında para politikasının işleyişine aracı olan Merkez Bankası'nın bu bağlamdaki yeni temel görevi, bankacılık sisteminin toplam rezervlerini denetlemek suretiyle para arzını kontrol etmek olarak belirlenmiştir. Bu değişimlere ek olarak ticari bankalara kredi sağlayan otomatik reeskont uygulamasının da orta vadeli kredilerle sınırlandırılması sonucunda, bankacılık sistemindeki likiditenin dolaşımını sağlayacak piyasa temelli yeni bir sisteme duyulan ihtiyaç artmıştır. Bu bağlamda Merkez Bankası bünyesinde üç temel piyasa faaliyete geçirilmiştir. Bu piyasalardan ilki "Bankalararası Para Piyasası"dır. 2 Nisan 1986 yılında faaliyete başlayan bu piyasanın kurulma amacı bankacılık sisteminin etkin çalışmasını sağlamak ve nakit yönetimi anlayışının gelişmesine yardımcı olmak olarak belirlenmiştir. Açık piyasa işlemleri, Merkez Bankası bünyesinde faaliyet gösteren ikinci piyasa olmuş ve para politikasının uygulanmasında temel araç olarak belirlenmiştir. Şubat 1987'de başlayan açık piyasa işlemlerinin temel amacı, bankacılık sisteminde likidite düzeyini ayarlamak ve bu sayede para arzını kontrol etmektir. 1988 Ağustos ayında kurulan efektif döviz piyasaları Merkez Bankası bünyesinde kurulan üçüncü piyasadır. Bu piyasanın faaliyete geçirilmesindeki temel neden, döviz rezervlerinin daha etkin bir şekilde kullanılmasının sağlanmasıdır.¹⁴⁹

(vi) Sermaye Hareketlerinin Liberalleştirilmesi

¹⁴⁸ TCMB, a.g.e., s. 14

¹⁴⁹ TCMB, a.g.e., s.15

1980 öncesi dönemde döviz işlemlerine ilişkin düzenlemelerle kontrol edilmekte olan sermaye hareketleri; 1980 sonrası dönemde yürütülen liberal politikalar çerçevesinde kısmen serbestleşmiştir. Liberalleşme sürecinin belki de en önemli ve kritik adımı olan Türk finansal sisteminin, dolayısıyla Türk ekonomisinin sermaye hareketlerine iki yöne doğru da tamamen açılması süreci ise 1989 yılında tamamlanmıştır. Bizim çalışmamız açısından da çok önemli olan bu gelişme sonrası konvertibiliteye yönelik önemli adımlar atılmıştır. 11 Ağustos 1989 tarihinde yürürlüğe giren 32 nolu karanameyle getirilen temel düzenlemeler şu şekildedir:

- *Türkiye’de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiç bir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tâbi değildirler.*
- *Türkiye’de yerleşik kişiler, Türkiye’de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz ülke içine getirebilirler.*
- *Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB’de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.*
- *Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.*
- *Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yollarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.*
- *Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.*
- *Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.*
- *Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk lirası ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.*

- *Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.*
- *Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.*
- *Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.*
- *Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.¹⁵⁰*

(vii) Bankacılık Sektörüne İlişkin Reformlar ve Düzenlemeler

1980 sonrası liberalleşme sürecinin bir yansıması olarak bankacılık sektöründe de bir dizi kurumsal ve yasal reform yaşanmıştır. Bu reformların temel amacı bankacılık sektöründeki rekabet ortamını arttırabilmektir. (1980-1989) döneminde yapılan düzenlemeler şu şekildedir.

- 1983’te Bankalar Kanunu’nda yapılan bir değişiklikle Merkez Bankası bünyesinde Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu (TSMF) kurulmuştur. TSMF’nin kurulmasında temel amaç; 1982 bankerler kriziyle beraber meydana gelen iflaslar sonucunda bankacılık sektörü hakkında kamuda oluşan güven eksikliğini ortadan kaldırmak ve mevduat sahiplerini bankacılık krizlerinin olumsuz etkilerinden korumak olmuştur.
- 2 Mayıs 1985’deki yürürlüğe giren “Bankalar Kanunu” ile bankalar standart bir muhasebe sistemi kullanmaya başlamışlardır. Bankaların yasal işleyişlerini ve finansal yapılarını inceleme-denetleme işi için “Bankalar Yeminli Murakıpları” yetkilendirilmiştir. Buna ek olarak bu kanunla, bankaların her sene uluslararası muhasebe standartlarına göre bağımsız denetçiler tarafından denetlenmesi hükme bağlanmıştır. Yine bu kanunla hükümet riskli bankaların yönetimini değiştirmeye yetkili kılınmış ve bu bankaların müşteriye açtıkları kredi miktarları katı kurallara bağlanmıştır.

¹⁵⁰ TCMB, a.g.e., ss.15-17

- Ocak 1987 itibariyle bankalara bağımsız dış denetleme rapor sonuçlarını Merkez Bankasına sunma zorunluluğu getirilmiştir.
- Ekim 1989 itibariyle bankaların aktiflerindeki risklere karşılık yeterli miktarda sermaye bulundurmalarını garantilemek için dünya bankacılık standartlarında belirtilen sermaye yeterliliği oranlarını tutmaları zorunluluğu getirilmiştir.¹⁵¹

Bu geniş liberalleşme programının finansal altyapısını oluşturan bu yasal ve kurumsal düzenlemelerle birlikte Türkiye ekonomisi adım adım serbestleşme sürecini yaşamıştır. Liberalizasyon sürecinin ilk evresi olan (1980-1989) döneminde Türk ekonomisi bu anlamda birçok değişime tanıklık etmiştir. Bu dönemin makroekonomik anlamda temel karakteristikleri; ihracata yönelik sübvansiyon destekli teşvikler, kontrollü dalgalı kur rejimi ve sermaye hareketliliği çerçevesinde ithalatın serbestleşmesi, Türk Lirası'nın yabancı para birimlerine karşı ciddi miktarda değer kaybetmesi, ücretli kesimin gelirinde şiddetli bir düşüş ve tarım sektörüne verilen destekte görülen azalma olarak sayılabilir. Bu gelişmelerle birlikte maliye politikasında da arz yönlü politikalara doğru kesin bir kayma yaşanmıştır.¹⁵² Buna ek olarak doğrudan yabancı sermayenin gelmesini özendirecek politikaların ortaya konması, özel kesim tasarruflarını teşvik edecek şekilde piyasa faiz oranlarının serbest bırakılması, Kamu İktisadi Teşekküllerinin (KİT) özelleştirilmesi ve gelir transferinin kamu harcamaları yerine fiyat mekanizması sayesinde yapılması bu dönemde amaçlanan diğer temel değişimler olmuştur.

Buna karşılık bu süreç ekonominin performansı açısından değerlendirildiğinde; hedeflenenlerle sonuçlar arasında farklar olduğu görülmektedir. Finansal serbestleşme girişimlerinin hemen başında, 1982 yılında patlak veren “bankerler krizi”, birçok banker ve küçük bankanın batmasıyla sonuçlanmış; bu gelişmeden sonra 1980’lerin sonlarına kadar finansal sistemin sürekli ve yeniden düzenlendiği bir döneme girilmiştir. Bu düzenlemeler de ortaya çıkan problemleri takiben oluşturulan pragmatik çözümler şeklinde olmuştur.

¹⁵¹ TCMB, **a.g.e.**, s.18

¹⁵² Korkut Boratav ve Erinç Yeldan, “Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution”, **CEPA Working Papers**, Ocak 2002, s.5

(1983-87) döneminde ihracat gelirleri yıllık olarak % 10,8 büyüme kaydetmiş ve GSYİH da % 6,5 oranında artmış olmasına rağmen; ücretlilerin gelirlerinde sürekli bir aşınma yaşanmıştır. Buna kanıt olarak (1977-1980) arasında emek-ücretinin üretim katma değeri içindeki yerinin % 35,6'dan; 1988 yılında % 20,6'ya düşmüş olması gösterilebilir. Buna karşılık özel sanayi sektörünün ortalama kar marjı % 31'den, % 38'e çıkmıştır.

1970'lerin sonlarına doğru ciddi bir bozulma gösteren kamu sektörü dengeleri; 1980'li, yıllarda göreceli olarak kontrol edilebilir hale gelmiştir. (1977-1980) arasında yaşanan krizle karşılaştırıldığında, kamu sektörü borçlanma ihtiyacı 2 puandan fazla düşerek, GSYİH'nın % 4,7'sine gerilemiştir. Bu dönemde % 14,1 artış gösteren özel sektör yatırımlarının sadece çok küçük bir kısmı sanayiye doğru yönelmiştir. Özel sanayi yatırımları temelinde konu ele alındığında, yıllık GSYİH'nın % 7,7' sına denk gelen bu oran, reel değerlerle 1980 öncesi dönemdeki oranlara ancak 1989 yılının sonlarına doğru ulaşabilmiştir. Bu dönemdeki özel sektör yatırımlarının % 24,5'inin konut sektörüne kaydığı düşünülürse; özel sektör yatırımlarının büyümesinin ardındaki motivasyonun ihracata yönelik sanayi üretimi olmadığı rahatlıkla görülebilir. Bu anlamda dışarı açık ve ihracata yönelik fiyat rekabeti sağlayacak sübvansiyonların ve kurların olduğu bir ortamda; yatırımların dağılımında sanayi sektörünün göreceli olarak daha az pay alması, hedeflenen ve uygulanan devlet politikasındaki anomaliye işaret etmektedir. Bu dönemdeki büyüme performansı açısından bu anomali, yürütülen ekonomi politikasındaki temel eksiklik olmuştur. Bu bağlamda bu dönemde gözlemlenen etkileyici ihracat patlamasının arkasında, 1980 öncesi dönemde tesis edilen üretken kapasite yattığı söylenebilir. 1989-2001 döneminde % 4,4 olarak gerçekleşen sanayi bazlı ihracat büyümesi bu anlamda bir önceki dönemdeki yatırım biçiminin ne kadar etkili olduğunu göstermektedir. Büyük ölçüde ücretlerin baskılanmasına, yerel paranın değer kaybetmesine ve ihracata yönelik sübvansiyonlara dayanan ihracat odaklı büyüme yaklaşımı, 1980'lerin sonuna gelindiğinde ekonomik ve politik anlamda ömrünü tamamlamıştır. 1988 ve 1989 yıllarında üst üste iki yıl kişi başı GSYİH büyümesinin negatif olması ve 1989 seçimi öncesi ortaya çıkan popülist baskılar, 1980-1988 arasında hüküm süren bu politika

modelinin değiştirilmesi yönünde önemli bir motivasyon yaratmıştır. Bu açmazdan çıkmak açısından Ağustos 1989'da Türk finansal sistemi sermaye akımlarına tamamen açılmıştır.¹⁵³ Liberalleşme sürecinin son adımı olan bu gelişmeyle birlikte Türk finansal sistemi görüntüde o dönemde oldukça gelişmiş finansal sistemlere sahip, endüstrileşmiş ülkelerin standartlarına sahip olmuştur. Geriye dönüp bakıldığında bu değişimin ardında büyük ölçüde kamu kesimi borç ihtiyacının yabancı sermaye akımlarıyla finanse edilme ihtiyacının olduğu görülmektedir.¹⁵⁴

2.2.2. 1989-2001 dönemi

1989 yılında sermaye akımlarının tamamen serbestleşmesi ve Türk lirasının tamamen konvertibl olmasıyla Türk finansal sistemi dünya finansal piyasalarına tam anlamıyla açılmıştır. Bu reform çerçevesinde kamuya yansıyan beklenti; finansal sistemin daha etkin ve esnek hale gelerek, ulusal ve uluslararası tasarrufları daha az maliyetle verimli yatırımlara dönüştüreceği şeklinde olmuştur. Bu beklenti çerçevesinde reformun getirileriyle ilgili oldukça güçlü vaat ve tutumlar oluşmuş; buna karşılık yaşanan gelişmeler, firmaların finansman alışkanlıklarında pek bir değişiklik olmadığını göstermiştir. Diğer taraftan yatırım maliyetlerinde de bir azalış görülmemiş; devletin hem mal hem de finansal piyasalar üzerindeki ağırlığı devam etmiştir. Reel faiz oranları çok yüksek seviyelere çıkmış; varlık piyasaları spekülative sermaye akımlarındaki değişimler nedeniyle, dalgalı ve belirsiz bir görünüm sergilemiş ve bunların sonucu olarak finansal sistem 1994 yılında krize girmiştir.

1989 ve 1990 yıllarında pek fazla olmayan GSMH oranındaki büyüme; 1990 yılında % 7,9 olarak gerçekleşmiş, bir sonraki sene ise % 1,1'e düşmüştür. Büyüme 1991 yılından sonra da dalgalanmaya devam etmiştir. Büyüme oranlarında görülen bu dalgalı seyire, aynı dönemde tüketim harcamaları ve yatırım miktarları da uyum göstermiştir. Kamu yatırımları liberalleşme sürecinin politika tercihi olarak azalmış; diğer taraftan özel sektör yatırımları dalgalı bir gelişim göstermiştir. Özel sermaye birikimi 1993 yılında % 35 seviyelerinde tepe yaparken, bir sonraki sene bir anda % (-9,1)'e gerilemiştir. Özel kesim sermaye birikimi genel olarak yetersiz bir görüntü

¹⁵³ A.e., Boratav ve Yeldan, ss.6-7

¹⁵⁴ Demir, a.g.e., s. 853

sergilemiş ve bu anlamda ekonomi açısından sürdürülebilir büyümeye katkısı sınırlı olmuştur. Bu olumsuz göstergelere eşlik eden diğer bir gelişme de dış ticaret dengesinin giderek bozulması olmuştur. 1980 yılı sonu itibariyle ortalama olarak ithalatın % 70'i ihracat tarafından finanse edilirken; bu oran 1990 yılında hızla % 58 seviyelerine düşmüş ve 1993 yılına kadar bu oran etrafında dalgalanmıştır. 1993 yılında finansal kriz öncesi bu oran % 53'e düşmüş; cari işlemler dengesindeki açık 6,4 milyar dolara ulaşmıştır. 1994 yılındaki krizle birlikte ithalatta hızlı bir düşüş yaşanmış ve cari işlemler hesabı fazla vermiştir. Krizden çıkıldıktan sonra genişleyen ithal girdi talebiyle beraber cari açık kısa süre içinde gene artmış ve 4,4 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Bu süreçte Türk ekonomisinin diğer önemli bir kırılganlığı da enflasyon sorunu olmuştur. 1980'lerin ikinci yarısında % 60-65 aralığında seyreden enflasyon (tüketici fiyat endeksi); 1991 yılında % 91 seviyesine çıkmıştır. 1994 yılındaki finansal krizden sonra gittikçe hızlanarak 1995-9 dönemi boyunca % 80-90 seviyelerinde dalgalanmıştır. Bu süreçte Türkiye'de bankalar ve finansal kurumlar üretime katkıdan çok tüm ekonomi açısından sermaye manüplasyonunda temel araç olmuşlar; bu manüplasyonların ardında ise hem yerel hem de küresel faktörler yer almışlardır. Yerel tarafta, kamunun kullanılabilir gelirinde görülen azalma kamunun borçlanma ihtiyacını arttırmış ve bunun sonucunda devlet tahvili ve hazine bonoları çok yüksek faizlerden işlem görmeye başlamıştır. Finansal sistemdeki tasarrufların büyük bir kısmının kamu kesimi tahvil ve bonolarına yönlenmesiyle; reel sektör açısından kredi anlamında yeterli kaynak yaratılamamıştır. Sonuç olarak sermaye kaçışlarını engellemek için yürütülen yüksek faiz, düşük kur uygulaması ekonomiyi faizlerin daha da yükseldiği bir kısır döngüye sokmuştur. Bu çerçevede diğer gelişmekte olan piyasalarda yaşanan gelişmeler, özellikle cari işlemler hesabının dengesiz olduğu dönemlerde para ikamesini ve sermaye çıkışını engellemek için uygulanan bu tarz politikaların ekonominin daha da kötü duruma düşmesi ile sonuçlanabildiğini göstermiştir. Bu duruma örnek olarak gösterilebilecek (1994) Meksika ve (1997) Asya krizlerinde, yerel paranın yabancı paralara karşı aşırı değerlenmesiyle ucuzlayan ithal mallara olan iç talep artmış; diğer taraftan aşırı değerli yerel para nedeniyle ülke içindeki üretim maliyetleri dünya piyasalarına göre yüksek kalmış ve dolayısıyla ihracat azalmıştır. Bu gelişmelerin sonucu olarak da kötü olan cari işlemler dengesi; daha da kötü bir hal almış; cari açığı büyüme arttıkça,

ödemeler dengesinin sağlanması için sermaye hesabının fazla vermesi gerekmiş, bu da faizlerin daha da yükselmesine neden olmuştur. Bu tarz bir ekonomik ortam içinde, bu derece yüksek faiz oranlarında yurtiçinde yatırım yapmak imkansız hale gelmiş; kısaca ekonomi bir taraftan büyüyememiş; diğer taraftan da kamu giderek daha fazla borçlanma ihtiyacı içine girmiştir.¹⁵⁵ Kısacası bahsedilen bu gelişmeler, aynı yapısal kırılganlıklara sahip olan tüm gelişmekte olan ekonomilerde uygulanan bu tarz ekonomi politikaların aşağı yukarı aynı sonuçları verdiğinin kanıtı olmuştur.

Küresel anlamda finansın giderek artan önemi reddedilecek bir olgu değildir. Birçok araştırmacı tarafından eleştirilen konu Türkiye'nin bu entegrasyon sürecinin olumsuz yanlarından korunmasını sağlayacak düzenlemeleri yapmakta ve uygulamadaki yetersizliği olmuştur. 1989 yılında Türkiye sermaye piyasalarının yabancı sermaye akımlarına tamamen açılmasıyla beraber; Türkiye bir anlamda doğrudan yabancı sermaye piyasalarına karşı mesul duruma düşmüştür. Bu bağlamda Türkiye'nin ülke olarak kredibilitesi hakkında nihai karar, küresel sermaye piyasaları tarafından verilmeye başlanmıştır. Finansal akımlar üzerindeki kontrolün kalkmasıyla beraber; temel ilgi alanları Türkiye'den hızlı şekilde finansal kazanç sağlamak olan uluslararası sermaye sahiplerinin Türkiye'nin iç politikasına karışma güçleri artmıştır. Bu anlamda 1994 yılında yaşanan kriz, Türk ekonomisinin “sıcak paranın” bu tarz spekülative kazançlara karşı ne kadar duyarlı olduğunun kanıtı olmuştur. 1993 yılının son döneminde Türk Lirasının aşırı değerlenmesiyle beraber cari açığın ulaştığı o dönemdeki rekor düzey, kırılganlığın bu anlamda en üst noktasına ulaştığı an olmuştur. 1994 yılının başında kısa dönemli fonların aniden Türk finansal sisteminden çıkmasıyla, üretim kapasitesi bir anda gerilemiş ve yıl boyunca endüstriyel çıktı azalmaya devam etmiştir. Bu dönemde OECD ülkeleri arasında sermaye piyasaları hareketlerine en az sınırlama ve denetim getiren yedi ülkeden biri olan Türkiye; bu bağlamda diğer ekonomiler açısından katlandığı sonuçlar çerçevesinde önemli bir örnek olmuştur. Bu örnekten çıkarılacak ders kısaca “finansal sektörünün büyümesi kendi içinde tek başına bir hedef olmamalıdır” cümlesiyle özetlenebilir. Önemli olan gerekli denetim ve sınırlamaların konması; finansal sektörün üretimdeki artışı sağlayacak yatırımlara kaynak aktaracak şekilde biçimlendirilmesidir. Ancak bu

¹⁵⁵ Cizre-Skallıoğlu ve Yeldan, **a.g.e.**, s.486

şekilde finansal sektörün sürdürülebilir büyüme üzerinde olumlu etkisi olacaktır. Sağlam makro ekonomik yapı ve yüksek büyüme oranlarının yaşandığı Güney Asya ülkelerinde bile, bu bağlamda denetim mekanizması olmadan uluslararası finansal piyasalara entegrasyonun olumsuz sonuçlar doğurabileceği görülmüştür. Genel olarak değerlendirildiğinde bu dönemde uluslararası sermaye akımlarında ortaya çıkan bu genişleme, ne yabancı yatırımcılar açısından ne de Türkiye'deki özel sektör açısından daha fazla yatırım ve iş imkanı yaratmamıştır. Tam tersine 1990 sonrası veriler reel ücretlerde düşüş, iş olanaklarında azalma ve düşük gelir grubu açısından gelirden aldıkları pay anlamında daha kötü bir tabloya işaret etmektedir. 1987 yılında en alt gelir grubunda olan % 20'lik kesim tüm gelirin % 5,23'üne sahipken; bu oran 1994 yılında % 4,86'ya gerilemiştir. En üst % 20'yi oluşturan gelir grubuna kadar tüm gelir gruplarında 1987 ile karşılaştırıldığında bir azalma yaşanmış; sadece en üst gelir grubunun 1987'de % 49,93 olan payı, 1994 yılına gelindiğinde % 54,88 olmuştur. Daha da uç gelir gruplarında konu değerlendirildiğinde gelir dağılımındaki bozulma daha da net görülmektedir. En üst % 5'lik gelir grubuna dahil olanlar, 1987'de tüm gelirlerin % 23,01'ine sahipken, bu oran 1994 itibariyle % 30,34 olmuştur. Kısaca Türkiye açısından dünya sermaye piyasalarına entegrasyon sürecinden bu anlamda kazançlı çıkan sadece en üst gelir düzeyine sahip kesim olmuş; bu kazanım da diğer gelir gruplarının kaybetmesi pahasına gerçekleşmiştir.¹⁵⁶

Ekonominin lokomotifi olan özel kesim sanayi sektörünün bu dönemde yarattığı istihdam yetersiz olmuş ve 1988 yılı sonrası dönemde azalma göstermiştir. Ücretlerin istihdam ve üretim süreçlerine uyumu çerçevesinde düştüğü gözlemlenmiş; reel sektör işleyişini, düzenlenmemiş finansal sektörün yarattığı kredi ortamında sürdürmüş ve bu bağlamda oluşan dengesizlikler nedeniyle reel sektörün üretim devamlılığı ancak ücretlerdeki esneklikler sayesinde devam ettirilebilmiştir. Bunun sonucu olarak (1993-1998) arasında özel sanayi sektöründe reel ücretlerde yaklaşık % 25'lik bir düşüş görülmüştür.

Türkiye'de yaşanan finansal dönüşüm kamu sektörünün borçluluğunu şişiren bir süreç yaratmış ve kamu sektörü ülke ekonomisindeki en büyük enflasyon nedeni haline gelmiştir. (1990-1996) döneminde kamu kullanılabilir geliri reel olarak % 45 oranında azalmıştır. Genel kanı bu azalmanın temelinde kamu çalışanlarının maaş artışları,

¹⁵⁶ Cizre-Skallıoğlu ve Yeldan, **a.g.e.**, s.487

transfer, yatırım, sosyal sigorta, sağlık ve eğitim harcamalarının olduğudur. Bu genel kanının ardındaki düşünce, yeni ekonomik modelin kaybedenleri olan işçi, memur ve çiftçilerin 1987’de geçilen demokratik ve çok partili ortam sayesinde kaybettiklerini telafi etmiş olmalarıdır. (1975-1988) döneminde konsolide bütçe içinde bu kesimlerin ödeneklerini içeren cari harcamaların payının % 52’den % 37’lere düşmesi ve (1987-1992) çok partili dönemle birlikte bu oranının tekrar % 56’lara çıkmış olması bu düşüncüyü destekler niteliktedir. Diğer taraftan cari harcamaların 2001 itibariyle önceki dönemlere göre çok daha azalarak, konsolide bütçenin % 25’ine kadar azalması, bu bağlamda yeni ekonomik sistemin kaybedenleri ve kazananları arasındaki gelişimin kimin lehine sonuçlandığını göstermektedir. Buna ek olarak (1980-2001) döneminde temel bütçe dengesinin GSMH miktarının % 1’i kadar bir fazlayla sürdürülebilir olması; kamu borçlanma ihtiyacının ardındaki temel sorunun memur, işçi ve çiftçiye bütçeden ayrılan pay olmadığını gösteren diğer bir kanıttır. Bunun yanında temel bütçeye faiz ödemeleri eklendiğinde, konsolide bütçenin GSMH miktarının % 5’i oranında açık verdiği görülmektedir. Kısaca kamu borçlanma ihtiyacının sürdürülemez bir hale gelmesinin ardındaki temel motivasyon faiz ödemeleridir.¹⁵⁷

Kamu kesimi, yeni finansal enstrümanların ortaya çıkmasıyla borçlanma ihtiyacının büyük kısmını yerel kaynaklardan temin edebileceği daha kolay bir çözüm bulmuştur. Bunun doğrudan sonuçlarından bir tanesi devlet borçlanma senetlerinde görülen büyük artış olmuştur. 1989 yılında sermaye hareketliliğinin serbest bırakıldığı dönemdeki beklenti toplam finansal varlıklar içinde özel sektör borç senetlerinin oranının gittikçe artması yönündeyken; tam tersi bir gelişmeyle kamu borçlanma senetlerinin oranı gittikçe artmıştır. 1993, 1997 ve 2001 yılında ikinci el borç senedi piyasasında işlem gören kamu kaynaklı senetlerin paylarının sırasıyla % 85, % 90 ve % 95 olması bu gelişmeyi çok daha açık şekilde gözler önüne sermektedir. 1989 yılında GSMH’nın % 6’sına denk gelen kamu borçlanma senetleri; 1998 yılına gelindiğinde GSMH’nın % 20’sinin üzerine çıkmıştır. Bununla bağlantılı olarak 1989 yılında GSMH’nın % 18,2’sine denk gelen iç piyasaya olan borç miktarı; 2001 yılına gelindiğinde % 274 oranında artarak, GSMH’nın % 68’ine yükselmiştir. Diğer

¹⁵⁷ Demir, a.g.e., s.856

tarafından bu dönemde kamunun yurtdışı borcunun GSMH'ya oranının bu aralıkta sadece % 30 artarak, GSMH'nın % 44,8'inden % 58,6'sına yükselmesi; kamu kesiminin borç kaynağı olarak yurtdışı yerine yurtiçini tercih ettiğini göstermektedir. Kamu sektörünün dış borcunun durağan bir görünüm sergilemesi ve dış borcun büyük kısmının özel sektör kaynaklı olmasının arkasında yine kamu borçlanma ihtiyacı yatmaktadır. Özel sektörün bu dönemdeki temel faaliyetlerinden biri de yurtdışından ucuza buldukları kredileri, kamuya yüksek faizlerden satmak olarak özetlenebilir. Bu bağlamda özel sektör de bu dönemde reel yatırım yapmak yerine çok daha kazançlı, güvenli ve kolay olan arbitraj kazancını tercih etmiştir. Türkiye'de ilk 500 sanayi firmasının finansal kazançlarının, vergi öncesi net gelirlerine olan oranının 1985'te % 24 iken 1999'da % 219'a çıkması bu gelişmeyi çok iyi özetlemektedir. Kısacası kamu kesiminin finansal sistemi kendi borç finansman kaynağı haline getirmesi, bir taraftan da özel sektörü reel yatırım yapmaktan uzaklaştırmıştır. Bir başka ifadeyle, uzun dönemli finansman konusunda çok fazla fırsatı olmayan hükümet; borç yükümlülüklerini kısa dönemli spekülasyon sermaye akımlarıyla finanse etme yoluna gitmiştir.¹⁵⁸ Bu finansmanın sağlanmasında da özellikle bankalar aracılık etmişlerdir. (1989-2000) yılları arasında özel sektörün boçluluğunun 795 milyon dolardan, 27.828 milyon dolara çıkmasının ardında da büyük ölçüde bankaların bu aracılık işinde oynadıkları rol yatmaktadır. Yurtdışından buldukları ucuz fonları çok yüksek faizlerden Hazine'ye devretmekle bankaların elde ettikleri kazançlar, (1991-2000) döneminde reel fiyatlarla sektörün kazanç kaynaklarının % 36'ları seviyesinde gerçekleşmiştir. Bununla beraber bu yüksek kazançlar büyük derecede riskleri de beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda (1980-2001) döneminde bankaların temel işlevinin de kamu sektörünün çok hızlı artan borçlanma ihtiyacının karşılanmasında aracılık etmek olduğu söylenebilir. Bu ihtiyacın giderilmesinde finansal sistemdeki finansal varlıkların % 40'ına sahip olan kamu bankaları da etkin rol oynamıştır. Kamu kesimi açığının finansmanında 1990'lı yılların ilk yarısından itibaren kamu bankaları kaynakları giderek daha fazla kullanılmaya başlanmıştır. Kullanılan bu kaynakların Hazine tarafından kamu bankalarına zamanında ödenmemesi, "politik rant" sağlamak amacıyla ekonomik anlamı olmayan ucuz krediler dağıtılması, likiditesi zayıflayan kamu bankalarının kısa vadeli borçlanma gereksinimini arttırmıştır. Dağıtılan bu krediler kendini kamu bankalarının bilançolarında "görev zararları" adı altında

¹⁵⁸ Demir, a.g.e., s. 854

göstermiş fakat kamunun bütçesinde yer almamıştır. Bir diğer ifadeyle bütçe dışında bütçeler yaratılmıştır. 2001 yılında bu “görev zararlarının” boyutu 25 milyar dolara ulaşmıştır ki bu miktar 2001 yılındaki GSMH’nın % 16’sına denk gelmektedir. Bu çerçevede “görev zararları”, faiz ödemeleriyle birlikte konsolide bütçedeki bozulmanın en büyük bileşini olmuştur.¹⁵⁹ Bu derecede fazla olan kamu borçlanma ihtiyacı bir de yerel varlık piyasalarındaki kırılmalıkla birleşince faizlerin yükselmesini sağlayacak tüm şartlar oluşmuştur. Kamu borçlanma senetlerinin verdikleri reel faiz getirisi ile piyasa koşullarında oluşan mevduat faizlerinin getirisi arasında yaklaşık % 20’lik fark; 1998 yılı itibariyle faiz geri ödemelerinin milli gelir içindeki oranını % 11’e taşımıştır. Karşılaştırma anlamında bir fikir vermesi açısından 1998 yılında tarım sektörünün GSMH içinde yarattığı % 15’lik katma değer; faiz geri ödemelerine giden miktarın kabaca üçte ikisine denk gelmektedir. Bu dönemde aktif istihdamın yarısını oluşturan tarım sektörünün yarattığı katma değer faiz ödemelerine ancak karşılık gelmesi; kamu borç yönetiminin ücretli çalışanların ve tarım işçilerinin gelirlerini, yerel “rantiyecilere” aktaran bir mekanizma yarattığını göstermektedir. 1998 yılında GSMH’nın % 11’ine denk gelen faiz ödemelerinin payı, 2001’e gelindiğinde GSMH’nın % 23’üne ulaşmış; kamu kesiminin borçlanma ihtiyacı ise GSMH’nın % 16,4’ü olarak gerçekleşmiştir. Bu oranların 1975 yılında sırasıyla % 4,7 ve % 0,5 olduğu düşünülürse, kamu kesimi borçlanma ihtiyacının geldiği boyut daha rahat anlaşılabilir.¹⁶⁰

Reform öncesi ithal-ikameci dönemde; devlet hem üretici hem de düzenleyici bir rol oynamıştır. Devlet bu düzenleyici rol çerçevesinde doğrudan döviz kurlarına müdahale eden; endüstri ve enerji fiyatları konusunda fiyat belirleyen bir konumda olmuştur. Buna ek olarak ekonomideki gelir dağılımı açısından da doğrudan bir rol üstlenmiştir. Reform sonrasında ise üretimde ve yatırımda bir rol üstlenmeyen devlet, yürüttüğü maliye politikaları çerçevesinde gelir dağılımını etkileyen rolünü oynamaya devam etmiştir. Bu dönemde sermaye gelirlerine konulan vergiler bağlamında devletin bu anlamdaki etkinliği açıkça görülebilmektedir. Devletin sermaye gelirlerinden aldığı vergi gelirleri ve faiz giderleri arasındaki dengesizlik; yürütülen kamu borç yönetiminin gelir akışını “rantiyecilere” doğru nasıl arttırdığını açıkça

¹⁵⁹ Demir, a.g.e., s.857

¹⁶⁰ Demir, a.g.e., s. 855

göstermektedir. Sermaye kazançlarından sağlanan vergi gelirinin; bu sermayeden kazanılan gelirin çok küçük bir miktarına denk gelmesi, Türkiye’de bu dönemde sermayeden elde edilen gelirin etkin biçimde vergilendirilmediğinin en net kanıtıdır. Bu anlamda yürütülen bu politikalar, sermaye sahiplerine doğru net gelir transferini sağlamıştır ve devlet bu transferde aktif bir rol oynamıştır.¹⁶¹ Türkiye’nin bu dönemde vergi ile ilgili problemleri iki an başlık altında özetlenebilir. (1) OECD standartlarına göre çok düşük kalan vergi tabanı ve bu tabandan alınan verginin yetersizliği. (2) Özellikle dar gelir gruplarının aleyhine olacak şekilde vergi yükünde görülen eşitsizlik.¹⁶² Bu çerçevede 1998 yılında Yılmaz hükümeti tarafından bir vergi reformu yapılmıştır. Bu vergi reformu kısaca vergi oranlarında tüm gelir gruplarına farklı oranlarda indirim yapılması, finansal gelirlerden alınan vergilerde bir genişleme sağlanması, yeni vergi aflarının düzenlenmesi başlıkları altında toplanabilir. Yüksek gelir grubu için gelir vergisinde % 15 oranında bir azalma öngörülürken; daha alt gelir grupları için bu indirim % 10 oranında gerçekleşmiştir. Bu indirimlerdeki amaç kişilerin finansal ve diğer gelirlerini tamamen beyan etmelerini sağlayarak, vergi tabanını genişletmek olarak açıklanmış; diğer taraftan düşürülen vergiler sayesinde özel sektörün girişimcilik olanaklarının artması sonucu arz yönlü bir büyümenin sağlanacağı öngörülmüştür. Buna karşılık Yılmaz hükümeti tarafından “kamu maliyesinde milat” olarak anons edilen vergi reformu, kamu açığının ve borcunun büyümesiyle sonuçlanmış; 1988 yılında GSMH’nın % 3’üne denk gelen bütçe açığı, 1998 yılına gelindiğinde % 8,5 oranına çıkmıştır. Bundan daha vahim olan 1999 bütçesinde toplanması beklenen vergi gelirlerinin % 68’inin, kamu kesimi borç faizini ancak karşılayabilmesidir. OECD ülkelerinin ortalama olarak vergi gelirlerinin % 75’i ile kamu harcamalarını (sağlık, eğitim) karşılayabildikleri düşünüldüğünde, vergilerin kullanımındaki verimsizlik daha açık görünmektedir. Vergi tabanının dar olması beraberinde vergi toplama işinin büyük oranda dolaylı vergiler sayesinde yapıldığı bir vergilendirme sistemi yaratmıştır. 1980-2001 döneminde tüm vergi gelirleri içinde dolaylı vergilerin payının % 37,22’den % 59,6’ya çıkması bu gerçeği desteklemektedir. Tüm bu verileri özetlemek gerekirse; 1990’lı yıllarda reel sektör

¹⁶¹ Cizre-Skallıoğlu ve Yeldan, **a.g.e.**, s. 489

¹⁶² Demir, **a.g.e.**, s. 858

içindeki ağırlığı azalan kamu kesimi, ekonominin büyümesini sağlayacak ortamı ve koşulları yaratmada yetersiz kalmıştır.¹⁶³

1999 yılı sonunda Türk ekonomisinin en büyük kırılganlıklarından biri olan enflasyonla mücadele çerçevesinde IMF ile stand by anlaşması imzalanmış ve 2000 yılının başından itibaren de “Enflasyonu Düşürme Programı” uygulanmaya konmuştur. Stand by öncesi anlaşmanın imzalanması için ön koşul olarak finansal sektörde bazı düzenlemeler yapılmıştır. Haziran ayında yasalaşan “Bankalar Kanunu”ndaki başlıca değişiklikler; idari ve mali olarak bağımsız bir denetim ve gözetim mekanizmasının kurulması, dolaylı kredi özkaynak ilişkisinin daraltılması, risk yönetiminin düzenlenmesi, sorunlu bankaların güçlendirilmesi ve bu bankaların faaliyetlerine müdahale çerçevesinde olmuştur.¹⁶⁴

Dezenflasyon programının temel hedefi üç yıllık bir uygulama dönemi içinde enflasyon oranını % 10 seviyesinin altına çekmek olmuştur. Faiz dışı fazla verilmesi ve özelleştirmelere ağırlık verilerek kamu borçlarının azaltılmasını öngören program; diğer taraftan da reel faizlerin makul bir düzeye çekilmesini ve yaratılan kaynakların daha büyük bölümünün özel kesime aktarılmasını öngörmüştür. Kurlar yıllık olarak ilan edilmiş ve TL’nin hedeflenen enflasyon kadar değer kaybedeceği tahaddüdünde bulunulmuştur. Net iç varlıklar için bir üst sınır, net rezervler açısından da bir alt sınır belirlenmiştir. Buna ek olarak Merkez Bankasının sterilizasyona başvurmayaacağı açıklanmıştır. Program hayata geçirildikten 14 ay sonra, Şubat 2001 kriziyle beraber son bulmuştur. Kısaca programın başarısızlığının ardındaki sebepleri özetlemek gerekirse; kur fiyatlarının önceden belirlenmesi ve bu amaca yönelik baskının oluşması, kamu maliyesi ve yapısal reformlar alanlarında alınan tedbirlerin yetersiz kalması, finansal sektördeki idari zaafılar tamamen giderilmemiş iken programın kur ve likidite risklerini daha da arttırması olarak sıralanabilir. Mevduatlara verilen geniş ölçekli garanti de bu dönemde ahlaki sorunlar, yanlış fiyatlama ve yanlış kredilendirme uygulamalarını arttırmıştır. Kasım 2000 dalgalanması ve Şubat 2001 krizleri ardından ekonomi % 9,4 küçülmüş ve işsizlik % 6,3’den % 8,5’e yükselmiştir.

¹⁶³ Cizre-Skallıoğlu ve Yeldan, **a.g.e.**, ss. 489-491

¹⁶⁴ Bu dönemde bankacılık sektöründeki düzenlemeler ile ilgili daha geniş bilgi tezin 137-138. sayfalarından elde edilebilir.

Enflasyon oranı % 39'dan % 69'a çıkmış; kamu kesimi açığı da milli gelirin % 11,9'undan % 16,5'u seviyelerine yükselmiştir. Bu gelişmeler sonucunda bankacılık sektörünü düzenlemek için Ağustos 2001 tarihinde BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) faaliyete geçmiş; bankacılık sektörü yeniden yapılandırma programı çerçevesinde çok sayıda banka TSMF tarafından devralınmış ve kapatılmıştır. Bu dönemde bankacılık sektöründe meydana gelen tahribat yeniden yapılanma çabalarını bir zorunluluk haline getirmiştir. Bu program bağlamında 2000 yılı sonrasında yaşanan gelişmeler, (2002-2007) yıllarını kapsayan yeniden yapılanma döneminin anlaşılması açısından önemlidir.¹⁶⁵

(1980-2001) dönemi değerlendirildiğinde; Türkiye ekonomisinin dışa açık ve serbest piyasa koşulları temeline dayanan ekonomik dönüşümünün beklenen getirilerinden çok uzak olması beraberinde eleştirileri de getirmiştir. Hayal kırıklığı yaratan bu ekonomik performans temel olarak üç olgu çerçevesinde değerlendirilmektedir. İlk olgu yanlış uygulanan politikalar ve yapısal uyum programına tam anlamıyla riayet edilmemesi; ikinci olgu neoliberal uyum programının yapısal olarak Türk ekonomik sistemine olan uyumsuzluğu; üçüncü olgu ise politika hedeflerine yönelik uygulamaların ortaya konmasında hükümetin yaptığı zamanlama hataları olarak özetlenebilir. Son iki sebebin dayandıkları temel düşünce; tüm gelişmekte olan ülkelerin yapısal olarak ve politika uygulamalarında ortak sorunlara sahip olmaları ve bu sürecin tüm bu ülke ekonomilerinde gelir dağılımında eşitsizlik; piyasada belirsizlik, devamsızlık, dengesizlik; ekonomik yapıda bozulma ve dalgalanmalara neden olduğu görüşüdür.¹⁶⁶

2.2.3. 2002-2007 yeniden yapılanma dönemi ve sonrası

Yukarıda özetlediğimiz tablonun bir sonucu olarak Mayıs 2001'de "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ilan edilmiştir. Bu programın temel unsurları ise kısaca şunlardır:

¹⁶⁵ Özince, **a.g.e.**, ss.33-34

¹⁶⁶ Demir, **a.g.e.**, s.853

- Enflasyonla etkin mücadeleyi sağlayacak bir para politikası uygulamak
- Bankacılık sektörü öncelikli olmak üzere finansal sektörün mali yapısını güçlendirmek
- Maliye politikasını disiplinli şekilde yürütmek
- Tüm ekonomik birimler için etkinlik, esneklik ve şeffaflık sağlayacak yapısal düzenlemelere girmek

Programın temel hedeflerinden biri olan enflasyonla mücadele açısından öncelikle dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Böylece 1990'lı yıllarda yüksek kamu kesimi açığı ile birlikte yürütülen tahaddüde dayalı kur rejiminin, Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadelesi üzerindeki olumsuz etkisi ortadan kalkmıştır. Merkez Bankası'nın dalgalı kur rejimi altında, fiyat istikrarı hedefli para politikasını yürütmesi bu anlamda kolaylaşmıştır. Enflasyonla mücadele açısından kritik bir nokta olan yürütülen politikanın inandırıcılığı bağlamında, Merkez Bankası özerk bir yapıya kavuşturulmuş ve araç bağımsızlığı sağlanmıştır. Para Politikası Kurulu'nun oluşturulması ve Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarı olduğunun kanunlaşması bu anlamda yürütülen para politikasının itibarını arttırmıştır.

Bir diğer temel unsur olan kamu maliyesi alanında, faiz dışı giderlerin azaltılması ve vergi gelirlerinin artırılması hedeflenmiştir. Bu bağlamda diğer bir hedef de milli gelirin % 5,5'i oranında faiz dışı fazla verilmesi olmuştur. Bu dönemde enflasyonla mücadelenin Merkez Bankası tarafından başarıyla yürütülmesi, sermaye girişinin ve TL talebinin artması sonucunda finansal sistem hızlı bir gelişme göstermiştir. Finansal sistemin yeniden yapılandırılmasıyla finansal kuruluşların mali yapıları güçlenmiş; kamu kesimi borç stokunun milli gelire oranı azalmıştır. Reel faiz oranları azalmaya başlamış; faiz harcamalarının milli gelir içindeki payı düzenli olarak düşmüştür.

Programın diğer bir hedefi olan esneklik, şeffaflık ve etkinlik ile ilgili düzenlemeler temel olarak dört ana gruba ayrılmıştır.

- Mali sektörün yeniden yapılandırılması

- Kamuda şeffaflığın artırılması ve kamu finansmanının güçlendirilmesi
- Ekonomideki rekabet ve etkinliğin artırılması
- Sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi

2002-2007 dönemini yukarıdaki program çerçevesinde ele aldığımızda; küresel likidite bolluğu, AB'ye üyelik sürecinin yarattığı olumlu hava, özelleştirmelerden gelen ekstra likidite, özellikle MB'nın fiyat istikrarına yönelik yürüttüğü politikadaki kararlılık, bankacılık sektörünün denetlenmesi ve düzenlenmesindeki etkinlik ve finansal sistemde risk yönetiminin iyi uygulanması beraberinde hem makroekonomik değişkenlerde hem de bankacılık sektörünün mali bünyesinde olumlu gelişmeleri getirmiştir. Bu dönemde GSYİH 230 milyar dolardan, 660 milyar dolara yükselmiş; kişi başına gelir ise 3,300 dolardan 9,300 dolar seviyesine çıkmıştır. Dolar bazındaki bu artışta TL'nin yabancı paralara karşı olan değer kazanması da önemli rol oynamıştır. Yıllık enflasyon % 30'dan % 8'e düşmüş; kamu kesimi açığı GSMH'nin % 12,6'sından % 0,1'ine gerilemiştir. Kamu kesimi borç stokunun milli gelire oranı % 89'dan % 41'e gerilemiş; iç borç stokunun milli gelire oranı % 55'den % 30'a düşmüştür. Kamu kesimi dış borç stokunun milli gelire oranı ise % 34'den % 11 seviyelerine düşmüştür. Kamu borçlanma kağıtlarının faiz oranı (yıllık ortalama, bileşik, net) % 65'lerden % 17'lere gerilerken; ortalama vade 276 günden 999 güne yükselmiştir. Rakamsal olarak bu gelişmelerin yanında cari işlemler dengesi dönem boyunca giderek artan miktarlarda açık vermiştir. Bu açığın temel nedeni ihracata konu olan ürünlerinin ithal aramalları ile üretiliyor olması, değerlendirilen TL nedeniyle ithalattaki büyük artış ve özel sektör tasarruf dengesinin pozitiften negatife dönmesi olmuştur. Özel kesimin tasarruf dengesinin 2002 yılında % 9,9 oranında fazla verirken, 2007'de % 4,9'u kadar açık vermesi bu gelişmeyi rakamsal olarak gözler önüne sermektedir. Diğer taraftan bu dönemde kamu kesimi tasarruf dengesi tam tersi bir gelişme göstermiş ve 2002 yılında % 12,5 açık verirken, 2007 yılı itibarıyla bu açık GSMH'nin % 2,2'si düzeyine gerilemiştir. Kısaca 2002-2007 döneminde Türkiye ekonomisinde borçlu kesim kamu sektöründen özel kesime dönüşmüştür.¹⁶⁷

¹⁶⁷ A.e., Özince, ss.35-36

2002-2007 döneminde yaşanan bu olumlu tablo 2007 Temmuz ayında A.B.D konut piyasasında başlayan dalgalanmayla yavaş yavaş bozulmuş; önceki bölümlerde üzerinde uzunca durduğumuz 2008 yılından itibaren de küresel bir finansal krize dönüşmüştür. Bu bölümde tekrar olmaması açısından 2008’de yaşanan bu krizden bir daha bahsetmek istemiyoruz fakat bu krizin bize gösterdiği çok önemli bir noktanın üzerinde durmanın faydalı olacağını düşünüyoruz. Bu nokta finansal entegrasyon sürecinin geldiği seviye ile ilgilidir. 2008 krizi sonrası görülmüştür ki, günümüz finansal sisteminde ülkelerin yaşadığı ekonomik sorunlar finansal sistemlerin entegrasyonu sonucu çok hızlı şekilde diğer ülkeleri de etkilemektedir. Bu anlamda finansal sistemdeki kırılganlıklar artık tek bir ülkenin değil, küresel finansal sistemin problemi haline gelmiştir.

2.2.2.4. Çıkarımlar

Yukarıda dönemler itibariyle ele aldığımız finansal küreselleşme sürecinin Türkiye ekonomisine olan etkisi ile ilgili başlıca çıkarımlarımız aşağıda sıralanmaktadır.

- 1980 senesi Türkiye açısından ekonomik ve finansal entegrasyonun başlangıç tarihi olmuştur. Bu tarihten sonra zaman içinde devletin hem ekonomi hem de finansal sistem üzerindeki ağırlığı gittikçe azalmaya başlamıştır.
- 1980 sonrasında ekonomik ilişkiler açısından yaşanan bu serbestleşme süreci, 1989 senesinde sermaye akımlarının da serbestleştirilmesiyle beraber yeni bir boyut kazanmıştır. Tüm makroekonomik büyüklüklerin piyasa koşulları tarafından belirlenmesi temel düşüncesi çerçevesinde yapılan reformlar sonucunda özellikle işsizlik, dış borç, gelir dağılımı, cari açık gibi konularda ekonomi 1980 öncesiyle karşılaştırıldığında daha kötü bir performans göstermiştir.
- 1980 öncesiyle karşılaştırıldığında GSYİH miktarı giderek artmıştır. Bunun yanında bu artışın bölüşümünde ortaya çıkan adaletsizlik belirli bir kesimi dünyadaki yüksek gelir sahibi kesim ile doğrudan entegre ederken; düşük ücretli kesimi bu entegrasyonun dışarısında bırakmıştır.

- 1989 tarihinde sermaye akımlarının serbestleşmesi, Türkiye'ye hızlı biçimde yüksek miktarda sermayenin girmesine ve risk algıladığı noktada aynı hızda terk etmesine neden olmuştur. Teorik olarak ekonomik entegrasyonun işlemesi açısından en önemli adım olan bu süreç; kısa süre içinde gelişmekte olan ekonomilerin yüksek reel faizler karşılığı likiditeyi satın aldıkları bir süreç haline dönüşmüştür. Bu da bir anlamda likit varlıkların ticari işlemlere aracılık etmesinden ziyade; bu varlıkların ticaretinin yapıldığı bir entegrasyon süreci yaratmıştır. Sermaye akımlarını ülke sınırları içinde tutmak için ödenen yüksek reel faizler ise GSYİH'nın büyük bir bölümünün faiz ödemelerine gitmesine neden olmuştur.
- Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının bu olumsuz etkileri yanında doğrudan yabancı sermaye yatırımları istihdam ve ekonomik büyüme açısından olumlu olabilecek bir ortam yaratmıştır. Buna karşılık bu yatırımları ülkeye çekebilmek için politik ve ekonomik olarak bazı tavizler verilmek zorunda kalınmıştır.
- İthalat-ihracat dengesi cari işlemler açığının giderek artmasıyla sonuçlanmıştır. İhracatın giderek artması olumlu bir gelişme olarak gözüktü de; bu ihracat mallarının ithal ara mallarla üretilmesi ihracat arttıkça ithalatın daha fazla artmasına neden olmuştur. Yukarıda da daha evvel bahsettiğimiz gibi bu açığın kapanması için gerekli sermaye miktarı yüksek reel faizler karşılığında temin edilmiştir. Bu süreç gelir anlamında hem ihracatçının hem de ithalatçının gelirini arttırırken; diğer taraftan ödenen yüksek reel faizlerin bedeli vergi yükü olarak geri dönmüştür. Vergi tabanının da temel olarak memur, işçi ve emeklilerden oluştuğu düşünüldüğünde gelir dağılımındaki bozulmanın nedeni daha net anlaşılabilir.
- Finansal entegrasyon sonucunda, Türkiye dünyadaki ekonomik dalgalanmalardan oldukça olumsuz etkilenmiştir. Bu süreçte firmaların ve bankaların yeni bir borç kaynağı ile karşı karşıya olmaları risk yönetiminden uzak bir şekilde borçlanmalarına neden olmuş; yurtdışından ucuza kredi bulup daha yüksek faizle devlete satmak temel kazanç kaynaklarından biri haline gelmiştir. Bu bağlamda bankalar temel işlevleri olan tasarruf-mevduat-kredi-yatırım ilişkisini kurma; firmalarsa üretim yapma konusunda etkinlikten

uzaklaşmışlardır. Diğer taraftan dünya piyasalarındaki olumsuz gelişmelerden yabancı sermayenin derhal etkilenecek ülkeyi terketmesi; aşırı kur riski alan firmaları ve bankaları krize sokmuştur. Yukarıda bahsettiğimiz sebeplerden dolayı zaten etkin olarak işlemeyen banka ve firmalar kriz nedeniyle daha da zor duruma düşerek ekonomik büyümeyi de olumsuz etkilemişlerdir.

- Yaşanan krizler sonucunda piyasanın tekrardan toparlanabilmesi için devlet müdahaleleri kaçınılmaz olmuştur. Bu bağlamda gerekli likiditeyi sağlamak için devletin borç bulma girişimleri, borç veren kurum ve kuruluşların politik ve ekonomik anlamda Türkiye'ye müdahale edebilmelerine imkan tanımıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN AMPİRİK OLARAK SINANMASI

Çalışmamızın bu bölümünde Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini ampirik olarak ele almaya çalışacağız. Bu bölümde öncelikle Türkiye açısından bu konu çerçevesinde daha evvel yapılmış çalışmalardan kısaca bahsedilecektir. Böylece ampirik analizde ulaştığımız sonuçları, bu çalışmalarda ulaşılan sonuçlarla karşılaştırmak mümkün olacaktır. Sonrasında 1989 yılından itibaren Türkiye ekonomisinde tasarruf-yatırım ve yatırım-büyüme ilişkisini sağladığını düşündüğümüz kanal çok temel bir tablo çerçevesinde ele alınacaktır. Bu tablo çerçevesinde finansal sistem aracılığıyla kurulan tasarruf-mevduat-kredi-yatırım-büyüme kanalının Türkiye açısından işlerliği grafikler yardımıyla analiz edilecektir. Uygulama kısmında ise birçok çalışmada finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin sınanmasında kullanılan Granger nedensellik analizi kullanılacaktır. Sonuç bölümünde bu ampirik analiz sonucunda elde ettiğimiz sonuçlar ve uygulama bölümüne kadar oluşturmaya çalıştığımız teorik altyapı çerçevesinde; Türkiye için finansal entegrasyon sürecinde finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye olan katkısı değerlendirilecektir.

3.1. Türkiye ile ilgili daha önce yapılmış çalışmalar

Bu bölümde finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini Türkiye açısından ele almış olan çalışmalara kısaca değinmek istiyoruz. Çalışmamızın ilk bölümünde ampirik olarak finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalardan bahsederken, literatüre etkisi olmuş ve diğer birçok çalışmada referans olarak gösterilmiş çalışmalardan yararlanmaya çalışmştık. Bu bölümde ise sadece Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalardan bahsedeceğiz.

Finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin Türkiye açısından incelenmesi ile ilgili literatür 1990'lı yılların sonlarından itibaren başlamaktadır. 2000 yılında Kar ve Pentecost tarafından yapılan çalışma bu anlamda yapılan ilk çalışmalardandır. Yazarlar bu çalışmada hem finans büyüme-arasındaki ilişkinin varlığını hem de nedensellik ilişkisini sorgulamışlardır. Makalede Türkiye açısından finansal gelişmeyi ifade etmek için ($M2Y/GSYİH$), bankalardaki mevduatların gelire

oranı, özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı ile ifade edilen özel sektör kredi oranı ve yurtiçi varlık dağılımını ifade eden özel sektör kredilerinin tüm yurtiçi kredilere olan oranı kullanılmıştır. Bu göstergelerin kişi başı GSYİH büyümesi ile ilişkisine bakılan çalışmada Granger nedensellik ve Engle-Granger kointegrasyon tekniklerinden yararlanılmıştır. Türkiye İstatistik Kurumunun (TÜİK) 1963-1995 seneleri arasındaki verilerinden yararlanılan çalışmada, kişi başı GSYİH ile finansal gelişme göstergelerinin beş tanesinin sadece bir tanesinde %5 anlamlılıkta bir kointegrasyon görülmüş; bir tanesinde de %10 anlamlılık derecesinde bir kointegrasyon tespit edilmiştir. Finans büyüme arasındaki nedensellik ilişkisine bakıldığında ise özel sektöre verilen kredilerin yurtiçi kredilere olan oranı dışında tüm finansal gelişme göstergeleriyle ekonomik büyüme göstergesi arasında iki yana doğru da anlamlı bir nedensellik tespit edilmiştir. Yazarlar Türkiye açısından “arz itişli” ya da “talep takipli” bir nedenselliğin varolduğunu kesin olarak söylemenin mümkün olmadığını; bunun yanında “talep takipli” ilişkinin diğerine göre biraz daha ağır bastığını belirtmişlerdir.¹⁶⁸

(2002) yılında Ünalmiş tarafından yapılan diğer bir çalışmada finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi nedensellik bağlamında ele alınmıştır. Çalışmada finansal gelişmeyi temsilen kullanılan değişkenler Kar ve Pentecost’un çalışmalarında kullanılan değişkenlerle aynıdır. Ekonomik büyüme ise 1968 fiyatlarıyla kişi başı GSMH’daki değişimler olarak ifade edilmiştir. Tüm değişkenlerin logaritmik olarak alındığı çalışmada 1970-2001 dönemi incelenmiştir. (VAR) ve Johansen kointegrasyon yaklaşımının da kullanıldığı araştırmada kısa dönemde “arz itişli”; uzun dönemde ise her iki yöne doğru hem “arz itişli” hem “talep takipli” bir ilişki tespit etmiştir.¹⁶⁹

2006 yılında Aslan ve Küçükaksoy tarafından yapılan çalışmada Türkiye için 1970-2004 döneminde yıllık verilerle finans büyüme arasındaki nedensellik tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada ekonomik büyümeyi temsilen kişi başı reel

¹⁶⁸ Muhsin Kar ve, Eric. J. Pentecost, “Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on Causality Issue”, Loughborough University Department of Economics, **Economic Research Paper No: 00/27**, 2000, ss.4-13

¹⁶⁹ Deren Ünalmiş, "The Causality Between Financial Development and Economic Growth : The Case of Turkey" **Working Papers 0203, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey**, 2002, ss. 1-10

GSMH'nın logartimasının türevi; finansal gelişmeyi temsilen de özel sektör kredi hacmi büyüklüğünün doğal logaritması kullanılmıştır. Bu iki göstergenin vektör ardaşık bağlanım Granger nedensellik testiyle yapılan analizi sonucunda, Türkiye açısından (1970-2004) tarihleri arasında finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik tespit edilmiştir.¹⁷⁰

2007 yılında Acavracı, Öztürk ve Acavracı tarafından yapılan çalışmada; 1986-2006 dönemi için 3 aylık veriler yardımıyla finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi analiz edilmiştir. Yaptıkları kointegrasyon analizi sonucunda yazarlar finansal gelişme ekonomik büyüme arasında uzun dönemde bir ilişki olmadığını iddia etmektedirler. Yazarlar bu ilişkinin varlığını bir de kısa dönemde tespit etmek açısından (VAR) yöntemiyle tekrar analiz etmişler ve sonuçta kısa dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. Çalışmada finansal gelişmeyi ifade etmek için bankacılık sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranı alınırken; ekonomik büyümeyi temsilen 1987 fiyatlarıyla reel GSYİH'nın logaritması kullanılmıştır.¹⁷¹

Demir, Öztürk ve Albeni'nin yaptıkları (2007) çalışma, hem bankacılık sektörünün hem de hisse senedi piyasalarının ekonomik büyüme üzerinde olan etkilerini tüm ekonomi ve endüstri üzerinden incelemektedir. Çalışmada (1995-2005) dönemi için yıllık veriler kullanılmıştır. Finans-büyüme ilişkisi temel iki model üzerinden incelenmiştir. İlk modelde finansal gelişmeyi temsilen toplam hisse senedi kapitalizasyonu ve özel sektöre verilen banka kredileri; ekonomik gelişmeyi ifade etmek içinse toplam reel çıktı kullanılmıştır. İkinci modelde ise endüstriyel sektörün fonlanması ve toplam ekonomik faaliyetler arasındaki ilişkiye bakılmış; değişken olarak da toplam reel çıktı, endüstriyel sektörün kapitalizasyonu ve endüstriye verilen toplam banka kredisi kullanılmıştır. Metodolojik olarak birim kök analizi, (VAR) ve (VECM) yöntemlerinin kullanıldığı çalışmada “Model I” açısından finansal gelişme ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Bu

¹⁷⁰ Özgür Aslan ve İsmail Küçükaksoy, “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi üzerine ekonometrik bir uygulama”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İktisat Dergisi**, Sayı:4, 2006, ss.26-38

¹⁷¹ Ali Acavracı, İlhan Öztürk ve Sibel Acavracı, “Finance – Growth Nexus: Evidence from Turkey”, **International Research Journal of Finance and Economics**, Sayı. 11, 2007, ss.30-37

değişkenler arasında en az bir yönde Granger nedenselliği olduğu görülmüştür. “Model II” içinse aynı sonuçlara ulaşılamamıştır. Endüstrinin fonlanmasını temsil eden değişkenler ve ekonomik faaliyet arasındaki ilişki açık değildir.¹⁷²

2007 yılında Halıcıoğlu tarafından Türkiye için yapılan diğer bir çalışmada, 1968-2005 dönemi için Patrick’in (1966) çalışmasında ortaya konan “arz itişli” ve “talep takipli” hipotezler sınanmıştır. Çalışmada yapılan literatür taraması sonucunda finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi üç kanaldan etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu kanallar riskin bölüşülmesi ve toplanan bilgiler sayesinde alternatif projelerin değerlendirilmesi, yatırımlara dönüşen tasarrufların oranının artması ve böylece finansal aracılık işinin etkinliğinin artması ve özel tasarrufların miktarının artması olarak özetlenebilir. Çalışmada finansal gelişmeyi ifade etmek üzere geniş para arzının (M2) ve banka mevduatlarının milli gelire (NI) olan oranı kullanılmıştır. Yazar çalışmanın amacını kısaca şöyle özetlemektedir: (1) Patrick’in iddia ettiği “arz itişli” ve “talep takipli” hipotezleri zaman serisi analizi ile sınamak. (2) Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönünün kısa ve uzun dönem için tespit etmek. Araştırmacı bu çerçevede yaptığı çalışmasının diğer çalışmalardan temel farkının kullandığı ekonometrik yöntem olduğunu iddia etmiş; birçok çalışmada olduğu gibi bu ikili arasındaki kointegrasyona bakmak için Engle-Granger, Johansen veya Johansen Juselius’un yöntemleri yerine; Pesaran’ın (2001) çalışmasına dayanan “bounds testing” yaklaşımı kullanmıştır. (ARDL) olarak da bilinen bu test sonucunda elde edilen sonuçlara göre ekonomik büyüme ve finansal gelişmeyi temsil eden çeşitli göstergelerden sadece bir çift arasında uzun dönemde bir ilişki tespit edilmiş, nedensellik bağlamında hem uzun hem de kısa dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik tespit edilmiştir.¹⁷³

Altınç’un 2008 yılında yaptığı çalışması da Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine nedensellik açısından incelemektedir. Bu çalışmada kullanılan başlıca finansal gelişme göstergeleri (M2/GSYİH), bankacılık kesiminin özel sektöre

¹⁷² Yusuf Demir, Erdoğan Öztürk ve Mesut Albeni, “Türkiye’de finansal piyasalar ile ekonomik büyüme ilişkisi”, **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (13), 2007, ss.438-455

¹⁷³ Ferda Halıcıoğlu, “The Financial Development and Economic Growth Nexus for Turkey”, **MRPA Paper**, No: 3566, 2007, ss.1-10

verdiği kredilerin GSYİH'ya oranı, toplam finansal varlıkların GSYİH'ya oranı ve menkul kıymetlerin GSYİH'ya oranı olarak belirtilmiştir. Ekonomik büyümeyi ifade etmek açısından da kişi başı GSYİH'daki büyüme kullanılmıştır. 1970-2006 dönemini kapsayan verilerle yapılan ve eş bütünleşme ve hata düzeltme modeline dayalı Granger nedensellik analizi ile yapılan ampirik çalışma sonucunda finansal gelişme göstergesinin ($M2/GSYİH$) olması durumunda “arz itişli” hipotezi destekleyecek bir sonuca ulaşılmıştır. Diğer taraftan finansal gelişme göstergesi olarak bankacılık kesimi tarafından özel sektöre verilen kredilerin ve toplam finansal varlıkların GSYİH'ya oranı ile analiz yapıldığında bahsedilen dönemde her iki yöne doğru da hem “arz itişli” hem de “talep takipli” bir nedensellik tespit edilmiştir. Menkul kıymetlerin GSYİH'ya olan oranının finansal gelişme göstergesi olarak alındığı durumda ise hata düzeltme modeline dayalı elde edilen nedensellik kişi başı GSYİH büyümesinden finansal gelişmeye doğru olmuştur. Yazar bulduğu karşılıklı nedensellik ilişkisinin; bu dönemde Türkiye’de finansal baskılama olduğu iddialarını çürütecek bir argüman olduğunu belirtmiştir. Yazara göre finansal gelişme ekonomik büyümeye olan katkısını teknolojik yenilik ve sermaye birikimi kanalıyla yapmaktadır.¹⁷⁴

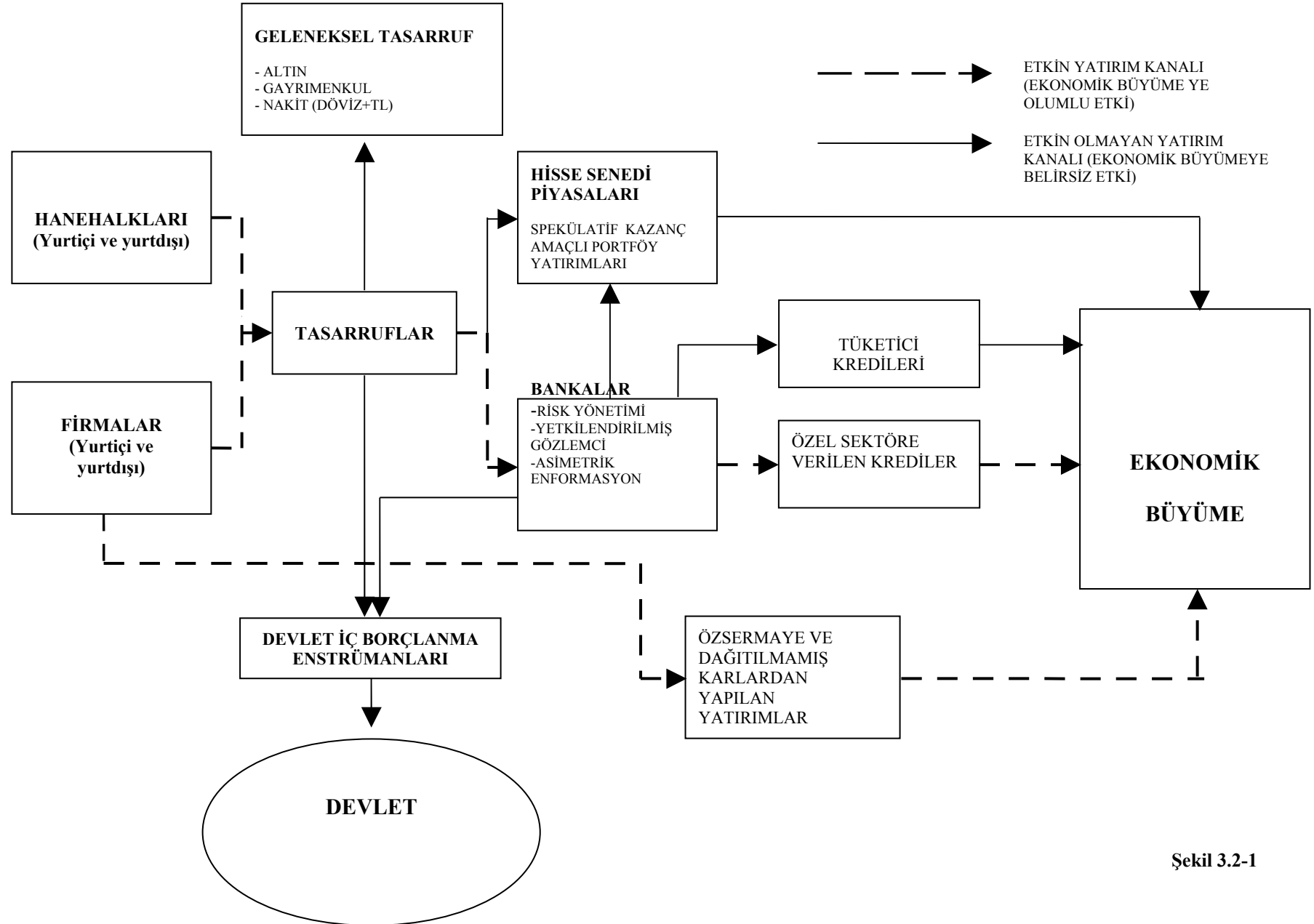
3.2. Türkiye için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini sağlayan kanal

Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi ile ilgili literatürü incelediğimiz ilk bölümde, teorik olarak bu ilişkiyi kurduğu iddia edilen iki kanaldan bahsetmiş; bu kanallardan ilkinin “sermaye birikimi”, ikincisinin ise “toplam faktör verimliliği” kanalı olduğunu ifade etmiştik. Bu çerçevede finansal sistemin hangi özellikleri sayesinde bu kanalların işlemlerini sağladığını tespit etmiş ve konuyla ilgili ülkeler özelinde ve genelinde yapılan çalışmalara ayrıntılı biçimde değinmiştik. Buna ek

¹⁷⁴ Ömer Faruk Altunç, “Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin ampirik bir analizi”, *Eskişehir Osmangazi İBBF Dergisi*, Ekim 2008, ss.113-127

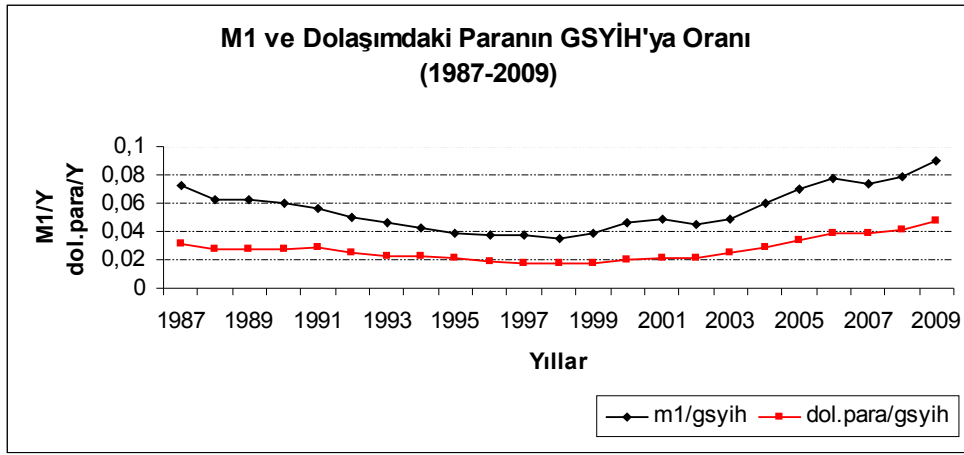
olarak devletin finansal sistem içindeki rolünü; finansal baskılamının bu kanallardaki akışa nasıl etki ettiğini ve finansal küreselleşme sürecinin bu işleyişe etkilerini değerlendirmeye çalışmıştık. Bu süreç sonunda elde ettiğimiz bilgiler ışığında Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi, 3.2-1 numaralı şema çerçevesinde özetlenmeye çalışılmıştır. Basit ve anlaşılır olması açısından şemamızdaki işleyiş çok temel ilişkiler çerçevesinde ele alınmıştır. Tasarrufların hangi kanallar yoluyla yatırıma dönüştüğünü teorik olarak açıklamaya çalıştığımız bu şemada; kesikli çizgiler ile ifade edilen patika tasarruf-yatırım ilişkisi açısından etkinliğin yakalandığı durumu göstermektedir. Düz çizgiler ise bu etkinliğin az olduğu ve finansal sistemin ekonomik büyümeye olan etkisinin belirsiz olduğu durumu ifade etmektedir. Aşağıda bu şema çerçevesinde Türkiye’de finansal gelişme ilişkisi grafikler yardımıyla analiz edilmektedir.

3.2-1 numaralı şemada yurtiçi-dışı hanehalkları ve firmalar belirli bir miktarda tasarruf etmekte ve bu tasarrufları değerlendirecek alternatifler aramaktadırlar. Bu aşamada yurtiçi ve yurtdışından gelen tasarrufların kanalize olabileceği başlıca beş tane alternatif gözükmemektedir. İlk alternatif hanehalklarının tercih ettikleri “geleneksel” tasarruf yöntemleridir. Bu seçenekte tasarruflar başlıca

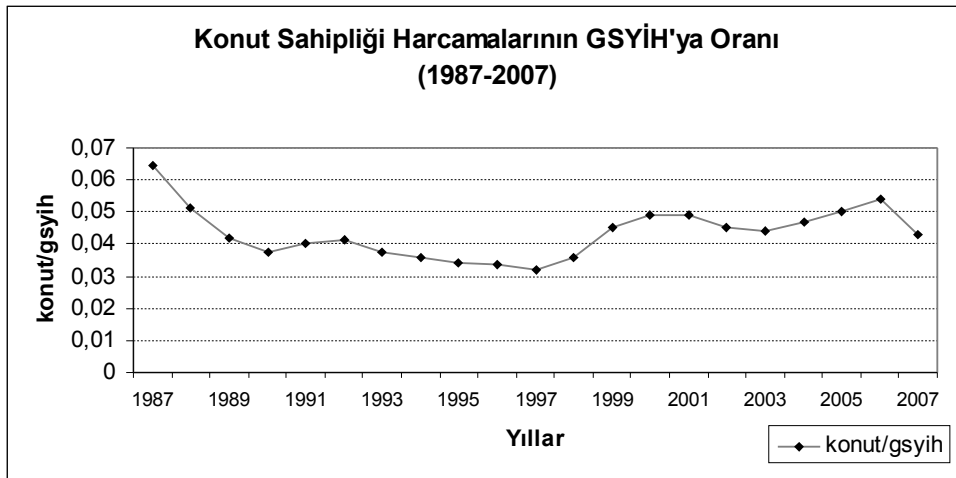


Şekil 3.2-1

nakit (TL,döviz), gayrimenkul ve altın olarak değerlendirilmektedir. “Geleneksel” tasarrufların ekonomik büyümeye olan etkisi tutulan varlıkların fiyatlarındaki değişimlerle ortaya çıkan pozitif ya da negatif servet etkisinin yarattığı tüketim artışı veya azalışıyla sınırlıdır. Özetle “geleneksel” tasarruf biçiminin reel yatırıma dönüşmemesinden dolayı etkinlikten uzak olduğu düşünülmektedir. Aşağıda tasarrufların “geleneksel” olarak değerlendirildiği durum ile ilgili grafikler görülmektedir. Bu grafiklerin ilkinde nakit olarak tutulan para ve benzerleri (TL ve döviz); ikincisinde ise gayrimenkule harcanan miktarın GSYİH’ya oranı görülmektedir.



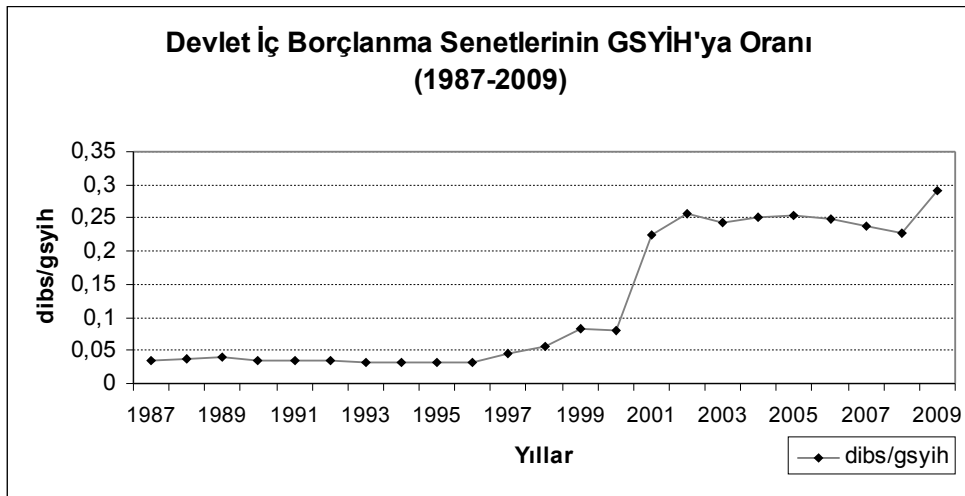
Grafik 3.2-1 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>



Grafik 3.2.-2 (Kaynak:TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

3.2-1 numaralı grafikte nakit para ve benzerlerini temsil eden M1/GSYİH oranından, dolaşımdaki paranın GSYİH'ya olan oranını çıkarttığımızda elde ettiğimiz oran bize ekonomide nakit olarak tutulan miktarın GSYİH'ya olan oranını vermektedir. Bu oranının ortalaması 1987-2009 dönemi için ortalama % 2,8 olmuştur. Diğer taraftan 3.2-2 numaralı grafikte konut sahipliği için harcanan miktarın GSYİH'ya olan oranı görülmektedir. GSYİH'nın bu dönemde yaklaşık %4,3'ünü oluşturan bu rakam; konut sahipliğine, bina ve konut inşaatı için harcanan rakam da ilave edilince, 1987-2009 dönemi için ortalama GSYİH'nın %12,8'ine denk gelmektedir. Özetle sadece konut sahipliği ve nakit tutulan miktar göz önünde bulundurulduğunda bile GSYİH'nın ortalama %7,1'ine denk gelen bir miktar finansal sisteme girmeden “geleneksel” olarak tasarruf edilmektedir.

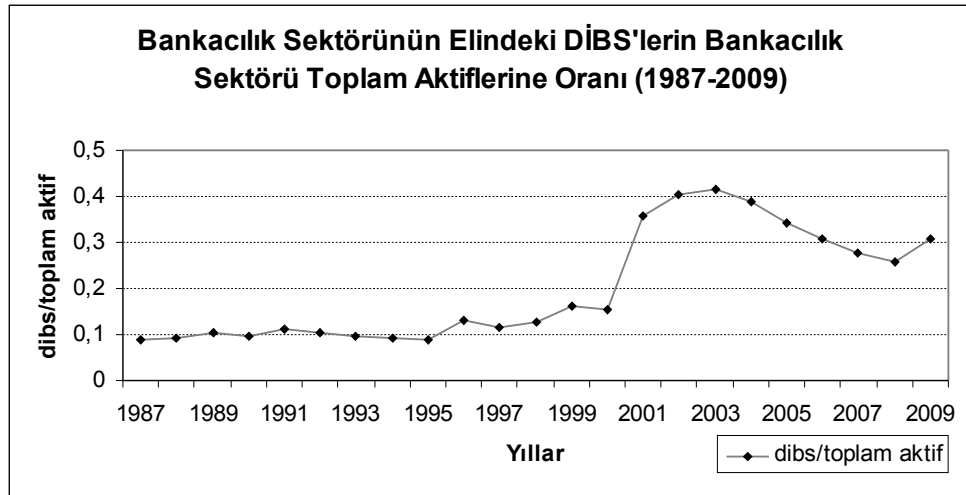
Tasarrufların kanalize olabilecekleri diğer bir alternatif (DİBS) devlet iç borçlanma senetleridir. Şemamızda tasarrufların bu şekilde değerlendirilmesi de, “geleneksel” tasarruf seçiminde olduğu gibi reel yatırımları fonlamadığı için etkinlikten uzak olarak varsayılmaktadır. DİBS temel olarak kamu kesiminin borç finansmanını sağlamak ve yürütülen para politikası çerçevesinde para arzını daraltıp, genişletmek için kullanılmaktadır. 3.2.-3 numaralı grafikte Türkiye’de 1987-2009 yılları arasında hanehalkları ve firmaların ellerindeki DİBS’lerin GSYİH’ya oranı gösterilmektedir.



Grafik 3.2.-3 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Grafikten de görülebileceği gibi özellikle 2001 yılından sonra DİBS'lerin GSYİH'ya oranında büyük bir artış görülmüştür. Açık piyasa işlemlerinin/GSYİH'ya oranındaki artışla uyumlu olan bu gelişim, ikinci grafikte 2001-2003 arasında uygulanan genişletici para politikasının bir sonucu olarak yorumlanabilir.

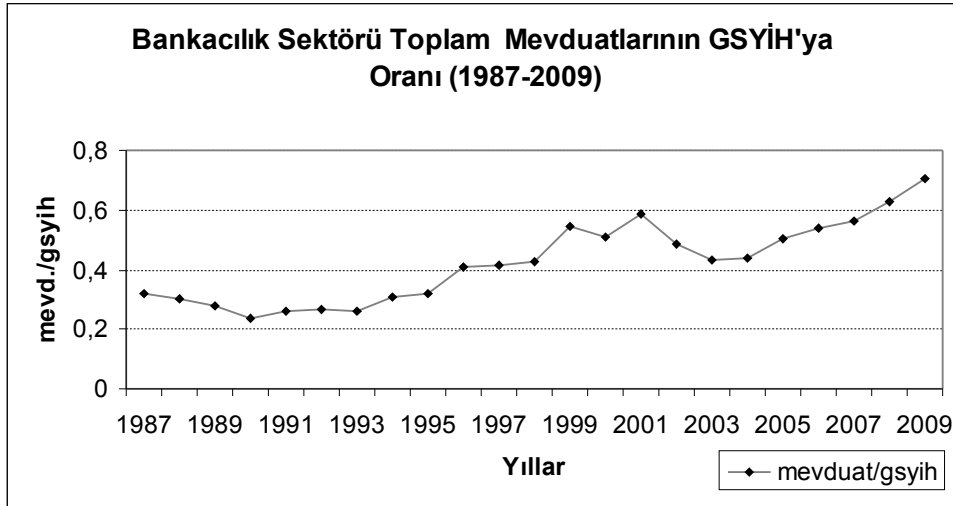
Aşağıdaki 3.2.-4 numaralı grafikte ise mevduat, kalkınma ve yatırım bankalarının bilançolarındaki DİBS'lerin; bu bankaların toplam aktiflerine olan oran gösterilmektedir. Bu grafikten de görülebileceği gibi 2001 yılından sonra bankacılık



Grafik 3.2.-4 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

kesiminin bilançosunda DİBS'lerinin oranının arttığını; 2003 yılından sonra azaldığını ve 2008 kriziyle beraber tekrardan artmaya başladığı görülmektedir. Yukarıdaki grafiğin ilgi çeken yönü özellikle kriz dönemlerinde ve sonrasında bankacılık sektörünün, hanehalklarının ve firmaların ellerindeki tasarrufu DİBS olarak değerlendirme anlamında aynı davranışları sergilemeleridir. Kriz dönemlerinde bankaların toplam aktifleri içinde DİBS'lerin oranı artmakta; konjunktürün yukarı doğru hareket ettiği dönemlerde ise bu oran azalmaktadır. Bu noktada finansal gelişme ekonomik büyüme açısından irdelenmesi gereken konu; kamu kesiminin borçlanma gerekliliğindeki artışla veya yürütülen para politikasıyla beraber artış gösteren (DİBS/GSYİH) ve (dibs/toplam aktif) oranlarının, bankacılık

sektörünün temel işlevi olan “tasarruf-kredi” kanalını yaratmasında bir engel oluşturup oluşturmadığıdır. Bu sorunun ardında yatan temel düşünce, kamu kesiminin borçlanma gereğinin artmasının mevduat haline gelebilecek tasarrufların bankalara akışını engellemesi ve bankaların bu mevduatları özel sektöre kredi olarak kullandırması yerine devlete borç vermesi sonucu ortaya çıkan “crowding-out” yani özel kesimin dışlanması ekonomik büyümeye olan olası olumsuz etkileridir. Bu bağlamda sorunun cevabını bulmak açısından, şemamızda teorik olarak tasarrufları en etkin biçimde değerlendireceği düşünülen bankacılık sektörünün, tasarrufları toplamadaki ve kredi olarak dağıtmadaki etkinliği çerçevesinde performansını değerlendirmek doğru olacaktır.

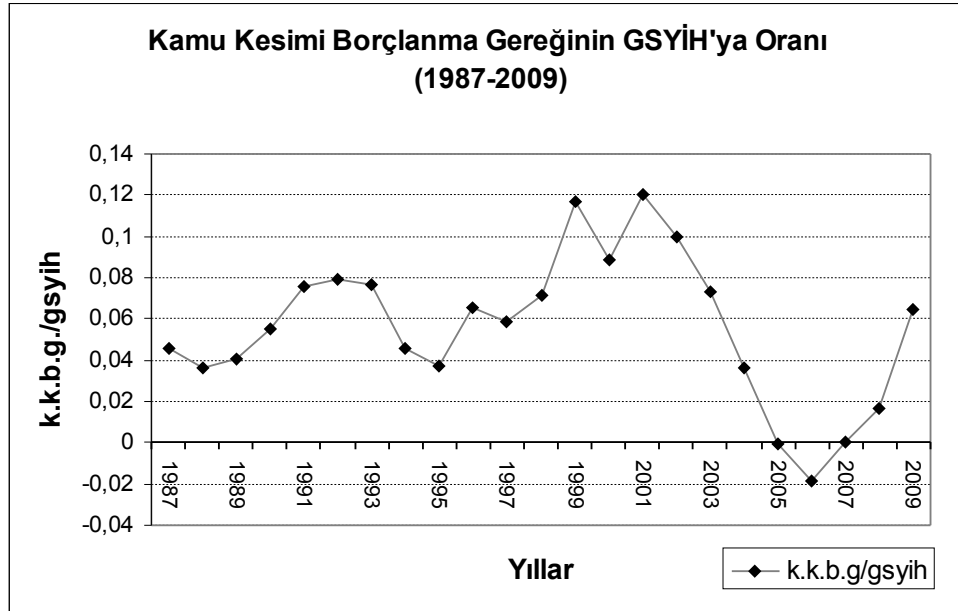


Grafik 3.2.-5 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

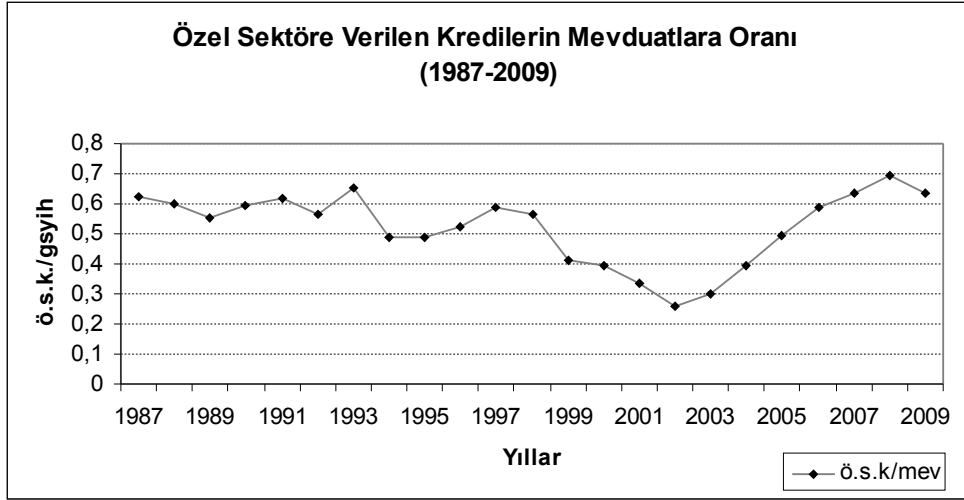
Yukarıdaki 3.2.-5 numaralı grafikte 1987-2009 döneminde bankacılık sektöründeki toplam mevduatların GSYİH'ya olan oranı görülmektedir. 2001 yılına kadar giderek büyüyen oran, 2001-2003 yılları arasında bir düşüş yaşamış; 2004 yılından sonra tekrardan yükselmeye başlamıştır. Bu dönemde ortalama olarak GSYİH'nın % 42'sine denk gelen mevduatların 2001-2003 seneleri arasında oransal olarak düşüşü, bu dönemdeki DİBS'lerine olan aşırı taleple uyumludur. Bu dönemde hem bankaların hem de firma ve hanehalklarının yoğun biçimde DİBS'lerine talep göstermesi; tasarrufların bu anlamda bankacılık sektörüne kanalize olmasını

engellemiştir. Diğer taraftan trend olarak bakıldığında 1991 yılından itibaren dalgalı bir seyir izlemesine rağmen (mevduat/gsyih) oranı artmaktadır.

Aşağıda 3.2.-6 numaralı kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYİH'ya olan oranının gösterildiği grafik ile bankacılık sektörünün varlıkları içinde DİBS'nin oranının gösterildiği 3.2.-4 numaralı grafik arasındaki benzerlik; bankacılık sektörünün kamu borçlanmasının finansmanı açısından oynadığı rolü açıkça göstermektedir. Buna göre bankacılık sektörü kamu kesimi borç gerekliliğinin arttığı dönemlerde, elindeki mevduatları kredi haline getirmek yerine DİBS olarak tutmayı tercih etmektedir. Bu bağlamda kamu kesiminin borçlanma gereğinin arttığı dönemlerde, bankacılık sektörünün ilk başvurulacak finansman kaynağı olması; mevduatların krediye dönüşümünde “crowding-out” etkisinin sorgulanması gerekliliğini ortaya koymaktadır.



Grafik 3.2.-6 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>



Grafik 3.2.-7 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

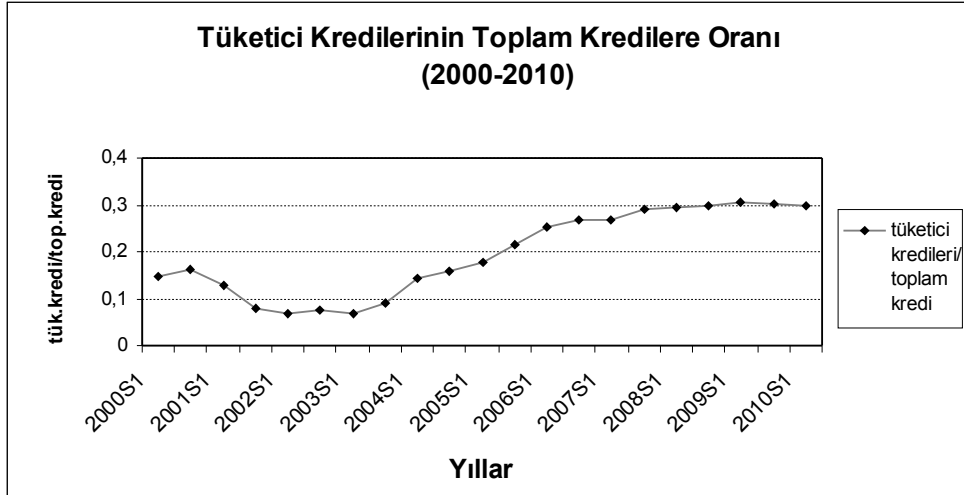
Yukarıdaki 3.2.-7 numaralı grafikte 1987-2009 döneminde bankacılık sektörü tarafından özel sektöre verilen kredilerin bankacılık sektöründeki mevduatlara olan oranı gösterilmektedir. Başka bir ifadeyle bu grafik bankacılık sektörünün temel işlevi olan tasarrufları krediye dönüştürme işinde ne derece etkin olduğunu göstermektedir. Özellikle 1997-2003 dönemine bakıldığında, özel sektöre verilen kredilerin mevduatlara olan oranındaki düşüşle; (kamu kesimi borç gerekliliği/GSYİH) oranı ve (dibs/toplam aktif) oranındaki artışın beraber hareket ettiği görülebilecektir. Bu da varlığını sorguladığımız “crowding-out” etkisini açıkça ortaya koymaktadır.

Yukarıdaki grafikler çerçevesinde kamu kesiminin borçlanma gereğinin arttığı dönemlerde, bankacılık sektörünün tasarrufları mevduat haline getirmede ve bu tasarrufları özel sektöre kredi haline dönüştürmede etkinliğinin azaldığı sonucuna ulaşmak mümkün gözükmemektedir. Özellikle 1997-2003 döneminde ortaya çıkan bu durum grafiklerden de açıkça görülebilmektedir. Bunun yanında kamu kesimi borç gerekliliğinin arttığı bu süreçte bankacılık sektörünün kredi verme konusundaki etkinliği, tasarrufları toplama konusundaki etkinliğine göre daha fazla azalmıştır. Bir başka ifadeyle bu süreçten temel olarak kredi-yatırım kanalı etkilenmiştir. Bu konu 1987-1997 dönemi için gözlemlendiğinde; devlet iç borçlanma senetlerinin hem

bankacılık sektörünün hem de özel sektörün portföyündeki yerinin sabit bir oran çevresinde dalgalandığı görülmektedir. Aynı şekilde mevduatların GSYİH'ya olan oranının da yatay bir seyir izlediği gözlemlenmektedir. Özet olarak 1997 yılından itibaren kamu kesiminin borçlanma gereğindeki artış, 2001 yılında en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Bankacılık sektörü ile ilgili yapılan düzenlemeler sonucunda ve konjonktürel anlamda likidite bolluğu sayesinde 2003-2008 arasında bankaların hem tasarrufları mevduat haline getirmekteki hem de bu tasarrufları özel sektöre kredi olarak vermekteki etkinliği artmış gözükmemektedir. 2008 ve sonrasında yaşanan küresel kriz nedeniyle bankacılık sektörünün nevdutaları krediye dönüştürme oranında bir düşüş gözlemlenmiştir.

Yukarıdaki bilgiler ışığında, bankacılık sektörünün 2003-2008 döneminde 3.2.-1 numaralı şemamızda teorik anlamda etkin kanal olarak adlandırdığımız işlevi yerine getirdiği sonucu çıkarılabilir. Bu dönemde hem (mevduat/gsyih) hem de (özel sektöre verilen krediler/gsyih) oranının artması bu görüşü desteklemektedir. Diğer taraftan bu noktada önemli olan diğer bir ayrıntı; bu dönemde artan özel sektöre verilen krediler/gsyih oranının aynı zamanda verilen kredilerin etkin yatırımlara dönüşmesi anlamına gelip gelmediğidir. Zira finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından araştırdığımız ilişki; bankacılık sektörünün özel sektöre verdiği kredilerin reel yatırımlara dönüşmesi ile bağlantılıdır. Bu bağlamda verilen bu kredilerin reel yatırımları mı, harcamaya mı yoksa özel sektörün artan borç yükünü mü finanse ettiği çok kritik bir noktadır.

Aşağıdaki 3.2.-8 numaralı grafikte 2000-2010 döneminde bankacılık sektörü tarafından verilen krediler içinde tüketici kredilerinin oransal olarak ağırlığı gösterilmiştir. Grafikten de görülebileceği gibi özellikle 2003 yılının ikinci yarısından başlayarak bu oran gittikçe artmıştır. 2001-2003 arası dönemde %5-10 aralığında olan bu oranının, 2003-2010 döneminde % 10-30 aralığında dalgalanarak giderek arttığını görmekteyiz. Bu bağlamda bankacılık sektörünün etkin biçimde çalıştığını düşündüğümüz 2003-2008 döneminde verdiği kredilerin içinde tüketici kredilerinin giderek artıyor olması; bankaların bu anlamda tercihlerini reel yatırımlar yerine bireysel tüketimin fonlanması şeklinde değiştirdiklerini göstermektedir.

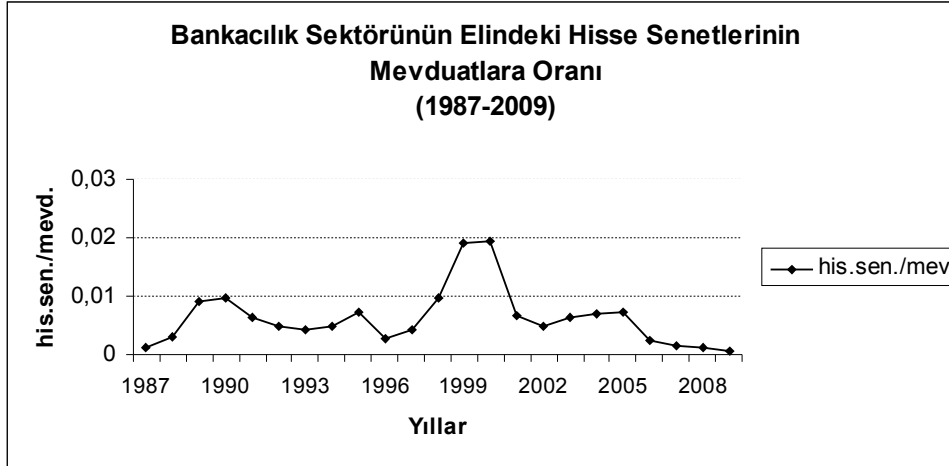


Grafik 3.2.-8 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından konuya baktığımızda, şemamızda teorik olarak etkin kanal olarak ifade ettiğimiz bankacılık sektörünün reel yatırımları fonlaması kanalının 2003-2008 döneminde işlediğini; buna karşılık sektörün verdiği kredilerin içinde tüketici kredilerinin oranının hızlı biçimde arttığını görmekteyiz. Diğer taraftan harcama yönünden GSYİH’ı büyüten bu sürecin, alınan tüketici kredilerinin ithal mallara olan talebi arttırması ve alınan kredilerin sonraki dönemlerdeki tasarrufu azaltması gibi olumsuz etkileri göz önünde bulundurulduğunda, sektörün büyümeye olabilecek potansiyel katkısını azalttığı sonucu çıkarılabilir.

“Geleneksel” tasarruf biçimi, devlet iç borçlanma senetleri ve bankacılık sektöründen sonra şemamızda tasarrufların kanallenebileceği dördüncü alternatif hisse senedi piyasaları olarak gösterilmektedir. Bu kanalın finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisi açısından etkinliğinin belirsizliği ile ilgili düşüncelerimizi; Türkiye’de hisse senedi piyasasının performansını 1986-2009 yılları arasında detaylı biçimde incelediğimiz 2.1.2 numaralı bölümde belirtmiştik. Bu bağlamda tekrar olmaması açısından bu bölümde daha önce elde ettiğimiz sonuçları kısaca özetlemekle yetiniyoruz. Öncelikle Türkiye finansal sektörü içinde yurtiçi ve yurtdışı tüm tasarrufların % 10’unun değerlendirildiği hisse senedi piyasasının tasarrufları

yatırıma dönüştürme aşamasındaki etkinliğinin tartışmalı olduğu düşünülmektedir. İMKB'nin özellikle konjonktürün yukarı doğru hareket ettiği dönemlerde gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin hisse senedi piyasalarından daha fazla değer kazanması; aşağı doğru hareketlerde ise daha fazla değer kaybetmesi spekülasyon hareketlere olan açıklığını göstermektedir. Bunun yanında yurtiçi tasarrufların sadece % 5,2'sinin, yurtdışı tasarrufların ise % 61,5'inin hisse senedi piyasalarında değerlendirilmesi piyasanın spekülasyona açıklığı konusunda ilgi çeken diğer bir olgudur. Bu bilgiler ışığında finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye olan katkısı açısından Türkiye'de hisse senedi piyasalarının etkinliğinin belirsiz olduğu kanısı uyanmaktadır. Yükselen bir konjonktürde hisse senedi piyasalarının Türkiye ekonomisine ortalamanın çok üzerinde bir olumlu katkı; aşağı doğru bir konjonktürde ise ortalamanın çok üzerinde olumsuz bir katkı yaptığı düşünüldüğünde; toplam etkisi açısından hisse senedi piyasası açısından net bir yorumda bulunmanın çok sağlıklı olmadığı düşünülmektedir. Bu bağlamda çalışmamızda tasarrufların yatırımlara etkin şekilde dönüştürülmesinde hisse senedi piyasasının rolü analizimizin dışında tutulacaktır.



Grafik 3.2.-9 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Şemamızda bankalarda toplanan tasarrufların bir kısmının da hisse senedi piyasalarında değerlendirildiği varsayıldığından, yukarıda bankacılık sektörünün elindeki hisse senetlerinin mevduatlara olan oranını gösteren 3.2.-9 numaralı grafik,

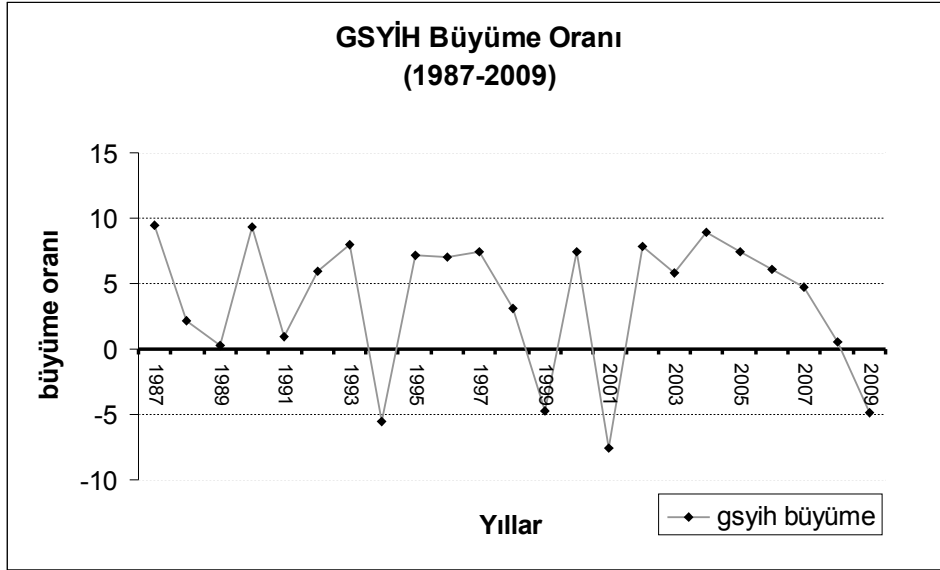
bankaların bu anlamdaki tercihlerini ortaya koymak açısından eklenmiştir. Yukarıdaki grafikten de görülebileceği gibi bankacılık sektörünün elindeki hisse sentlerinin mevduatlara olan oranı özellikle 1997-2001 döneminde spekülative kazanç güdüsüyle artmış; 2001 yılından sonra giederek azalmıştır. En yüksek olduğu 1999-2001 döneminde bile bu oran %2 seviyesinin üzerine çıkmamıştır.

Şemada son alternatif olarak karşımıza çıkan patika ise yerli ve yabancı tasarruf sahiplerinin doğrudan kendi özsermayeleri ile yaptıkları reel yatırımlardır. Bu alternatif finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin dışında kalmasından dolayı analizimizin içine koymamayı tercih ediyoruz. Bunun yanında özsermaye ya da dağıtılmamış karlar ile yapılan reel yatırımların miktarının yüksek olması, finansal sistemin kredi yaratma sürecindeki önemini etkilemektedir. Bu bağlamda finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi incelenirken bu konu da göz ardı edilmemelidir. Şemadan da görülebileceği üzere Türkiye açısından bu kanal aracılığıyla yapılan yatırımlar da etkin olarak nitelendirilmiştir.

Şu ana kadar ekonomik büyümeye olan etkileri açısından alternatif kanalların tasarruf-yatırım bağlamında etkinliği hakkındaki düşüncelerimizi grafikler yardımıyla yorumlamaya çalıştık. Bundan sonraki kısımda ise aynı dönemde ekonomik büyümenin, yatırımların, tüketimin, hükümet harcamalarının, ithalat ve ihracatın ne yönde değiştiğini gözlemlemeye çalışacağız. Böylece konu ile ilgili yapacağımız ampirik çalışmaya geçmeden önce grafikler ve elden geçirdiğimiz literatür çerçevesinde Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından bir önsavda bulunmayı hedeflemekteyiz.

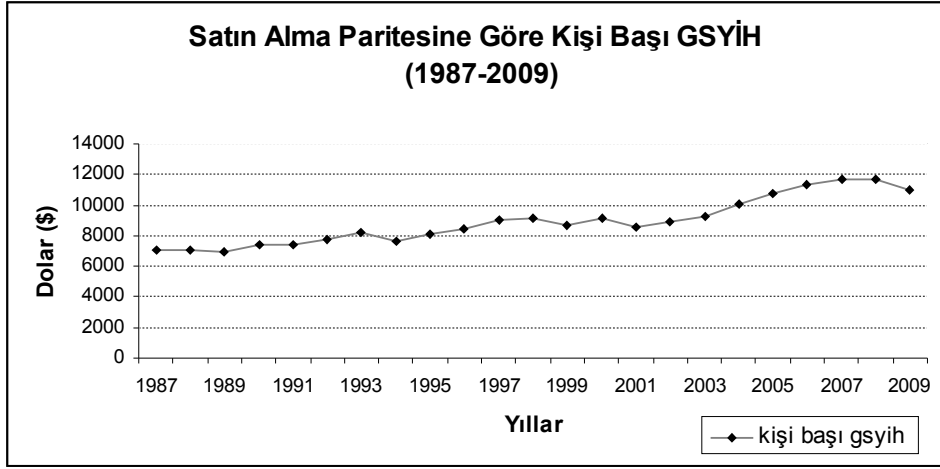
Bu bölümde yararlanacağımız grafikler $Y=C+I+G+(X-M)$ temel denkleği çerçevesinde elde edilmiştir. Denklemin tüm bileşenlerinin hepsinin çıktıya (Y) bölünmesi ile elde ettiğimiz $1=(C/Y)+(I/Y)+(G/Y)+(X/Y)-(M/Y)$ denklemi, bu dönemde makro büyüklüklerin ne yönde değiştiklerini gösteren çok temel bilgileri elde etmemizi sağlamıştır.

Öncelikle incelediğimiz iki temel değişkenden biri olan GSYİH'daki değişimi gösteren aşağıdaki grafikte analizimize başlamak istiyoruz. Aşağıda 1987-2009 döneminde reel GSYİH'daki büyüme oranları görülmektedir. 1994, 2001 ve 2008 krizlerinin etkilerinin açıkça görüldüğü grafikte özellikle bankacılık sektörünün de

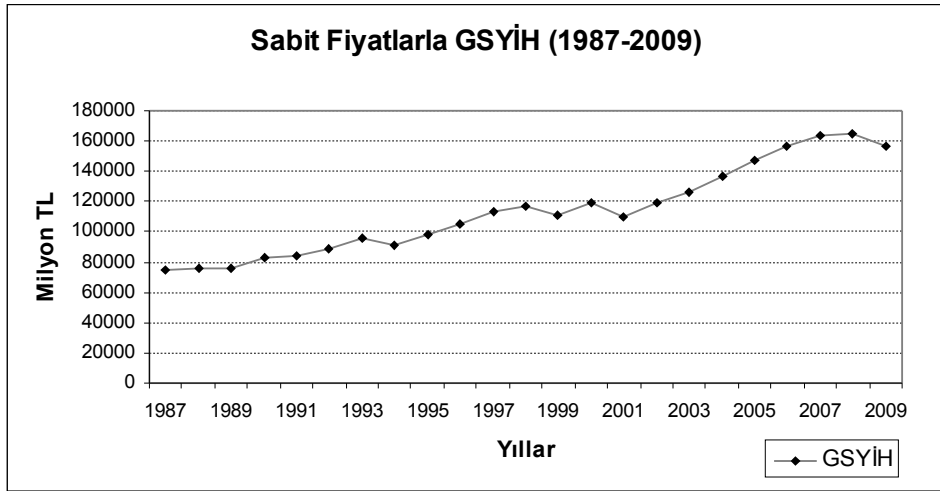


Grafik 3.2.-10 (Kaynak: TÜİK) <http://www.tuik.gov.tr/ulusalhesapapp/hyontemgsyh.zul>

göreceli etkinliğinin arttığı 2003-2008 döneminde, GSYİH'nın giderek azalan fakat yüksek oranlarda büyüme gösterdiği bir performansa sahip olduğu görülmektedir. Aşağıdaki iki grafikte ise sabit fiyatlarla GSYİH miktarı ve satın alma paritesine göre hesaplanmış dolar bazında kişi başı GSYİH miktarları görülmektedir. Her iki grafikte de çok benzer bir trend artış gözlemlenmektedir. Yine 1994, 2001 ve 2008 krizlerinin etkilerinin GSYİH üzerindeki etkileri açıkça görülmektedir.



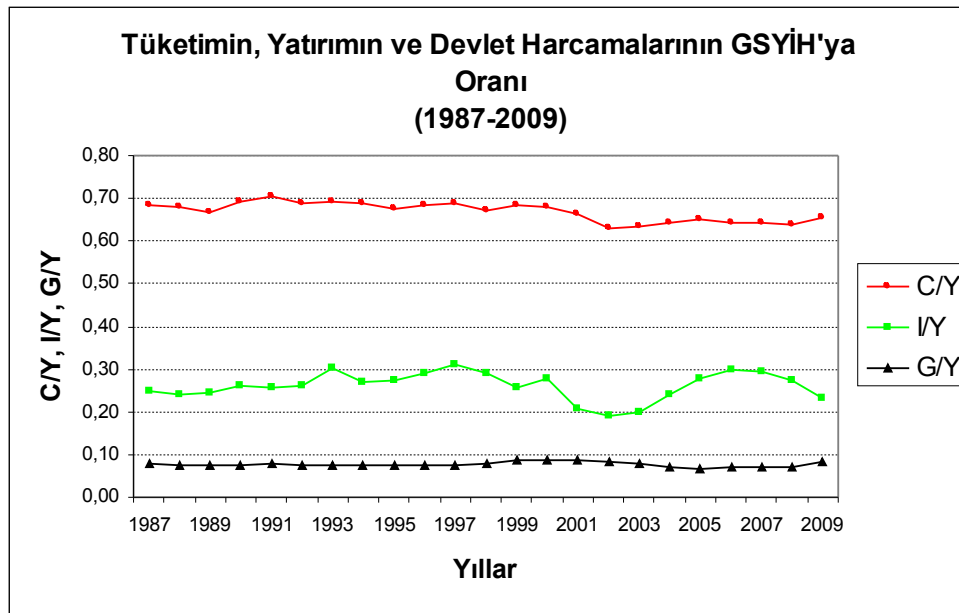
Grafik 3.2.-11 (Kaynak: OECD) <http://stats.oecd.org/index.aspx>



Grafik 3.2.-12 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Bu dönemde tüketim, yatırım ve devlet harcamalarının GSYİH içindeki gelişimlerini aşağıdaki 3.2.-13 numaralı grafikte görmekteyiz. Buna göre 1987-2009 döneminde tüketim harcamaları genel olarak yatay bir seyir göstermiş; 2001 dönemindeki krizle birlikte bu oranda aşağı doğru ciddi bir düşüş yaşanmıştır. 2001-2009 döneminde ise, 2001 öncesi dönemden daha düşük bir seviyede, GSYİH'nın %65'i seviyelerinde seyretmiştir.

Yatırımların GSYİH'ya oranını gösteren (I/Y) eğrisi ise bu dönemde dalgalı bir görüntü arz etmektedir. Grafikten 1993; 1995-1997 ve 2003-2008 dönemlerinde yatırımların GSYİH'ya oranında artışlar olduğu; bu dönemleri takiben de finansal krizler nedeniyle bu oranda büyük düşüşler yaşandığı görülmektedir. Özellikle 2003-2008 döneminde (yatırım/gsyih) oranı ile bankacılık sektörünün özel sektöre verdiği kredilerin mevduatlara olan oranı arasındaki benzerlik; bu anlamda bankacılık sektörü-reel yatırım ilişkisi açısından ilgi çekicidir.

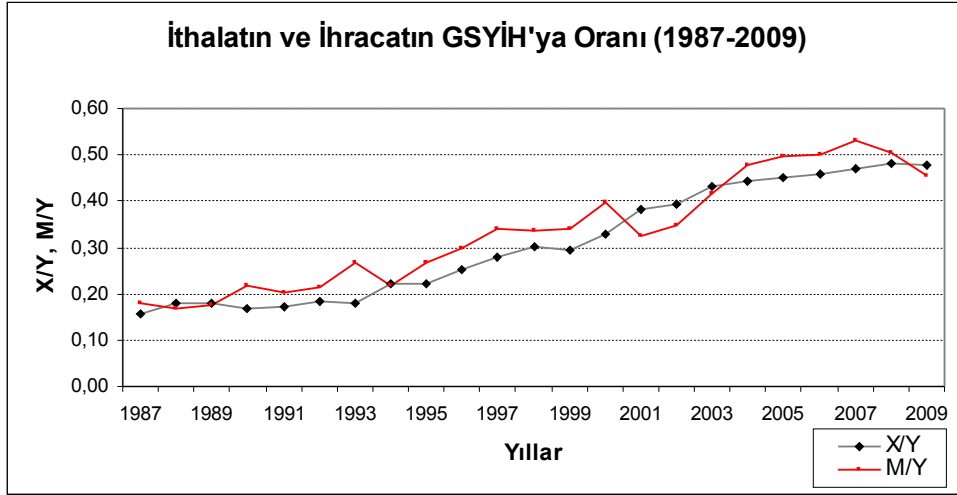


Grafik 3.2.-13 (Kaynak: TÜİK) <http://www.tuik.gov.tr/ulusalhesapapp/hyontemgsyh.zul>

Devlet harcamalarının GSYİH'ya olan oranı ise 1987-2009 sürecinde sabit bir görüntü çizmektedir. Sadece 1997-2003 döneminde göreceli olarak bu oranda bir artış görülmektedir. Bu küçük artış aynı dönemde DİBS'lerinin GSYİH'ya olan oranındaki artış ile uyumlu bir görüntü çizmektedir.

Aşağıdaki grafikte ise ithalat ve ihracatın GSYİH'ya olan oranının 1987-2009 dönemindeki değişimi gösterilmiştir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte her iki oranın da hızlı bir biçimde arttığı görülmektedir. Bu

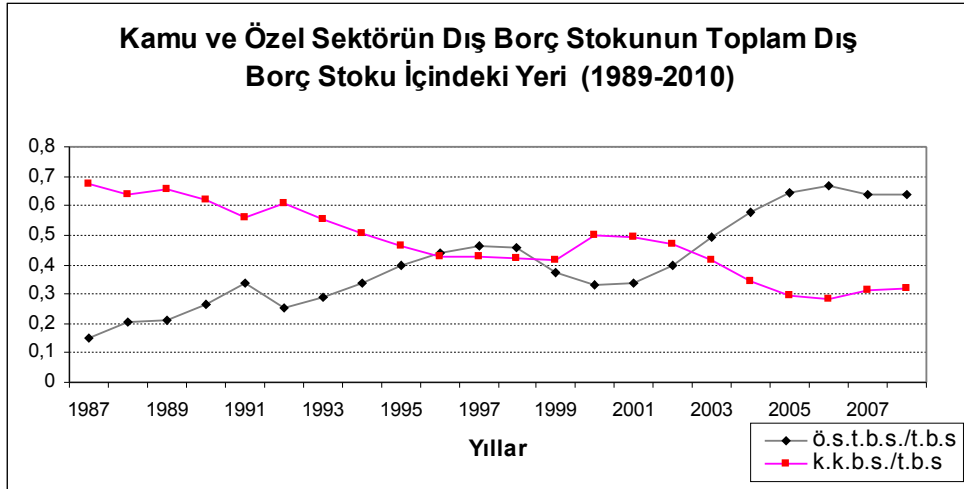
dönemde ekonomik krizlerin sonrasındaki toparlanma süreçleri hariç, (ithalat/gsyih) oranının, (ihracat/gsyih) oranından daima daha büyük olduğu görülmektedir. İki oran arasında ortaya çıkan bu fark, Türkiye ekonomisinin özellikle 2003 sonrası dönemde en büyük ekonomik problemi olan cari açığı yaratmaktadır.



Grafik 3.2.-14 (Kaynak: TÜİK) <http://www.tuik.gov.tr/ulusalhesapapp/hyontemgsyh.zul>

Bu noktada tüketimin ve hükümet harcamalarının GSYİH içindeki sabit görüntüsünün tersine; ithalat ve ihracatın GSYİH içindeki oranının hızlı bir biçimde artıyor olması yorumlanması gereken önemli bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira artan ihracat gelirleri beraberinde belirli bir kesimin gelirini ortalamanın çok üzerinde arttırırken; diğer taraftan ödemeler dengesini sağlamak için sermaye hesabında fazla verme gerekliliği çok yüksek reel faizlerle borçlanmayı gerektirmektedir. Devlet açısından bu borçlanmanın geri ödemesi geldiğinde kaynak yaratmak için başvurulabilecek birkaç yöntem vardır. İlk alternatif vergi gelirlerindeki artış ile kaynak sağlamaktır. Özel tüketim vergileri dışında devletin vergiyi düzenli toplayabildiği vergi tabanının da ücretli kesim olduğu düşünüldüğünde, bu tarz bir kaynak yaratımında doğrudan olumsuz etkilenen kesimler, ekonomi içinde en düşük gelir grubuna mensup olanlar olmaktadır. Diğer bir alternatif ise devletin borcunu ödemek için finansal sistemden yararlanmasıdır. Bu durumda devlet “crowding-out” etkisi yaratarak özel sektöre kredi olarak

verilebilecek tasarrufları kendi borç ödemeleri için kullanarak olası yatırımları azaltmakta; ekonomik büyümeye olumsuz etki etmektedir. Bu sürecin sonucunda devletin finansal sistemden kullandığı kredilerin geri ödeme zamanı geldiğinde, ilk alternatifte olduğu gibi bu kaynağı vergi gelirlerinde bir artışla sağlamaya çalışması muhtemeldir. Kısaca ikinci alternatifin seçildiği durumda hem finansal sistemin üzerinde bir “finansal baskı” oluşmakta, hem de artan vergiler nedeniyle gelir seviyesi düşük kesimin geliri daha da düşmektedir. Devletin borcunu ödeme sürecinde uygulayabileceği son alternatif ise para basmak olabilir. Bu tarz bir politikanın sonuçlarının enflasyon, TL’nin değer kaybetmesi, alım gücünün azalması, para ikamesi, ihracatın bir taraftan artması diğer taraftan ihracatın ithal ara mallarla yapılıyor olmasından dolayı cari açığın daha da büyümesi, yüksek reel faizler, yatırımlara negatif etki, ülke riskinde artış gibi birçok olumsuz sonuca neden olacağı açıktır.

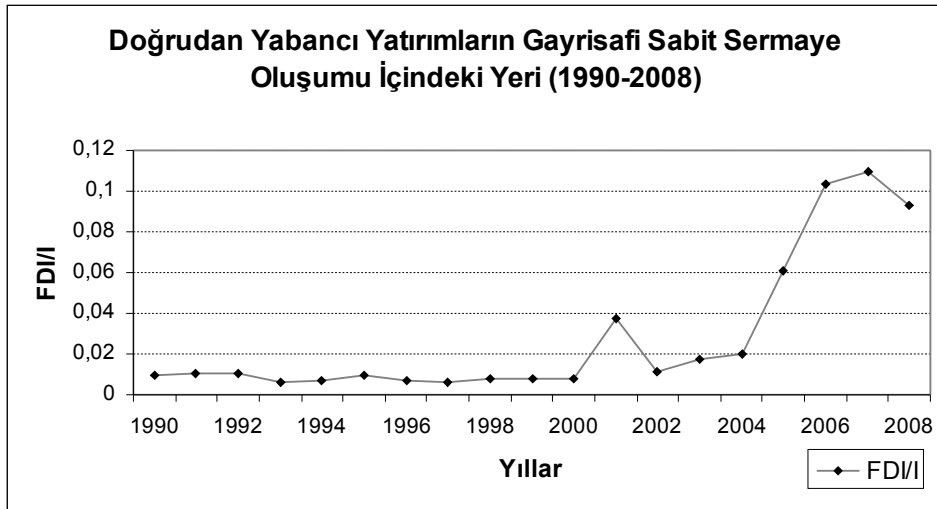


Grafik 3.2.-15 (Kaynak: TCMB) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Yukarıda 3.2-15 numaralı grafikte kamu ve özel sektörün dış borç stokunun toplam dış borç stoku içindeki yeri görülmektedir. Özellikle 2003 yılından sonra kamu kesiminin toplam dış borç stoku içindeki payı azalırken; özel sektörün dış borç stokunun payının giderek arttığı görülmektedir. Az önce kamu kesiminin borç yükünün arttığı durumda oluşabilecek olası senaryolardan bahsetmiştik. Özel

sektörün borç yükünün arttığı durumda da elindeki en temel kaynak finansal sistem olmaktadır. Bu bağlamda 2003 yılından sonra özel sektöre verilen krediler de görülen hızlı artışın ardında, bu yıldan sonra özel sektörün borç yükündeki artışların da olduğu düşünülmektedir.

Bu çerçevede finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından konu değerlendirildiğinde, büyümenin ardında bankacılık sektörünün özel sektöre verdiği kredilerden ziyade ihracatta ve yabancı sermaye yatırımlarında ortaya çıkan artış olduğu kanısı uyanmaktadır. Aşağıdaki 3.2.-16 numaralı grafikte görüldüğü gibi 1990-2008 döneminde doğrudan yabancı yatırımlarının tüm yatırımlar içindeki oranı giderek artmaktadır. Özellikle 2003-2008 döneminde bu oranının hızlı şekilde artışı, aynı dönemde yatırımların ve dolayısıyla GSYİH'nın hızlı biçimde artışının arkasındaki temel motivasyon olarak düşünülmektedir.



Grafik 3.2.-16 (Kaynak: OECD) <http://stats.oecd.org/index.aspx>

Şu ana kadar yaptığımız analiz çerçevesinde genel bir değerlendirme yapmak gerekirse; Türkiye’de finansal gelişme ekonomik büyüme açısından ampirik olarak incelenmesi gereken kanalın bankacılık sektörü olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Finansal gelişme tanımımız çerçevesinde araştırılması gereken olgunun da sektörün tasarrufları toplamadaki ve özel sektöre kredi olarak kullandırtmadaki etkinliği

olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bankacılık sektörünün 1987-2009 döneminde “sermaye birikimi” anlamında tasarrufların toplanmasını sağlamak konusunda etkin bir rol üstlendiği söylenebilir. Özellikle 1989 yılından sonra bankacılık sektörünün mevduata çevirdiği tasarrufların GSYİH’ya oranı giderek artmıştır. Buna karşılık bankacılık sektörünün özel sektöre verilen krediler bağlamında yatırımların verimliliğini arttırmadaki etkinliği çok açık değildir. Öncelikle (mevduat/gsyih) ve (özel sektöre verilen krediler/mevduat) oranı açısından Türkiye gelişmiş finansal sistemlere sahip ülkelerin oldukça uzağındadır. Bunun yanında bu kredilerin hepsinin etkin yatırımlara dönüşüp dönüşmediği konusu şüphelidir. Bunun temel nedeni bankaların daha riskli olan proje finansmanı yerine; çok daha az riskli ve yüksek kazançlı olan kamu kesimi ve özel kesim borç finansmanı işini tercih etmeleridir. 1997-2001 döneminde devlet iç borçlanma senetlerinin bankacılık sektörü toplam varlıkları içindeki artışı; aynı dönemde özel sektöre verilen kredilerin mevduatlara olan oranındaki düşüş bu iddiayı desteklemektedir. 2001 yılından sonra bankacılık sektöründe yapılan düzenlemeler; bankaların klasik bankacılık işlemlerine yönelmelerine neden olmuştur. Böylece bankaların kamu kesimine borç vermek ve yüksek faiz geliri elde etmek için aldıkları kur riskleri azalmış; sektör aldığı riskler anlamında daha sağlam temeller üzerine oturmuştur. Bunun yanında sektörün verimliliğinin en yüksek gözüktüğü 2003-2008 döneminde verilen kredilerin içinde tüketici kredilerinin oranının giderek artması, finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından bankacılık sektörünün verimliliğini, özel sektöre verilen kredilerin oranının arttığı alternatifine göre azaltmaktadır. Teorik olarak tasarrufların finansal sistem üzerinden yatırıma dönüşmesi sürecinde ekonomik büyümeye en fazla katkı yaptığını düşündüğümüz bu kanalın sadece 2003-2008 döneminde göreceli olarak etkin olduğu görülmüş; diğer taraftan verilen bu kredilerin özel sektörün yatırımlarını finanse edip etmediği konusunda bazı şüpheler oluşmuştur. Bu dönemde yaşanan büyümenin ardında artan dış ticaret ve doğrudan yabancı yatırımlarının olduğu düşünülmektedir. Özel sektöre verilen kredilerin mevduatlara olan oranındaki artışın arkasında ise temel olarak özel sektörün borç yükündeki artış olduğu kanısı oluşmuştur. Özellikle 1997-2001 döneminde aldığı aşırı kur ve kredi riskleri nedeniyle, girilen finansal krizlerden çok olumsuz etkilenen tasarruf-kredi kanalının finansal gelişme ekonomik büyüme açısından oynadığı rolün bu anlamda çok fazla

olmadığı düşünülmektedir. Bankacılık sektörünün bu bağlamda çıktıyı arttırmaktan çok; artan çıktının değerlendirildiği ortamı yarattığı iddia edilebilir. Türkiye’de özellikle 2001 yılından sonraki dönemde bankacılık sektörünün yukarıda bahsettiğimiz düzenlemeler çerçevesinde geleneksel bankacılık işlerine eğilmesi ve 2003-2008 döneminde tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de ortaya çıkan sermaye bolluğunun beraberinde bankaların kullandığı tüketici kredilerinde bir patlama yaratması; bankacılık sektörünün ekonomik büyümeye tüketim harcamaları kanalıyla da etki etmesini sağlamıştır. Özellikle inşaat sektörü ve otomotiv sektörü açısından verilen tüketici kredileri her iki sektöründe bu dönemde ciddi büyüme artışları sağlamasına neden olmuş; diğer taraftan hem yerli hem yabancı tüketim mallarına olan talep artışı beraberinde ithalat artışını ve cari açığın daha da büyümesini getirmiştir. Şemamızda tüketim kanalı yoluyla bankacılık sektörünün ekonomik büyümeye olan olumlu etkisi etkin bir büyüme kanalı olarak kabul edilmemiştir. Bunun nedeni Türkiye gibi ihracatı ithal ara mallara bağlı ve cari açık problemi olan bir ülkede; bu açığın eninde sonunda yüksek faizle borçlanmayı gerektirmesi ve bu anlamda finansal sistemin üzerinde bir süre sonra bir baskı oluşturacağı düşüncesi yatmaktadır.

Sonuç olarak Türkiye’de özellikle 2003 sonrası dönemde ortaya çıkan büyümenin ardında ekonominin her anlamda dışa açıklığındaki artış olduğu düşünülmektedir. Bu anlamda bankacılık sektörünün 2003-2008 döneminde mevduatları toplamadaki performansının ardında bu dönemde görülen ekonomik büyümenin ve gelirlerdeki artışın; mevduatları kredi haline getirmedeki performansının ardında ise özel sektörün artan borç yükünün ve bireysel tüketimin bulunduğu düşünülmektedir. 2003 yılından sonra görülen hızlı büyümede doğrudan yabancı yatırımların tüm yatırımlar içindeki artışının önemli bir rol oynadığı kanısına varılmıştır. Bu bağlamda Türkiye açısından finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisinden ziyade; ekonomik büyümenin finansal gelişmeye olan etkisinden bahsetmenin daha doğru bir yaklaşım olduğu düşünülebilir. Bu önsavın doğruluğu ise bir sonraki bölümde yapacağımız ampirik çalışma ile test edilecektir.

3.3. Türkiye için 1989-2010 döneminde finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin yönü

Bu bölümde Türkiye için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini nedensellik yönünden ele almaya çalışacağız. Ülke özelinde yapılan çalışmaların birçoğunda temel araştırma konusu olan nedenselliğin yönü, Patrick'ın (1966) çalışmasını takiben birçok araştırmacı tarafından ele alınmıştır. Patrick çalışmasında, “arz itişli” ve “talep takipli” olarak sınıflandırdığı nedensellik ilişkisinin, ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeylerine göre farklılık göstereceğini iddia etmiştir. Bu ayrıma göre; finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedenselliği ifade eden “arz itişli” ilişkinin ekonomik olarak az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde; ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedenselliği ifade eden “talep takipli” ilişkinin ise daha çok ekonomik gelişmenin sağlandığı ülkelerde görüldüğünü iddia etmektedir. Bu çerçevede yapılan çalışmalarda bu görüşü destekleyen sonuçlara ulaşıldığı gibi; her iki yöne de çok anlamlı olmayan nedenselliklerin tespit edildiği çalışmalar da bulunmaktadır. Biz de çalışmamızda Türkiye açısından bu nedenselliği incelerken bu konuda yapılan başlıca çalışmalardan yararlanmaya çalıştık. Çalışmamızda kullanacağımız model finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini Güney Kore için inceleyen Choe ve Moosa'nın (1999) tarihli çalışmasına dayanmaktadır. Aşağıda bu çerçevede kullandığımız değişkenler ve model kısaca tanıtılmaktadır.

3.3.1. Kullanılan veri seti, yöntem ve değişkenler

Modelimizde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi hanehalkları ve firmalar arasındaki ilişki çerçevesinde incelenecektir. Modelde hanehalkları tasarrufların temel kaynağıdır. Bu tasarruflar bankacılık kesimi ve bankacılık dışı mali kesim¹⁷⁵ tarafından toplanarak özel sektöre kredi olarak verilmektedir. Bu noktada sadece özel sektöre verilen kredilerin dikkate alınmasının nedeni, devlet sektörüne verilen kredilerle karşılaştırıldığında özel sektöre verilen

¹⁷⁵ Çalışmamızda bu mali kuruluşlar yatırım bankaları, kalkınma bankaları ve katılım bankaları olarak alınmıştır.

kredilerin daha etkin yatırımlara dönüşeceği varsayımıdır. Bu bağlamda finansal gelişme; bankacılık kesimi tarafından toplanan vadeli mevduatların (VM), diğer mevduatların (DM) ve bankacılık dışı mali kesimin topladığı mevduatların (NB)

GSYİH'ya olan oranındaki ($\frac{VM + DM + NB}{GSYİH}$) değişim (h_t) ve özel sektöre verilen

kredilerin (KRD) GSYİH'ya olan oranındaki ($\frac{KRD}{GSYİH}$) değişim (b_t) ile ifade

edilmektedir. Bu çerçevede çalışmamızın ilk bölümlerinde de belirttiğimiz gibi finansal gelişme finansal araçların mevduatları toplamadaki ve kredi olarak dağıtımındaki etkinliği üzerinden incelenmektedir. Analizin özel sektöre verilen krediler ile yapıyor olması da bu anlamda yatırımlardaki etkinliği ifade etmektedir. Diğer taraftan ekonomik büyümeyi ifade etmek için yine iki tane değişkenden yararlanılmıştır. Bu değişkenlerden ilki reel GSYİH'daki değişim (y); diğer değişken ise gayri safi sabit sermaye oluşumundaki değişim (k)'dir. Özet olarak elimizde ekonomik büyümeyi ifade eden $x_t = (y, k)$ ve finansal gelişmeyi ifade eden $z_t = (h_t, b_t)$ şeklinde iki bileşik ifade bulunmaktadır. Reel büyüme değişkeni $x_t = (y, k)$ ve finansal gelişmeyi ifade eden $z_t = (h_t, b_t)$ arasındaki nedenselliği incelemek için ise aşağıdaki Granger eşitlikleri tahmin edilmektedir.

$$(1) \quad x_t = \sum_{j=1}^m \alpha_j x_{t-j} + \sum_{j=1}^n \beta_j z_{t-j} + u_t$$

$$(2) \quad z_t = \sum_{j=1}^k \gamma_j z_{t-j} + \sum_{j=1}^s \delta_j x_{t-j} + v_t$$

Granger sınavasının teorik varsayımları çerçevesinde yukarıdaki Granger nedensellik eşitliklerinde u_t ve v_t bozucu terimlerinin ilişkisiz oldukları varsayılmaktadır. (1) numaralı Granger denkleminde göre bugünkü ekonomik büyüme göstergelerinin (x_t), geçmiş ekonomik büyüme göstergeleri (x_{t-j}) ve geçmiş finansal

gelişme göstergeleriyle (z_{t-j}) ilişkili olduğu; (2) numaralı Granger denkleminde ise bugünkü finansal gelişme göstergelerinin (z_t), geçmiş finansal gelişme göstergeleriyle (z_{t-j}) ve geçmiş büyüme göstergeleriyle (x_{t-j}) ilişkili olduğu öngörülmektedir. Bu çerçevede ortaya çıkan dört durum ise şu şekilde özetlenebilir.

- (i) (1) numaralı Granger denkleminde gecikmeli ekonomik büyümenin (x_{t-j}) tahmin edilen katsayıları bir küme olarak istatistik bakımdan sıfırdan farklıysa ($\sum \alpha_j \neq 0$) ve (2) numaralı denklemde gecikmeli finansal gelişmenin (z_{t-j}) tahmin edilen katsayıları bir küme olarak istatistik bakımdan sıfırdan farklı değilse ($\sum \gamma_j = 0$), bu durum ekonomik büyümeden (x_t), finansal gelişmeye (z_t) doğru tek yönlü bir nedenselliği göstermektedir.
- (ii) (1) numaralı Granger denkleminde gecikmeli ekonomik büyümenin (x_{t-j}) tahmin edilen katsayıları bir küme olarak istatistik bakımdan sıfırdan farklı değilse ($\sum \alpha_j = 0$) ve (2) numaralı denklemde gecikmeli finansal gelişmenin (z_{t-j}) tahmin edilen katsayıları bir küme olarak istatistik bakımdan sıfırdan farklıysa ($\sum \gamma_j \neq 0$), bu durum ekonomik büyümeden (x_t) finansal gelişmeye (z_t) doğru tek yönlü bir nedenselliği göstermektedir.
- (iii) Her iki regresyondaki ekonomik büyüme göstergesinin (x_t) ve finansal gelişme göstergesinin (z_t) katsayı kümeleri istatistik bakımdan sıfırdan anlamlı derecede farklıysa, bu durum geri besleme ya da karşılıklı nedensellik anlamına gelmektedir.
- (iv) Her iki regresyondaki ekonomik büyüme göstergesinin (x_t) ve finansal gelişme göstergesinin (z_t) katsayı kümeleri istatistik anlamda bağımlı değilse, bu da bağımsızlık anlamına gelmektedir. (Gujarati, 1999:620-621)

Analizimizde 1989-2010 seneleri arasını kapsayan üçer aylık verilerle çalışılmıştır. Veri setinin oluşturulmasında TCMB'sının istatistiki verilerinden yararlanılmıştır. GSYİH ve GSSSO ile ilgili veriler 1987 sabit fiyatlarıyla hesaplanmıştır.¹⁷⁶ Bu seriler elde edildikten sonra 1987Q1-2010Q1 dönemi için mevduat, yatırım, kalkınma ve katılım bankalarının topladıkları mevduatların ve yine aynı finansal araçların özel sektöre verdikleri kredilerin GSYİH'ya olan oranları bulunmuştur.¹⁷⁷ Daha sonra bu dört serinin bir önceki döneme göre olan değişimleri hesaplanmıştır. Elde ettiğimiz bu veriler EK-1'de gösterilmiştir. İncelenen dönemin özellikle 1989 sonrası olmasının temel nedeni bu tarihten sonra Türkiye finansal sistemin sermaye akımlarına tamamen açılması, diğer bir deyişle finansal olarak dünya finansal piyasalarına entegre olmasıdır. Bu bağlamda çalışmamızda finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisi, finansal entegrasyon sürecinde değerlendirilmiş olmaktadır.

3.3.2. İlişkinin Yönü

Nedensellik analizini yaparken izlediğimiz yol ve bulduğumuz sonuçlar ise kısaca şu şekildedir. Finansal gelişmeyi ifade eden $z_t = (h_t, b_t)$ ve ekonomik büyümeyi ifade eden $x_t = (y, k)$ değişkenler ayrı ayrı h_t, b_t, y, k olarak çeyrek dönemlik zaman serileri olarak analize sokulmuştur. 1989Q1-2010Q1 arasını kapsayan dönemde bu değişkenlerin yüzdesel değişimleri arasındaki nedenselliğe bakılan 84 tane gözlemden yararlanılmıştır. Değişimler sözkonusu olduğunda 1989Q1 verisinin yok olacağı düşünüldüğünden değişimler hesaplanırken veri setine 1988Q4 döneminden başlanmıştır. Bu seriler arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilmeden önce verilerin istatistiki olarak sağlıklı olup olmadığını tespit etmek üzere çeşitli testler yapılmıştır.

¹⁷⁶ Bu seriler TCMB internet sitesinde, istatistiki veriler içinde “arşiv” sekmesi içinde güncellenmeyen verilerden elde edilmiştir. Bu seriler 2007Q3 dönemine kadar olduğu için; 1998 sabit fiyatlarıyla aynı seriler bulunup, 1987 Q1-2010Q1 arası için veriler genişletilmiştir.

¹⁷⁷ Mevduat ve özel sektöre verilen krediler, TCMB internet sitesinde istatistiki veriler içinde “genel istatistikler” bölümünden elde edilmiştir. Bu seriler mevduat, yatırım, kalkınma ve katılım bankalarının toplulaştırılmış bilançosunda bulunmaktadır. 1987 cari fiyatlarıyla gösterilen bu seriler daha sonra mevduat/gsyih ve özel sektöre kredi/gsyih oranları hesaplanırken, 1987 cari fiyatlarıyla hesaplanmış ve cari GSYİH'ya bölünmüştür. Bu serilerin deflator ile önce 1987 sabit fiyatlarına çevrilmesi ve daha sonra bu oranların hesaplanması aynı sonuçları vermektedir.

Öncelikle seriler mevsimsel etkilerden arındırılmıştır.¹⁷⁸ Daha sonra serilerin durağan olup olmadıklarını kontrol etmek için birim kök testi uygulanmıştır. Aşağıda her seri için yapılan birim kök testlerinden elde edilen sonuçlar görülmektedir.

1989Q1-2010Q1 dönemi birim kök testi sonuçları

1) (bi) bankacılık sektörü ve bankacılık dışı mali kesim tarafından özel sektöre verilen krediler/gsyih oranındaki değişim

Null Hypothesis: BI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.602688	0.0077
Test critical values: 1% level	-3.510259	
5% level	-2.896346	
10% level	-2.585396	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

2) (hi) bankacılık sektörü ve bankacılık dışı mali kesim tarafından toplanan mevduatlar/gsyih oranındaki değişim

Null Hypothesis: HI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.810094	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.509281	
5% level	-2.895924	
10% level	-2.585172	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

¹⁷⁸ Bu süreçte tüm serilerde değişim hesaplandığı için doğal olarak birçok çeyrekte negatif sayılarla karşılaşmış, bu nedenle mevsimsel etkilerin arındırılmasında (Census X11) toplama metodu kullanılmıştır.

3) GSYİH'daki değişim

Null Hypothesis: Y has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.141269	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.509281	
5% level	-2.895924	
10% level	-2.585172	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

4) GSSSO'daki (Yatırımlar) değişim

Null Hypothesis: K has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.485652	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.509281	
5% level	-2.895924	
10% level	-2.585172	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Birim kök analizi sonucunda serilerin hiçbirinde birim kök olmadığı görülmüştür. Bu bağlamda serilerin hepsinin durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Birim kök testinde belirtilen maksimum gecikme sayısı çerçevesinde Türkiye için (1989Q1-2010Q1) döneminde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisindeki nedensellik ilişkisi analiz edilmiştir. Bu çerçevede analizde kullandığımız dört zaman serisinin kendi içlerinde 11 gecikmeye kadar ortaya çıkan nedensellik ilişkisi aşağıdaki gibidir. 3.3.1.-1 numaralı tabloda ekonomik büyümeyi temsil eden GSYİH'daki değişim (y) ile finansal gelişmeyi temsil eden mevduatların GSYİH'ya oranı (hi) ve özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya olan oranındaki (bi) değişim arasındaki nedensellik ilişkisi görülmektedir. Tabloda gördüğümüz F-istatistiği ve p-değeri bize sütunlarda gösterilen çiftler arasındaki nedensellik ilişkisinin, satırlarda belirtilen gecikmelerdeki yönü hakkında bilgi vermektedir. Örnek vermek gerekirse aşağıdaki

tabloda gecikme sayısı 1 iken ($y \rightarrow bi$) ile ifade edilen GSYİH'daki değişimden, özel sektöre verilen krediler/gsyih oranındaki değişime doğru olan nedensellik ilişkisi ile ilgili F-istatistiği (6,04558), p-değeri ise (0.0160) değerini almaktadır. Bu değerler çerçevesinde “GSYİH'daki değişimden, özel sektöre verilen krediler/gsyih oranındaki değişime doğru bir Granger nedenselliği yoktur” diye ifade edebileceğimiz H_0 hipotezini reddetmemiz durumunda hata yapma ihtimalimiz % 1,6'dır. İstatistiksel olarak p-değeri % 10 olana kadar H_0 hipotezini reddetmenin mümkün olduğu göze alındığında bahsedilen bulgular; “incelenen dönemde GSYİH'daki değişimden özel sektöre verilen krediler/gsyih oranındaki değişime doğru bir nedensellik gözlemlenmektedir” şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 3.3.1-1 GSYİH ve finansal gelişme göstergeleri arasındaki nedensellik ilişkisi (1989-2010)

Gecikme sayısı	$y \leftrightarrow hi$				$y \leftrightarrow bi$			
	$y \rightarrow hi$		$hi \rightarrow y$		$y \rightarrow bi$		$bi \rightarrow y$	
	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri
1	2.6046 4	0.1104	3.0638 4	0.0838	6.0455 8	0.0160	1.0367 4	0.3116
2	1.7725 6	0.1766	1.5037 4	0.2286	4.7771 9	0.0110	0.6035 4	0.5494
3	1.6566 0	0.1835	2.3836 4	0.0759	4.7827 9	0.0042	0.6068 3	0.6126
4	1.2191 6	0.3101	0.6935 2	0.5988	3.1063 9	0.0203	0.1167 0	0.9762
5	1.0517 9	0.3946	0.5690 0	0.7234	3.7943 1	0.0042	0.1493 8	0.9796
6	0.8631 3	0.5266	0.4519 4	0.8411	3.0571 0	0.0105	0.4798 2	0.8211
7	1.1798 2	0.3269	0.4153 7	0.8893	2.7364 2	0.0150	0.5117 5	0.8224
8	1.0453 7	0.4129	0.4582 6	0.8804	2.4434 1	0.0231	0.6493 6	0.7332
9	1.0535 2	0.4103	0.9593 3	0.4826	2.9111 3	0.0065	0.8700 2	0.5568
10	0.9030 4	0.5367	0.8224 7	0.6087	2.6037 8	0.0115	0.8131 5	0.6172
11	1.1838 5	0.3210	0.8541 0	0.5888	2.2177 5	0.0273	1.1885 3	0.3179

3.3.1-1 numaralı tablodan tüm gecikmelerde (y) ve (bi) arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün aynı olduğu görülebilmektedir. Buna karşılık mevduatların GSYİH'ya oranındaki değişimi gösteren (hi) ile GSYİH'daki değişimi gösteren (y) arasında sadece 3 aylık ve 9 aylık gecikmelerde anlamlı bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu nedenselliğin yönü ise mevduatların GSYİH'ya olan oranındaki değişimden (hi), GSYİH'daki değişime (y) doğru olmaktadır.

Aşağıdaki 3.3.1-2 numaralı tabloda ekonomik büyümeyi ifade etmek için kullandığımız ikinci değişken olan yatırımlardaki değişim (k) ile; finansal gelişme göstergeleri olan (mevduat/gsyih) oranındaki değişim (hi) ve özel sektöre verilen (kredi/gsyih) oranındaki değişim (bi) arasındaki nedensellik ilişkileri görülmektedir

Tablo 3.3.1.-2 GSSSO ve finansal gelişme göstergeleri arasındaki nedensellik ilişkisi (1989-2010)

Gecikme sayısı	k ↔ hi				k ↔ bi			
	k → hi		hi → k		k → bi		bi → k	
	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri
1	0.4349 1	0.5114	3.6536 0	0.0594	12.942 9	0.0005	0.1684 5	0.6826
2	5.4257 1	0.0062	3.9666 4	0.0228	12.753 9	2.E-05	0.1790 7	0.8364
3	3.4949 4	0.0196	1.5267 7	0.2144	9.4142 2	2.E-05	1.1407 3	0.3381
4	2.7874 9	0.0326	0.8497 1	0.4984	6.3394 0	0.0002	1.0909 1	0.3675
5	2.2748 5	0.0563	0.9003 8	0.4859	4.9051 3	0.0007	1.1853 6	0.3252
6	2.3178 7	0.0430	0.7015 5	0.6493	4.0524 0	0.0016	1.2245 9	0.3049
7	1.9150 7	0.0816	0.9974 5	0.4414	3.1779 4	0.0060	1.2310 6	0.2992
8	1.6073 7	0.1414	1.5060 4	0.1739	2.5773 1	0.0171	0.9821 0	0.4587
9	1.3728 9	0.2215	1.8049 0	0.0868	2.9826 0	0.0055	0.8141 1	0.6053
10	1.5004 3	0.1642	1.7864 5	0.0849	3.2276 5	0.0025	0.9431 5	0.5021
11	1.6083 9	0.1239	1.6412 2	0.1146	2.8938 6	0.0048	0.8993 2	0.5473

Buna göre tüm gecikmelerde ekonomik büyümeyi temsil eden yatırımlardaki değişim (k) ile finansal gelişmeyi temsil eden özel sektöre verilen krediler/gsyih oranındaki değişime (bi) doğru güçlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bunun yanında yatırımlardaki değişimden (k), diğer finansal gelişme göstergesi olan mevduatların GSYİH'ya oranına (hi) doğru (2-8) dönem gecikme aralığında güçlü bir nedensellik ilişkisi görülmüş; diğer yöne doğru hiçbir gecikmede anlamlı bir nedensellik gözlemlenmemiştir. Bu bağlamda her iki tablo beraber değerlendirildiğinde (1989-2010) döneminde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik olduğu düşünülmektedir.

Tablo. 3.3.1.-3 Finansal gelişme ve ekonomik büyüme göstergelerinin kendi içlerindeki nedensellik ilişkisi (1989-2010)

Gecikme sayısı	$y \leftrightarrow k$				$hi \leftrightarrow bi$			
	$k \rightarrow y$		$y \rightarrow k$		$hi \rightarrow bi$		$bi \rightarrow hi$	
	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri
1	1.5795 8	0.2124	0.9136 9	0.3419	8.1515 2	0.0054	0.5571 4	0.4575
2	1.1128 1	0.3337	0.5767 4	0.5641	3.9874 3	0.0224	2.1224 0	0.1265
3	2.5906 3	0.0589	1.7629 2	0.1614	2.6413 3	0.0554	2.5548 4	0.0616
4	2.5853 9	0.0439	1.3244 3	0.2690	1.8794 0	0.1232	1.7313 3	0.1523
5	2.4601 1	0.0412	1.1149 6	0.3604	1.7175 1	0.1419	1.4318 9	0.2236
6	2.0394 3	0.0724	1.1023 6	0.3703	2.3478 1	0.0406	1.4422 4	0.2118
7	2.0286 5	0.0649	1.1885 6	0.3221	1.7759 2	0.1076	1.1360 9	0.3521
8	1.8043 3	0.0936	1.1403 0	0.3500	1.6034 0	0.1426	1.3049 7	0.2582
9	1.3310 4	0.2413	0.9967 7	0.4530	1.6429 2	0.1245	1.2460 1	0.2860
10	1.2779 0	0.2656	0.8893 4	0.5487	1.8528 3	0.0726	1.0728 3	0.3985
11	1.1767 3	0.3258	0.9763 3	0.4792	1.9214 2	0.0576	1.7121 8	0.0966

Yukarıdaki 3.3.1-3 numaralı tablomuzda ise finansal gelişme ve ekonomik büyüme göstergelerinin kendi aralarındaki nedensellik ilişkisi görülmektedir. Bu tabloyu hazırlamamızdaki temel neden, finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından nedensellik anlamında ulaştığımız sonuçların tutarlılığını; finansal gelişme ve ekonomik büyüme göstergelerinin kendi içlerindeki nedensellikleri çerçevesinde test edebilmektir. Zira iktisat teorisi çerçevesinde yatırımlar ve büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yatırımlardan büyümeye doğru; (mevduatlar/gsyih) oranındaki değişim ve (özel sektöre verilen krediler/gsyih) oranındaki değişim arasındaki nedenselliğin ise mevduatlardan kredilere doğru olması beklenmektedir. Talodan da görülebileceği gibi ulaşılan sonuçlar bu anlamda iktisat teorisini desteklemektedir. (3-8) dönem gecikme aralığında yatırımlardaki değişimden ekonomik büyümedeki değişime doğru bir nedensellik görülürken; diğer yöne doğru bir nedensellik hiçbir gecikmede gözlemlenmemiştir. Diğer taraftan (1-3), 6. ve (10-11) gecikme aralığında (mevduatlar/gsyih) oranındaki değişimden, (özel sektöre krediler/gsyih) oranındaki değişime doğru güçlü bir nedensellik görülürken; diğer yöne doğru olan anlamlı bir nedensellik ilişkisi sadece 3. gecikmede elde edilmiştir. Özetle yatırımlardan ekonomik büyümeye ve tasarruflardan kredilere doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığı gözlemlenmiştir. Nedensellik ilişkisinin belirli bir süreç içinde ele alınmasının temel avantajı ilişkinin zaman içindeki değişimini gözlemleyerek, bu değişimlerin iktisat kuramı bağlamında doğruluğunu değerlendirmeye fırsat tanınması olduğu düşünülmektedir. Örnek vermek gerekirse; iktisat kuramı çerçevesinde yatırımların yapıldığı anda ekonomik büyümeye etki etmesi beklenmemekte; belirli bir gecikmeyle ekonomik büyümeye etkisi olacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda nedensellik ilişkisi anlamında da yatırımlardan büyümeye doğru bir nedenselliğin belirli bir gecikmeyle oluşması, yapılan analizin tutarlılığını kontrol etmekte önemli bir bulgu olmaktadır. Bu çerçevede finansal gelişme ve ekonomik büyüme değişkenlerinin kendi içlerindeki ve aralarındaki nedensellik ilişkilerini 11 dönemlik gecikme aralığında analiz ettiğimiz yukarıdaki tablolar aşağıda maddeler halinde özetlenmektedir.

- (1) Yatırımlardaki değişimden GSYİH'daki değişime doğru güçlü bir nedensellik gözlemlenmiştir. ($k \rightarrow y$)
- (2) Tasarrufların GSYİH'ya olan oranındaki değişimden özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya olan oranındaki değişime doğru bir nedensellik gözlemlenmiştir. ($h_i \rightarrow b_i$)
- (3) Yatırımlardaki değişimden, hem özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranındaki değişime hem de mevduatların/GSYİH'ya oranındaki değişime doğru güçlü bir nedensellik gözlemlenmiştir. ($k \rightarrow b_i, h_i$)
- (4) GSYİH'daki değişimden, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranındaki değişime doğru güçlü; mevduatların/GSYİH'ya oranındaki değişimden GSYİH'daki değişime doğru zayıf bir nedensellik ilişkisi görülmüştür. ($y \rightarrow b_i, h_i$)

SONUÇ

Tezimizin bu son bölümünde şu ana kadar incelediğimiz çalışmalar, elimizdeki veriler ve yaptığımız analizler ışığında ulaştığımız sonuçları; Türkiye için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin değerlendirilmesi bağlamında yorumlamaya çalışacağız. Bu değerlendirme bölümünde öncelikle Türkiye’de finansal sistemi ve bileşenleri; sonrasında finansal entegrasyon sürecinde bu bileşenlerin rolleri ve en son olarak ekonomik büyüme açısından finansal gelişmenin önemi hakkında ulaştığımız sonuçlar ortaya konmuş; aşağıda maddeler halinde özetlenmiştir. Bu özeti hazırlanmasında genel olarak bölüm sonlarında yaptığımız “çıkarımlar”dan yararlanılmıştır.

- (i) Tarihsel olarak bakıldığında Türk Bankacılık Sektörü tasarrufların yatırıma dönüşmesi sürecinde en önemli kurumsal bileşen olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle 1990’lı yıllardan sonra iç tasarrufların finansal sisteme girişinde ve bu tasarrufların banka mevduatı olarak değerlendirilmesinde ciddi bir artış görülmektedir. Bu bağlamda Türk finansal sisteminin banka temelli bir yapıya sahip olduğu düşünülmektedir.
- (ii) Osmanlı Dönemi’ni saymazsak; Cumhuriyet döneminden 1980 yılına kadar geçen süreçte bankacılık sektörü devlet bankalarının ağırlıkta olduğu ve devlet eliyle kurulan sanayinin fonlanması için gerekli kaynağın sağlanmasında rol oynayan bir görüntü sergilemiştir. Diğer taraftan küresel ekonomi kaynaklı ya da ülke ekonomisinden kaynaklanan ekonomik sorunların yaşandığı dönemlerde bankacılık sektörü yukarıdaki işlevine ek olarak devletin borç bulma kaynağı olarak görev yapmıştır. Bu süreçte bankacılık sektörü özel sektöre kredi vermek suretiyle yatırımlara ve dolayısıyla büyümeye olumlu katkıda bulunmak bağlamında finansal aracılık işini etkin biçimde yürütememiştir. Sektörün bu süreçte karşısındaki en büyük engel üzerindeki kamu borcu finansman yükü olmuştur.

- (iii) 1989 yılında sermaye akımlarının serbestleşmesiyle beraber Türk bankacılık sektörünün dünya finansal piyasalarıyla entegrasyon süreci başlamıştır. Bu süreçte uygulanması gereken denetim ve yönetim esasları, hesaplanması gereken riskler ve tedavi edilmiş olması gereken ekonomik yapısal sorunlar çerçevesinde oluşan zaaflar; bankacılık sektörünün küresel ve yerel ekonomik krizlerden oldukça olumsuz etkilenmesine neden olmuştur. 1989-2003 döneminin başlıca ekonomik sorunlarından olan yüksek bütçe açıkları ve kamu kesiminin likidite ihtiyacı, bankacılık sektörünü halktan borç alan; bu borcu daha yüksek faizle kamuya satan, aradaki yüksek karla varlığını sürdüren, karlılığı yüksek fakat tasarruf-mevduat-kredi-yatırım-büyüme kanalı açısından etkin olmayan bir sektör haline getirmiştir. Bu dönemde kamu sermayeli bankaların görev zararları bankacılık sektörünün verimliliğini çok düşürmüştür; finansal aracılık işini etkin biçimde yapmasını büyük oranda engellemiştir.
- (iv) 2001 yılında yaşanan finansal krizden sonra bankacılık sektörünün risk odaklı denetim ve yönetim çerçevesinde yapısal bir değişim yaşaması, denetimin bağımsızlaşması, sektörün özkaynak ve sermaye yapısının güçlenmesi ve kamu borç yükünün azalması; bankacılık sektörünün üzerinden baskının kalkmasını sağlamıştır. 2003-2008 döneminde tüm dünyadaki likidite bolluğu ve yukarıda sıraladığımız olgular bankacılık sektörünün geleneksel finansal aracılık işini yapabilmesini sağlayan bir ortam yaratmıştır. Bu dönemde BDDK bankacılık sektörünün yapısal sorunlarının çözümünde çok önemli bir rol oynamıştır. Bankacılık sektörünün bireysel bankacılık konusuna yoğunlaşması; bireysel kredi ve kredi kartı kullanımını önemli derecede arttırmıştır. Bu bağlamda bankacılık sektörünün verdiği bireysel kredilerin iç talepte yarattığı ve reel sektöre verdiği kredilerin üretimde yarattığı artış çerçevesinde ekonomik büyümeyi olumlu katkı yaptığı düşünülmektedir. Diğer taraftan 2003 yılından sonra özel sektöre verilen kredilerde görülen oransal artışlar, bu kredilerin mutlak olarak etkin yatırımlar haline geldiği anlamına gelmemektedir.

- (v) 2007 Temmuz ayından sonra dünya ekonomilerini çok olumsuz etkileyen küresel ekonomik krize rağmen, Türk bankacılık sektörü büyümeye devam etmiştir. Birçok sektörün küçüldüğü bir ortamda halen istihdam yaratma ve karlılık anlamında ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunmaktadır. Sektörün yapısal olarak gücü devam etmektedir. Başta sermaye yeterlilik oranı olmak üzere finansal sağlamlık göstergeleri sektörün krizden diğer sektörlerle oranla çok daha az etkilendiğini göstermektedir. Sektörde kur riski bulunmamaktadır. Diğer taraftan takibe düşen kredilerdeki artış ve faizlerdeki olası artışların bankacılık sektörünün elindeki DİBS'lerin fiyatını düşürmesi sonucu varlıklarındaki olası azalma risk olarak görünmektedir. 2009 Haziran itibarıyla 2008 başından itibaren azalmaya başlayan mevduat ve kredilerde tekrardan hareketlenme başlamıştır. Buna ek olarak krize karşı uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının sonucunda oluşacak bütçe açıklarının bankacılık sektörü vasıtasıyla finansmanı halinde muhtemel olarak 2001 öncesi dönemdeki gibi sektörün finansal aracılık işini yapmasında engeller oluşturacaktır.
- (vi) Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından bakıldığında; 1980 öncesi dönemde bankacılık sektörünün finansal aracılık yapmaktan çok kamu yatırımlarını ve kamu borçlarını finanse etmek için kullanıldığını görmekteyiz. Bu anlamda ekonomik büyümeye olan dolaylı katkısı çerçevesinde bu süreci değerlendirmenin çok anlamlı olmadığını düşünüyoruz. 1980 sonrası Türkiye'de ise liberalleşme ve 1989 sonrası serbestleşen sermaye akımları çerçevesinde bankaların daha evvel yüklenmedikleri bir görevi yüklendiklerini; fakat bu görevi yerine getirmede altyapı olarak yeterli olmadıklarını görmekteyiz. Bu dönemde yaşanan finansal krizlerde bankacılık sektörünün gösterdiği performans bu anlamda bu tespiti doğrulamaktadır. 1980-2001 sürecinde bankacılık sektörü hem geçmişten gelen kamu borcu finansmanı görevini hem de yeni olduğu hanehalkı ve firmalar arasında yurtiçi ve yurtdışı fon akışını sağlama işini beraber yürütmek durumunda kalmıştır. Bu dönemde bankacılık sektörü, kamu borcu finansmanından elde ettiği dönemsel

yüksek karlılığı, klasik bankacılığın göreceli az ama sürekli karlılığına tercih eden bir görüntü sergilemiştir. Bu süreçte bankacılık sektörünün ekonomik büyümeye olan katkısının finansal krizler ve yüksek kamu borç finansmanı çerçevesinde sınırlı olduğunu düşünülmektedir. 2001 krizinden sonra finansal sektörün ve dolayısıyla bankacılık sektörünün; yapısal olarak yaşadığı reformlar, küresel konjonktür ve likidite bolluğu çerçevesinde ekonomik büyümeye olan katkısının olumlu olduğu düşünülebilir. Ekonomik kriz çerçevesinde Türk ekonomisindeki diğer sektörlerin küçülmesi ya da büyümemesi; iç talebin büyük bir kısmının bireysel kredi ve kredi kartlarıyla finanse edilmesi; sektörün yarattığı istihdam ve sektörün tek başına karlılığı göz önüne alındığında sektörün büyüme içindeki payının göreceli olarak arttığını düşündürmektedir.

- (vii) Yukarıda bankacılık sektörünün ekonomik büyümeye olan etkisi ile ilgili ifade ettiğimiz düşünceler, tasarrufların finansal sisteme giren kısmı çerçevesinde yaptığımız analiz çerçevesinde oluşmuştur. Diğer taraftan yatırımların sadece bankacılık sektörü ve finansal sistemdeki diğer bileşenler tarafından fonlanmadığı düşünüldüğünde, bu analizin kısmi bir anlamlılık ifade ettiği söylenebilir. Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini araştıran birçok çalışmada belirtildiği gibi tasarrufların hepsinin finansal sistemde değerlendirmesi gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Özellikle Türkiye gibi finansal ürünlerin kullanımının yeni olduğu ekonomilerde; tasarruflar daha çok geleneksel olarak altın, gayrimenkul, nakit (yastıkaltı) olarak değerlendirilebilmektedir. Buna ek olarak yatırımların tamamen finansal sistem tarafından fonlanması gibi bir zorunluluk da söz konusu değildir. Firmalar yatırımlarını özkaynaklarından ya da dağıtılmamış şirket karlarından da yapabilmektedirler. Bu anlamda herhangi bir ekonomi için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin değerlendirilmesi açısından, analiz edilen ekonomideki özel tasarruf ve yatırım alışkanlıkları da göz önüne alınmalıdır.

- (viii) Türkiye’de ilk menkul kıymet borsasının kurulmasından, 1986 yılında İMKB’nin faaliyete geçmesine kadar geçen süreçte; hisse senetlerinin

sermaye piyasalarının içinde kullanımının olduğu söylenemez. Tarihsel süreçte 1986 yılına kadar Türk bankacılık sektörünün finansal sistem içindeki ağırlığından önceki tespitlerimizde bahsetmiştik. Bu anlamda gelenek olarak Türkiye finansal sistemine giren tasarrufların yatırıma dönüştürülme işi 1986 yılına kadar tamamen bankalar tarafından yürütülmüştür.

- (ix) İMKB’de işlem gören başlıca iki tane menkul kıymet grubu bulunmaktadır. Bunlar hisse senetleri ve borçlanma senetleridir. Hisse senetleri özel kesim tarafından; borçlanma senetleri de devlet tarafından ihraç edilmektedir. Özel sektörün ihraç ettiği tahvil ve bonoların ise kullanımı yoktur. Kısaca tasarruf sahipleri portföy yatırımı için İMKB’yi tercih ettiklerinde, tasarruflarını değerlendirebilecekleri hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetleri olmak üzere iki seçenekleri vardır. Türkiye’de bu anlamda yurtiçi tasarrufların % 10,1’i devlet iç borçlanma senetlerinde değerlendirilirken; % 4,5’i hisse senedi piyasalarında değerlendirilmektedir. Buna karşılık dış kaynaklı tasarrufların küçük bir oranı bankacılık sektöründe mevduat olarak değerlendirilirken, büyük kısmı hisse senedi ve devlet iç borçlanma senedi olarak tutulmaktadır. Yurtdışı yerleşiklerin tasarrufları, yurtiçi tasarruflara eklendiğinde toplam tasarrufların % 10,1’i hisse senedi piyasalarına girmektedir. Bu bağlamda bankaların finansal sisteme giren tasarrufların % 70’ini toplama ve bu tasarrufların % 80’ini kredi haline dönüştürme gücü ile karşılaştırıldığında, hisse senedi piyasalarının tasarrufları yatırıma dönüştürmede oynadığı rol çok daha küçük olmaktadır.
- (x) İMKB 1986 yılından bu yana sürekli büyüme göstermiş; günümüzde dünya borsaları içinde önemli bir konuma gelmiştir. Bunun yanında piyasa değeri olarak gelişim sürecine bakıldığında; gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalarla aynı dönemlerde büyüüp aynı dönemlerde küçülmesine rağmen, bu büyümenin ve küçülmenin yüzdesel olarak miktarı her iki piyasanın borsalarının çok üzerinde seyretmiştir. Bu bağlamda İMKB’nin zaman zaman dünyada en çok kazandıran ve kaybettiren borsası ünvanını alması şaşırtıcı değildir. Piyasa değerinin bu

kadar sert hareketlerle azalıp çoğalması hisse senedi piyasasının spekülative hareketlere açık olmasıyla ve derinliğinin olmamasıyla bağlantılıdır. Özellikle yurtdışı yerleşiklerin Türkiye’de değerlendirdikleri tasarruflarının % 61,5’inin hisse senedi piyasalarına gittiği düşünüldüğünde ve bu miktarın aşağı yukarı hisse senedi piyasasına giren miktarın yarısı olduğu göze alındığında; bu tasarrufların hisse senedi piyasasından çıktığında yaratacağı etki tahmin edilebilir. 1989 yılından sonra Türkiye sermaye piyasalarının dünya sermaye piyasalarına açılmasıyla, hisse senedi piyasalarında dalga boylarının artması bu anlamda bir tesadüf değildir.

- (xi) Hisse senedi piyasaları yapıları itibariyle olumlu ve olumsuz gelişmelere en erken tepki veren piyasalardır. 1986-2001 sürecinde İMKB olumlu ve olumsuz beklentilere gelişmekte olan ve gelişmiş hisse senedi piyasalarına göre daha çok tepki vermesine karşın;. 2002-2007 döneminde ekonomik ve politik değişimlere karşı verdiği olumlu ve olumsuz tepkiler 2001 öncesi döneme göre oldukça azalmış; gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların verdikleri ortalama tepkilere yaklaşmıştır. Bu gelişmenin ardında dünya piyasalarındaki likidite bolluğu ve 2001 sonrası Türk finansal sisteminde görülen yapısal değişim olduğu düşünülmektedir. Kriz sürecinde hisse senedi piyasalarının verdiği tepki gene 2001 öncesindeki gibi ani bir düşüş ve ardından hızlı bir toparlanma şeklinde olmuştur. Bu tepki dünya hisse senedi piyasalarının verdikleri tepkilerle uyumludur.
- (xii) İncelediğimiz dönemde Türkiye’de hisse senedi piyasalarının ekonomik büyümeye olan katkısı açısından olumlu ya da olumsuz bir yorum yapmanın mümkün olmadığını düşünüyoruz. Fakat araştırmamız sonucunda oluşan kanı; Türkiye açısından hisse senedi piyasalarının tasarruf-yatırım ilişkisi için gerekli likiditeyi sağlamaktan çok; kısa dönemli sermaye hareketlerinden spekülative kazanç elde etmek için kullanıldığı yönündedir. Bu bağlamda yaptığımız finansal gelişme tanımlaması çerçevesinde hisse senedi piyasası uygulama bölümünde yaptığımız analize dahil edilmemiştir.

- (xiii) 1980 senesi Türkiye açısından ekonomik ve finansal entegrasyonun başlangıç tarihi olmuştur. Bu tarihten sonra devletin hem ekonomi hem de finansal sistem üzerindeki etkisinin azalması arzulanmıştır. 1980 sonrasında ekonomik ilişkiler açısından yaşanan bu serbestleşme süreci, 1989 senesinde sermaye akımlarının da serbestleştirilmesiyle beraber yeni bir boyut kazanmıştır. Tüm makroekonomik büyüklüklerin piyasa koşulları tarafından belirlenmesi temel düşüncesi çerçevesinde yapılan reformlar sonucunda özellikle işsizlik, dış borç, gelir dağılımı, cari açık gibi konularda ekonomi 1980 öncesiyle karşılaştırıldığında daha kötü performans göstermiştir. 1980 öncesiyle karşılaştırıldığında GSYİH miktarı giderek artmasının yanında bu artışın bölüşümünde ortaya çıkan adaletsizlik belirli bir kesimi dünyadaki yüksek gelir sahibi kesim ile doğrudan entegre ederken; düşük gelirli kesimi bu entegrasyonun dışarısında bırakmıştır.
- (xiv) 1989 tarihinde sermaye akımlarının serbestleşmesi, Türkiye'ye hızlı biçimde yüksek miktarda yabancı sermayenin girmesine ve risk algıladığı noktada aynı hızda terk etmesine neden olmuştur. Teorik olarak ekonomik entegrasyonun işlemesi açısından en önemli adım olan bu süreç; kısa süre içinde Türkiye'nin dahil olduğu gelişmekte olan ekonomilerin yüksek reel faizler karşılığı likiditeyi satın aldıkları bir süreç haline dönüşmüştür. Bu da bir anlamda likit varlıkların ticari işlemlere aracılık etmesinden ziyade; bu varlıkların ticaretinin yapıldığı bir entegrasyon süreci yaratmıştır. Sermaye akımlarını ülke sınırları içinde tutmak için ödenen yüksek reel faizler ise GSYİH'nın büyük bir bölümünün faiz ödemelerine gitmesine neden olmuştur.
- (xv) Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının bu olumsuz etkileri yanında doğrudan yabancı sermaye yatırımları istihdam ve ekonomik büyüme açısından olumlu olabilecek bir ortam yaratmıştır. Buna karşılık bu yatırımları ülkeye çekebilmek için politik ve ekonomik olarak bazı tavizler verilmek zorunda kalınmıştır.
- (xvi) İthalat-ihracat dengesi cari işlemler açığının giderek artmasıyla sonuçlanmıştır. İhracatın giderek artması olumlu bir gelişme olarak

gözükse de; bu ihraç mallarının ithal ara mallarla üretilmesi, ihracat arttıkça ithalatın daha fazla artmasına neden olmuştur. Yukarıda da daha evvel bahsettiğimiz gibi ödemeler dengesinin sağlanması için gerekli sermaye miktarı yüksek reel faizler karşılığında temin edilmiştir. Bu süreç gelir anlamında hem ihracatçı hem de ithalatçı açısından olumlu bir süreç yaratırken; diğer taraftan ödenen yüksek reel faizlerin bedeli vergi yükü olarak geri dönmüştür. Vergi tabanının da temel olarak memur, işçi ve emeklilerden oluştuğu düşünüldüğünde gelir dağılımındaki bozulmanın nedeni daha net anlaşılabilmektedir.

(xvii) Finansal entegrasyon sonucunda, Türkiye dünyadaki ekonomik dalgalanmalardan oldukça olumsuz etkilenmiştir. Bu süreçte firmaların ve bankaların yeni bir borç kaynağı ile karşı karşıya olması, risk yönetiminden uzak bir şekilde borçlanmalarına neden olmuş; yurtdışından ucuza kredi bulup daha yüksek faizle devlete satmak temel kazanç kaynaklarından biri haline gelmiştir. Bu bağlamda bankalar temel işlevleri olan tasarruf-mevduat-kredi-yatırım ilişkisini kurma; firmalarsa üretim yapma konusunda etkinlikten uzaklaşmıştır. Diğer taraftan dünya piyasalarındaki olumsuz gelişmelerden yabancı sermayenin derhal etkilenerek ülkeden çıkması; aşırı kur riski alan firmaları ve bankaları krize sokmuştur. Yukarıda bahsettiğimiz sebeplerden dolayı zaten etkin olarak işlemeyen bankalar ve firmalar kriz nedeniyle daha da zor duruma düşerek ekonomik büyümeyi de olumsuz etkilemişlerdir. Yaşanan krizler sonucunda piyasanın tekrardan toparlanabilmesi için devlet müdahaleleri kaçınılmaz olmuştur. Bu bağlamda gerekli likiditeyi sağlamak için devletin borç bulma girişimleri, borç veren kurum ve kuruluşların politik ve ekonomik anlamda Türkiye'ye müdahale edebilmelerine imkan tanımıştır.

(xviii) Teorik olarak kabul ettiğimiz finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkinin temelinde, finansal sistemin uygun şartlar altında işlediği varsayımı yatmaktadır. Temel işlevi tasarrufları yatırım haline dönüştürmek olan finansal sistemlerin, farklı şartlar altında farklı fonksiyonları olabilir. Bu anlamda her finansal sistemi kendi şartları ve

tarihsel geçmişi ile değerlendirmeden, finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisinin gücü ve yönü hakkında sadece ampirik bulgulara dayanan yorumlar yapmak çok sağlıklı olmayacaktır.

- (xix) Özellikle kamu sektörünün borçlu olduğu ekonomilerde finansal sistem devletin borcunu finanse etme kaynağı olabilmektedir. Bu çerçevede yüksek reel faizlerle borçlanan devlet, öncelikle finansal kuruluşlara daha sonrasında da bu kuruluşlarda tasarruflarını değerlendirenlere katkı sağlamaktadır. Diğer taraftan borcun geri ödenmesi aşamasında bu faiz yükü vergi olarak hanehalklarının üzerine binmektedir. Buna ek olarak yüksek reel faizler nedeniyle, normal şartlarda reel yatırım haline dönüşebilecek fonlar, portföy yatırımları haline gelmektedir.
- (xx) Finansal entegrasyon sürecinin temelinde yatan sermaye hareketliliği; sermayenin en çok kazandığı yere doğru hareket etmesiyle sonuçlanmıştır. Buna karşılık küresel sermayenin en ufak risk karşısında geldiğinden çok daha hızlı şekilde tekrardan başka bir finansal sistemin içine girmesi; giderken de yanında çıktığı finansal sistemdeki sermayenin bir kısmını arbitraj yoluyla ya da faiz olarak götürmesi; sermayenin küresel anlamda el değiştirmesine neden olmaktadır. Bu bağlamda özellikle sermaye giriş ve çıkışlarında kontrolün az olduğu gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde bu durum finansal krizlere neden olabilmektedir. Diğer taraftan sıcak para girişi sayesinde likidite bolluğunun bir sonucu olarak bu tarz ekonomilerde tüketim ve ithalat eğilimi artmaktadır. Sermaye akışının tersine dönmesi durumunda ortaya çıkan kur riski, döviz anlamında büyüyen borç ve yüksek reel faiz ödeme zorunluluğu, ekonomiyi negatif etkileyen birçok olumsuz süreci beraberinde getirmektedir.
- (xxi) Türkiye için 1989-2010 döneminde finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisi açısından yaptığımız ampirik çalışma sonucunda ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu çerçevede bankacılık sektöründeki mevduatların ve sektörün özel sektöre verdiği kredilerin artıyor olmasının ardında ekonomideki büyümenin olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda Türkiye’de yatırımlar,

dolayısıyla büyüme bankacılık sektörünün yarattığı kredi hacminden çok; özsermaye, dağıtılmamış şirket karları ve yabancı sermaye gibi olgularla ilişkilendirilmiştir. 2003 yılından sonra bankacılık sektörünün özel sektöre verdiği kredilerdeki artışın arkasında; kamu borç yükünün giderek azalması diğer taraftan özel sektörün borç yükünün artması ve bireysel kredilerde ortaya çıkan artışlar olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda başka kaynaklar sayesinde artan yatırımların ve bunun sonucu olarak artan gelirin değerlendirileceği yer finansal piyasalar olmaktadır. Bankacılık sektörünün 1980-2001 arasında oynadığı kamu borcunu finanse etme işi; 2003-2010 döneminde daha çok özel sektörün borç yükünü finanse eden ve tüketimi destekleyen kredi satışı halini almıştır.

(xxii) Bunun yanında farklı finansal gelişme ve ekonomik büyüme değişkenleriyle yapılacak analizlerde farklı sonuçlara ulaşmak mümkün gözükmemektedir. Bu farklılığın nedeni, finansal gelişmenin tanımlanması aşamasında ortaya çıkmaktadır. Kısaca “Finansal sistemlerin tasarrufları toplamada ve yatırım haline getirmekteki etkinliğinde artış” olarak özetleyebileceğimiz “finansal gelişme” tanımımız bu anlamda yaptığımız ampirik çalışmada seçtiğimiz değişkenleri ve bu değişkenlerin ifade ediliş biçimlerini etkilemiştir. Buna karşılık finansal gelişmenin farklı biçimde tanımlandığı ve bu tanıma göre de değişkenlerin belirlendiği başka bir çalışmada, başka sonuçlar elde etmek kaçınılmazdır. Kısaca aynı ekonomi için finansal gelişme-ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ampirik olarak sınımasında çıkan farklı sonuçların ardında birçok değişken yatmaktadır.

(xxiii) Finansal sistemlerin işledikleri ekonomik ortam çerçevesinde şekillenmeleri, her finansal sistemin işlevinin birbirinden farklı olduğu düşüncesini beraberinde getirmektedir. Kısaca fonksiyonları açısından her finansal sistem için ortak bir tanım yapmanın doğru olmadığı; varolduğu ekonomik ortam çerçevesinde bu fonksiyonların değerlendirilmesi gerektiği düşünülmektedir. Bu bağlamda hem Türkiye hem de diğer ülkeler açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin, sadece verilere dayalı bir çalışmanın sonuçlarına göre değerlendirilemeyecek

kadar ayrıntılı bir konu olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Türk finansal sistemi açısından finansal gelişme ve ekonomik büyümeyi temsilen doğru değişkenlerin seçilmesinin; finansal sistemin hangi kanal ya da kanallar yoluyla reel ekonomiye etki yaptığının tespitinin; finansal serbestleşme sürecinde “gelişmekte olan piyasalar” tanımı içinde Türkiye finansal sisteminin işleyişinin ve bu işleyişin sonuçlarının yapılacak değerlendirmelerde kritik konular olduğu düşünülmektedir.

- (xxiv) Ülkelere ait finansal sistemlerin küresel finansal sisteme sağlıklı biçimde entegre olması için sağlaması gereken bazı şartların oluşması gerekmektedir. Finansal sistemlerin işlemlerini sağlayan yapısal özellikler dışındaki bu şartlar; sağlam kamu finansmanı ve kamu borcu yönetimine, istikrarlı bir para politikasına, yerel finansal piyasaları dengeleyen ve uluslararası finansal ilişkileri düzenleyen bir merkez bankasına ve iyi işleyen bir hisse senedi piyasasına sahip olmak olarak özetlenebilir.
- (xxv) Finansal sistemlerin iyi işlemesi için yukarıda bahsedilen şartların yanı sıra; sistemin çalıştığı fiziksel ortamın da elverişli olması gerekmektedir. Bu şartlar; iyi yönetilen bir hükümet ve temsil yeteneğine sahip politik kurumlar, bağımsız yargı ve hukuk sistemi, mülkiyet hakkının korunuyor olması ve finanstan sorumlu mercinin (maliye bakanlığı), merkez bankası yöneticilerinin, kurumsal olarak finansal sistemin içindeki diğer unsurların finansal sağduyuya sahip olmaları şeklinde sıralanabilir.
- (xxvi) Ülkeden ülkeye farklılık gösteren tasarruf ve yatırım biçimleri, finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin incelenmesinde mutlaka göz önünde bulundurulmalıdır. Kısaca finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin sağlıklı biçimde incelenmesi için nasıl ülke ekonomisine ait temel özelliklerin bilinmesi gerekiyorsa; aynı şekilde hanehalklarının tasarruf ve yatırım alışkanlıkları da gözden geçirilmelidir.
- (xxvii) Türkiye açısından yaptığımız analiz sonucunda; finansal sistemin finansal içsel büyüme modellerinde iddia edildiği gibi büyümenin motoru olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşılık finansal sistemin ekonomik büyüme artarken ya da azalırken gerekli likidite ihtiyacını karşılayarak büyümenin devamlılığını sağlamak gibi temel bir fonksiyonu olduğu

düşünölmektedir. Finansal sistemin etkin biçimde işlemediğı bir ekonomide finansal entegrasyon sonucu kontrolsüz bir büyüme ve küçölme yaşanabilmektedir. Bu süreçlerde finansal sistem ekonomi büyürken sürekliliğı; küçölürken aşırı küçölmenin önüne geçecek işlevleri yerine getirememektedir. Sonuç olarak tasarruf-yatırım ilişkisini sağlamada etkinliğı ifade eden finansal gelişme, ekonomik büyümenin temel motivasyonu olmasa bile ekonomik büyümenin sağlıklı bir şekilde yaşanması açısından çok önemlidir. Bu bağlamda finans büyüme arasında her zaman ve her yerde pozitif ya da negatif bir ilişki olduğı iddia edilemez. Finansal sistemin özellikleri, nasıl yönetildiğı ve hangi şartlar altında işlediğı bu etkinin derecesini ve yönünü belirlemede önemli unsurlardır.

KAYNAKÇA

- Acavracı, Ali; Öztürk İlhan ve Acavracı, Sibel: “Finance – Growth Nexus: Evidence from Turkey”, **International Research Journal of Finance and Economics**, Sayı 11 ,2007, ss.30-37
- Aizenman ,Joshua “Financial Opening and Development: Evidence and Policy Controversies”, **The American Economic Review**, C. 94, 2004, ss. 65-70
- Altunç, Ömer Faruk: “Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin ampirik bir analizi”, **Eskişehir Osmangazi İBBF Dergisi**, Ekim 2008, ss.113-127
- Akkay, R.C.: **Recent developments in the financial intermediation theory: A case study for Turkey**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004, İstanbul, ss.65-66

- Ang, J.B.: “Are saving and investment cointegrated? The case of Malaysia (1965–2003)”, **Applied Economics**, C. 39, 2007, ss. 2167–2174.
- Ang J.B. ve McKibbin Warwick J.: “Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia”, **Journal of Development Economics** , C. 84, 2007, ss. 215-233
- Ang, James B.: “A survey of recent developments in the literature of finance and growth”, **Journal of Economic Surveys**, C.22, 2008, ss. 538-540
- Arestis P., Demetriades P.: “Finance and Growth: Is Schumpeter ‘Right’?”, **Análise Econômica**, C. 16, 1998, ss. 5-21
- Arestis, P. ve Demetriades, P.O.: “Financial development and economic growth assessing the evidence.” **Economic Journal** C.107, 1997, ss.783–799

Arestis, P., Demetriades, P.O. and Luintel, K.: “Financial development and economic growth: the role of stock markets”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, C. 33, 2001, ss. 16–41

Arestis, P., Demetriades, P.O., Fattouh, B.: “The impact of financial liberalization policies on financial development: evidence from developing economies”, **International Journal of Finance and Economics**, C. 7, (2002), ss. 109–121.

Atje, R, and B. Jovanovic.: 1993, “Stock markets and development”, **European Economic Review**, C.37, ss. 632-640

Balassa, Bela: “Financial Liberalization in Developing Countries”, **Development Economics Working Papers WPS 55**, The World Bank, Eylül 1989, ss.1-6

Barro R.J.: “Economic growth in a cross section of countries”, **Q,J,E**, C.106, Mayıs 1991, ss.407-443

- Beck, T., Levine, R. and Loayza, N.: “Finance and the sources of growth.” **Journal of Financial Economics**, C. 58, 2000, ss. 261–300
- Beck, T. and Levine, R., “Stock markets, banks, and growth: panel evidence”, **Journal of Banking and Finance**, C. 28, 2004,ss. 423–442
- Bell, C. and Rousseau, P.L.: “Post-independence India: a case of finance-led industrialization?”, **Journal of Development Economics**, C.65, 2001, ss. 153–175
- Benhabib, J. and Spiegel M.M.: “The role of financial development in growth and investment”, **Journal of Economic Growth**, C.5, 2000, ss.341–360
- Benston G.J and Smith, C.W.: “A transaction cost approach to the theory of financial intermediation”, **The Journal of Finance**, 1976, ss. 215-231

- Bloch, Harry ve Tang, S.H.K.: “The role of financial development in economic growth”, **Progress in Development Studies**, C.3(3), 2003, ss.243-244
- Bhattacharya, P. C. ve Sivasubramanian, M.N.: “Financial development and economic growth in India: 1970-1991 to 1998-1999”, **Applied Financial Economics**, 2003, C.13, ss.925-929
- Boratav, Korkut ve Yeldan, Erinç.: “Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution”, **CEPA Working Papers**, Ocak 2002, ss.1-41
- Calderon, C. and Liu, L.: “The direction of causality between financial development and economic growth”, **Journal of Development Economics**, C. 72, 2003, ss. 321–334
- Caporale, G.M., Howells, P.ve Soliman, A.M.: “Endogenous growth models and stock market development: evidence from four countries”, **Review of Development Economics**, C. 9, 2005, ss.166–176

- Choe, C. and Moosa, I.A.: “Financial system and economic growth: the Korea experience” **World Development**, C. 27, 1999, ss.1069–1082
- Christopoulos, D.K. and Tsionas, E.G.: “Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests”, **Journal of Development Economics**, C. 73., 2004, ss. 55–74
- Cizre-Skallıoğlu, Ümit and Yeldan, Erinç.: “Politics, Society and Financial Liberalization: Turkey in the 1990’s”, **Development and Change**, C.31, 2000, s.484
- Crutsinger, Martin.: “China increases holdings of U.S. Treasury bonds”, **Washington Post**, www.washingtonpost.com, May 18, 2010
- Deidda, L. and Fattouh, B.: “Non-linearity between finance and growth.”, **Economics Letters**, C.74, 2002, ss. 339–345
- De Gregorio, J. and Guidotti, P.E.: “Financial development and economic growth.”, **World Development**, C. 23, 1995, ss. 433–448

- Demetriades, P.O. and Luintel, K.B.: “Financial development, economic growth and banker sector controls: evidence from India”. **Economic Journal**, C.106, 1996, ss. 359–374
- Demetriades, P.O. and Luintel, K.B.: “The direct costs of financial repression:evidence from India”, **Review of Economics and Statistics.**, C. 79, 1997, ss. 311–320
- Demetriades, P.O. and Luintel, K.B.: “Financial restraints in the South Korean miracle”, **Journal of Development Economics**, C.64, 2001, ss.459–479
- Demir, Y., Öztürk, E. ve Albeni, M.: “Türkiye’de finansal piyasalar ile ekonomik büyüme ilişkisi”, **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.13, 2007, ss.438-455
- Demir, Fırat.: “A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis”, **World Development**, C. 32, Sayı:5, 2004, s.852

- Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V.: “Law, finance, and firm growth” **Journal of Finance**, C.53, 1998 ss. 2107–2137
- Demirgüç-Kunt, A. ve Maksimovic, V.: “Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm level data”, **Journal of Financial Economics**, C.65, ss.337-363
- Fisher, Irving.: “The Debt-Inflation Theory of Great Depression”, **Econometrica**, C.1 (4), Ekim 1933, ss. 337-357
- Freixas X., Giannini C., Hoggart G., Soussa F.: “Lender of Last Resort: What have we learned since Bagehot?”, **Journal of Financial Services Research**, C.18, 2000, Springer Netherlands
- Gupta, Rangan.: **Essays on financial repression**, University of Connecticut, PhD Thesis, 2005, s.48
- Getrler M.: “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, C.20, 1988, ss.561-562

- Ghali, Khalifa H.: “Financial Development and growth: The Tunisian Experience”, **Review of Development Economics**, C.3(3), 1999, ss. 310-322
- Ghirmay, Teame.: “Financial Development, Investment, Productivity and Economic Growth in the U.S.”, **Southwestern Economic Review**, C.33, 2006, ss.23-40
- Goldsmith, R.W.: “**Financial Structure and Development**”, Yale University, New Heaven, 1969, s.26
- Gurley, J.G. ve Shaw, E.S.: “**Money in a theory of finance**”, Washington DC: The Brooking Institution, 1960, ss. 191-242
- Halıcıoğlu, Ferda.: “The Financial Dvelopment and Economic Growth Nexus for Turkey”, **MRPA Paper No: 3566**, 2007, ss.1-10
- Harris, Richard D.F.: “Stock markets and development: A re-asseement”, **European Economic Review**, C..41, 1997, ss.139-146

- Henry, P.B.: “Do stock market liberalizations cause investment booms?”, **Journal of Financial Economics**, C..58, 2000, ss. 301–334
- Ibrahim, Mansor H.: “The role of the financial sector in economic development: the Malaysian case”, **Int. Rev. Econ.**, Sayı:54, ss.463-483
- İMKB Faaliyet Raporu 2007; ss.11-12
- Jeang, Hee Joon.: “**The effects of financial liberalization policy on the financial system, financial asset preferences an economic growth in Korea**”, PhD Thesis, Oklohoma University, 1996, ss. 19-21
- Jung, W.S.: “Financial development and economic growth: international evidence” **Economic Development and Cultural Change**, C. 34, 1986, ss. 333–346

Kar, Muhsin ve Pentecost, Eric. J.:

“Financial Development and Economic Growth in Turkey: Firther Evidence on Causality Issue”, Loughborough University Department of Economics, **Economic Research Paper No: 00/27**, 2000, ss.4-13

Keskin, E., İnan E.A., Erdönmez P.,

“50. Yılında Bankalar Birliği ve Türkiye’de Bankacılık Sistemi 1958-2007”, Yayın No: 262, Türkiye Banklara Birliği Yayınları, Kasım 2008, s.1

King, R.G. and Levine, R. (1993a).:

“Finance and growth: Schumpeter might be right”, **Quarterly Journal of Economics**, 108, ss. 717–737

Khan, M.A.:

“Financial Development and Economic Growth in Pakistan: Evidence based on Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Approach”, **South Asia Economic Journal**, Sayı.9, 2008, ss.375-391

Levine, Ross.:

“Financial development and economic growth: views and agenda”, **Journal of Economic Literature**, C. 35, 1997, ss. 690–702

- Levine, Ross.: **“Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth”**, In Claude E. Barfield, ed., *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*. Washington, D.C.: AEI Press., Bölüm:6, 1996, s.252
- Levine, Ross., **“The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth”**, *Journal of Money, Credit, Banking*, C.30, 1998, ss. 596-613
- Levine, Ross ve Zervos, Sara.: **“Stock Markets, Banks, and Economic Growth”**, *The American Economic Review*, C.88, No.3, 1998, ss. 537-555
- Levine, Ross.: **“Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Beter?”**, *Journal of Financial Intermediation*, C.11, ss. 398-428
- Levine, Ross.: **“International Financial Liberalization and Economic Growth”**., *Review of International Economics*, C. 9(4), 2001., ss.688-702

- Loizos, Konstantinos.: “The Financial Repression /Liberalization Debate: A survey of Literature”, **UADPhilEcon**, 2006, ss.27-29
- Lucas, R.E., Jr.: “On the mechanics of economic development”, **Journal of Monetary Economics**, C. 22, 1988, s.5
- Luintel, K.B. and Khan, M., “A quantitative reassessment of the finance–growth nexus: evidence from a multivariate VAR”, **Journal of Development Economics**, C.60, 1999, ss.381–405
- Mankiw, N.G.: “The allocation of credit and financial collapse”, **Quarterly Journal of Economics**, C.101, 1986, ss. 455–470
- McGaig, Brian., ve Stengos, Thanasis.: “Financial intermediation and growth: Some robustness results”, **Journal of Economic Letters**, C. 88, 2005, ss.306-312
- Mishkin, Frederic S.: “**The Next Great Globalization**”, Princeton University Press, 2006, ss.2-6

- Morck, Randall ve Nakamura, Masao.: “Banks and Corporate Control in Japan”, **Journal of Finance**, C. LIV, 1999, ss.319-339
- Müslümov, Alevsöt.: **“Borsa gelişmesi ve ekonomik büyüme ilişkilerinin nedensellik analizi”**, İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998, s.7
- Ndikumana, L.: “Financial development, financial structure, and domestic investment: international evidence”, **Journal of International Money and Finance**, C. 24, 2005, ss. 651–673
- Neusser, K. and Kugler, M., “Manufacturing growth and financial development: evidence from OECD countries”, **Review of Economics and Statistics**, C. 80, 1998, ss. 638–646
- Odedokun, M.O., “Alternative econometric approaches for analysing the role of the financial sector in economic growth: time-series evidence from LDCs”, **Journal of Development Economics**, C.50, 1996, ss. 119–146

Özince, Ersin.:

“Finansal Sektör-Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Deneyimi”, **12. Dünya Muhasebe Tarihçileri Kongresi Açılış Bildirisi**, 20 Temmuz 2008, s.33

Prasad E., K. Rogoff, S. Wei ve Kose A.:

“Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, **International Monetary Fund Working Papers**, 2003, s.7

Ram. Rati.:

“Financial development and Economic Growth: Additional Evidence”, **Journal of Development Studies**, C.35, April 1999, ss.164-174

Rioja, F. and Valev, N.,

“Does one size fit all?: a reexamination of the finance and growth relationship”, **Journal of Development Economics**, C.74, 2004, ss.429–447

Rousseau, Peter L.:

“Finance, investment and growth in Meiji-era Japan”, **Japan and the World Economy**, C.11, 1999, ss.185-198

- Rousseau, P.L. and Wachtel, P.: “Equity market and growth, cross country evidence on timing and outcomes 1980–95”, **Journal of Banking and Finance**, C.24, 2000, ss.1933–1957
- Rousseau, P.L. and Wachtel, P.: “Inflation thresholds and the finance–growth nexus”, **Journal of International Money and Finance**, C.21, 2002, ss. 777–793
- Rousseau, P.L. and Vuthipadadorn, D.: “Finance, investment, and growth: time series evidence from 10 Asian economies”, **Journal of Macroeconomics**, C. 27, 2005, ss.87–106
- Rousseau, Peter.L ve Sylla, Richard.: “Financial Revolutions and economic growth: Introduction this EEH symposium”, **Explorations in Economic History**, C.43, 2006, ss.1-2
- Singh, A...: “Financial liberalisation, stockmarkets and economic development”, **Economic Journal**, C.107, 1997, ss. 771–782

Stiglitz, J.E., Jaramillo, J. ve Park Y. C.,

“The role of the state in financial markets”, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, Supplement to The World Bank Economic Review and The World Bank Research Observer, Washington, DC: World Bank, 1993, ss.19-61

Stiglitz, J.E.,

“Capital market liberalization, economic growth, and instability”, **World Development**, C. 28, 2000, ss. 1076

Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı., “Finansal Piyasalar Raporu”, **BDDK Raporları**, Sayı 8, Aralık 2007

Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı., “Finansal Piyasalar Raporu”, **BDDK Raporları**, Sayı 12, Aralık 2008

Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı., “Finansal Piyasalar Raporu”, **BDDK Raporları**, Sayı 14, Haziran 2009

- Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı., “Finansal Piyasalar Raporu”, **BDDK Raporları**, 15, Eylül 2009
- Santomero, A.: “Financial Risk Management: the whys and hows”, **Financial Markets, Institutions, and Investments**, C.4(5), 1995, ss.1-14
- Sakarya, Burçhan.: “Küresel Finansal Yapı ve 2007 Dalgalanmaları”, **BDDK Çalışma Tebliği**, Sayı:2, Nisan 2008, ss.19-26
- TCMB., “**Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**”, Haziran 2002, Ankara, Türkiye, ISBN: 975-7589-72-1, ss. 11-12
- Thangavelu, S.M. and Ang, J.B.: “Financial development and economic growth in Australia: an empirical analysis”, **Empirical Economics**, C. 29, 2004, ss.247–260
- Trew, Alex.: “Finance and Growth: A critical survey”, **The Economic Record**, C.82, 2006, ss.481-482

Ünalıış, Deren.:

"The Causality Between Financial Development and Economic Growth : The Case of Turkey," **Working Papers 0203**, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey, 2002, ss. 1-10

Varian, Hal R.:

Intermediate Microeconomics A Modern Approach, Third Edition, (1993), New York: W. W. Norton and Co. s.635

Xu, Z.,

"Financial development, investment, and economic growth." **Economic Inquiry**, C.38, 2000, ss. 331–344

EKLER

EK-1

time	y	k	hi	bi
1988Q4	-0,21316	-0,06418	0,487637	0,27166
1989Q1	-0,21684	-0,13653	0,04628	0,163457
1989Q2	0,121983	0,05987	-0,12857	-0,13656
1989Q3	0,476437	0,168812	-0,26618	-0,26508
1989Q4	-0,20412	-0,062	0,247317	0,160838
1990Q1	-0,14926	-0,12323	0,055822	0,160451
1990Q2	0,142562	0,241969	-0,15515	-0,10153
1990Q3	0,335969	0,145381	-0,18356	-0,19497
1990Q4	-0,15074	-0,00951	0,292082	0,283518
1991Q1	-0,23565	-0,26693	0,054452	0,206762
1991Q2	0,144923	0,193622	-0,0959	-0,13776
1991Q3	0,40791	0,180767	-0,18741	-0,26807
1991Q4	-0,19951	-0,02868	0,346147	0,264954
1992Q1	-0,16911	-0,20262	0,116596	0,164257
1992Q2	0,117936	0,191682	-0,03677	-0,05634
1992Q3	0,402001	0,074997	-0,19973	-0,23489
1992Q4	-0,19645	-0,0018	0,221989	0,286085
1993Q1	-0,16148	-0,13606	0,060359	0,20029
1993Q2	0,170354	0,348364	-0,13258	-0,10203
1993Q3	0,334483	0,109372	-0,22121	-0,19377
1993Q4	-0,16237	0,020494	0,307688	0,196994
1994Q1	-0,20277	-0,29139	0,133388	0,175186
1994Q2	0,014677	-0,00363	0,011592	-0,22439
1994Q3	0,385255	0,128619	-0,12348	-0,27509
1994Q4	-0,15559	-0,0626	0,130047	0,172905
1995Q1	-0,15407	-0,18319	0,083461	0,154857
1995Q2	0,163552	0,331194	-0,09381	-0,06955
1995Q3	0,30593	0,112413	-0,1583	-0,14333
1995Q4	-0,1661	0,081252	0,336701	0,325684
1996Q1	-0,14058	-0,24751	0,138933	0,269887
1996Q2	0,148595	0,303122	-0,03785	-0,10648
1996Q3	0,282849	0,133344	-0,16482	-0,15813
1996Q4	-0,14556	-0,08925	0,379387	0,381016
1997Q1	-0,15186	-0,19378	0,099959	0,218911
1997Q2	0,166367	0,381369	-0,16125	-0,11196
1997Q3	0,281636	0,112932	-0,15776	-0,15636
1997Q4	-0,15959	-0,01882	0,273846	0,246526
1998Q1	-0,12919	-0,27365	0,105169	0,169682
1998Q2	0,103456	0,242077	-0,05311	-0,08112
1998Q3	0,268719	0,04541	-0,08053	-0,1803
1998Q4	-0,18794	-0,06058	0,13042	0,05913
1999Q1	-0,1921	-0,33783	0,266612	0,203196
1999Q2	0,171367	0,292703	-0,09224	-0,173

1999Q3	0,227076	0,070624	-0,08703	-0,15473
1999Q4	-0,16038	-0,06602	0,20614	0,104097
2000Q1	-0,1258	-0,15198	0,173724	0,207111
2000Q2	0,185532	0,389298	-0,16602	-0,13523
2000Q3	0,239757	0,095967	-0,11338	-0,05096
2000Q4	-0,15599	-0,0891	0,133495	0,170647
2001Q1	-0,20178	-0,37174	0,408706	0,251388
2001Q2	0,07992	0,086042	-0,17536	-0,25348
2001Q3	0,271019	0,012685	-0,1143	-0,18372
2001Q4	-0,18162	-0,11171	0,047932	0,03873
2002Q1	-0,08973	-0,26855	0,087218	0,061607
2002Q2	0,149666	0,489248	-0,14156	-0,2627
2002Q3	0,261356	0,091359	-0,13558	-0,18314
2002Q4	-0,15417	0,013199	0,082186	0,094198
2003Q1	-0,11909	-0,32171	0,146541	0,300734
2003Q2	0,10503	0,417956	-0,22097	-0,14954
2003Q3	0,280726	0,05673	-0,12548	-0,11837
2003Q4	-0,14926	0,17236	0,196397	0,276491
2004Q1	-0,07184	-0,10278	0,139445	0,227727
2004Q2	0,130737	0,326023	-0,12199	-0,00992
2004Q3	0,178804	-0,09616	-0,06496	-0,02696
2004Q4	-0,14118	0,034368	0,096168	0,135401
2005Q1	-0,06862	-0,1104	0,163135	0,244872
2005Q2	0,119339	0,442672	-0,11157	-0,06252
2005Q3	0,202431	-0,01587	-0,0433	-0,01797
2005Q4	-0,12688	0,053188	0,185537	0,210238
2006Q1	-0,09224	-0,11628	0,194877	0,28302
2006Q2	0,136086	0,244474	-0,14198	-0,09452
2006Q3	0,164247	-0,03931	-0,07097	-0,01063
2006Q4	-0,12401	-0,0116	0,124137	0,120334
2007Q1	-0,08661	-0,12561	0,16866	0,188008
2007Q2	0,076029	0,13956	-0,03208	-0,01738
2007Q3	0,129821	0,004525	-0,11174	-0,06268
2007Q4	-0,06175	0,061721	0,116754	0,126783
2008Q1	-0,06185	-0,11689	0,110536	0,104051
2008Q2	0,031943	0,040062	-0,07025	-0,0145
2008Q3	0,110334	-0,06339	-0,06007	-0,03429
2008Q4	-0,13458	-0,0555	0,226707	0,146024
2009Q1	-0,13727	-0,21335	0,139287	0,079302
2009Q2	0,113245	0,086042	-0,07738	-0,07644
2009Q3	0,168116	0,00976	-0,0879	-0,09596
2009Q4	-0,05499	0,105152	0,090917	0,100182
2010Q1	-0,09143	-0,05606	0,07865	0,112606

ÖZGEÇMİŞ

REŞAT CAN AKKAY

İletişim

Adres: İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi İngilizce İktisat Bölümü İngilizce
İktisat Teorisi Anabilim Dalı
e-posta: canakkay@istanbul.edu.tr

Eğitim

Doktora- İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi (2004-)
Yüksek Lisans-İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İngilizce İktisat Bölümü
(2001-2004)
Lisans- İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İngilizce İktisat Bölümü (1996-2001)
Lise- İstanbul Erkek Lisesi., (1988-1996)

İstihdam

Araştırma Görevlisi, İstanbul Üniversitesi, İngilizce İktisat Bölümü, İngilizce İktisat
Teorisi Anabilim Dalı (Ekim 2002-)

Araştırma Alanları

Para ve Banka, Finansal Sistemler, Finansal Aracılık

Bilimsel Çalışmalar

“Gelişmekte olan piyasalarda finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi-Türkiye
örneği”
(Doktora Tezi) 2010

“Recent Developments in the Financial Intermediation Theory: A Case Study for
Turkey”
(Yüksek Lisans Tezi) 2004