

TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT DOKTORA PROGRAMI

DOKTORA TEZİ

FİNANSAL DERİNLEŞMENİN EKONOMİK
PERFORMANS
ÜZERİNE ETKİLERİ:
TEORİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

ASUMAN OKTAYER
01711208

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. GÜLSÜN YAY

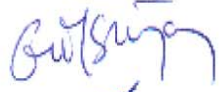
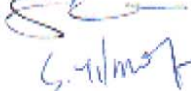
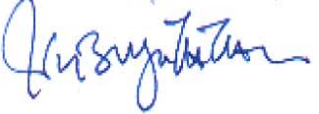
İSTANBUL
2007

TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

FİNANSAL DERİNLEŞMENİN EKONOMİK
PERFORMANS ÜZERİNE ETKİLERİ: TEORİ VE
TÜRKİYE UYGULAMASI

ASUMAN OKTAYER
01711208

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 31 Temmuz 2007
Tezin Savunulduğu Tarih: 15 Ekim 2007

	Ünvan Ad Soyad	İmza
Tez Danışmanı :	Prof. Dr. Gülsün Gürkan Yay	
Jüri Üyeleri :	Prof. Dr. Merih Paya	
	Prof. Dr. Suut Doğruel	
	Doç. Dr. Ensar Yılmaz	
	Yard. Doç. Dr. Hüseyin Taştan	

İSTANBUL
EKİM 2007

ÖZ

FINANSAL DERİNLEŞMENİN EKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNE ETKİLERİ: TEORİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Asuman OKTAYER

Temmuz, 2007

Bu çalışmada finansal derinleşme ve iktisadi büyüme ilişkisi incelenmektedir. Bunun için öncelikle finansal gelişme – iktisadi büyüme alanında yapılmış olan teorik çalışmalar gözden geçirilmiştir. Bu bağlamda finans – büyüme literatürüne temel teşkil eden çalışmalar, finansal baskı okuluna ait çalışmalar ve nihayet finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini içsel büyüme teorileri çerçevesinde inceleyen çalışmalar ele alınmıştır. Teorik gözden geçirme yapıldıktan sonra, 21 adet yükselen ekonominin 1975 - 2004 dönemine ait panel veri seti kullanılarak ve dinamik panel için geliştirilmiş genelleştirilmiş momentler yöntemi uygulayarak, finansal piyasaları temsil etmek üzere hisse senedi piyasaları ve bankaların iktisadi büyüme üzerindeki etkileri incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar, finansal gelişmenin iktisadi büyümeden bağımsız olduğu hipotezini reddetmekte ve hisse senedi piyasaları ve bankaların büyümeyi pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Bulgularda göze çarpan bir husus, bankaların büyüme üzerindeki etkisinin hisse senedi piyasalarının etkisinden daha büyük olduğudur. Bu sonuç gelişmekte olan ekonomiler için teoriye uygun niteliktedir. Çalışmamızın son bölümünde Türkiye’de finansal piyasaların gelişme ve dolayısıyla derinleşme süreci ele alınmıştır. Bu bağlamda Türkiye’de finansal derinleşmenin gerçekleşip gerçekleşmediği ve eğer finansal piyasalarda derinleşme gerçekleştiyse, teoride ileri sürüldüğü gibi bu derinleşmenin etkilerinin iktisadi büyümeye yansıyor yansımadığı araştırılmıştır. Araştırma sonuçları Türkiye’de finansal serbestleşme döneminde derinleşmenin sağlandığını ancak mali baskınlığın yüksek olması nedeniyle bunun etkisinin, ekonominin reel kesimine yansımadığını göstermektedir. Türkiye’ye ve 1987-2006 dönemine ilişkin veri seti kullanılarak yapılan eşbütünleşme testi sonuçları da bu bulgularımızı destekler niteliktedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Derinleşme, İktisadi Büyüme, Zaman Serisi Analizi, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

THE EFFECTS OF THE FINANCIAL DEEPENING ON ECONOMIC PERFORMANCE: THEORY AND THE TURKISH CASE

Asuman OKTAYER

July, 2007

This thesis investigates the relationship between financial deepening and economic growth. In order to achieve this goal, the theoretical considerations related to financial development–economic growth nexus have been reviewed. In this context, the studies fundamental for finance –growth literature, the studies put forward by financial repression school and finally the studies considering financial development and economic growth relationship within the framework of endogenous growth theories have been investigated. Having been surveyed the theoretical works, the impact of both the stock markets and banks on economic growth are investigated by using a panel data set of 21 emerging economies for the period 1975-2004 and by applying generalized method of moments techniques developed for dynamic panels. The results of the econometric evidence reject the hypothesis that financial development is unrelated to growth and indicate that stock markets and banks positively influence economic growth. A noteworthy finding in parallel with the theory is that the impact of banks on growth is higher than stock markets'. As a final result of our thesis, the process of development and deepening of financial markets in Turkey are considered. In this context, whether the financial deepening is achieved in Turkey is analyzed. If it is achieved properly, whether the effects of the deepening reflected to economic growth as it is set up by theory are also investigated. The results show that financial deepening is achieved in Turkey in the period of financial liberalization. On the other hand the impact of financial deepening on growth does not reflect to the real sector of the economy due to the high fiscal dominance rates. These findings are confirmed by the cointegration analyses obtained from the dataset of Turkey related to 1987-2006 period.

Keywords: Financial Deepening, Economic Growth, Time Series Analyses, Panel Data Analyses

ÖNSÖZ

Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin en temel hedeflerinden biri istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme hızını yakalayabilmektir. Ekonomiler büyüdükçe ve olgunluğa ulaştıkça, giderek karmaşıklaşan ve çeşitlenen finansal hizmet ihtiyacını karşılamaya yönelik olarak finansal sektör de büyür ve olgunlaşır. Büyüme sürecindeki en kritik konu büyümenin sürekli ve istikrarlı hale gelmesi için kıt kaynakların uluslararası rekabet, risk ve getiri esasına göre hangi alanlara yönlendirileceğidir. Bu noktada büyümenin belirleyicilerinden biri olarak kabul edilen finansal sisteme büyük görevler düşer. Gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında Türkiye oldukça sığ ve küçük ölçekli ancak aynı zamanda yüksek büyüme potansiyeli olan bir finansal sisteme sahiptir. Finansal piyasaların Türkiye ekonomisi açısından taşıdığı önem, bu çalışmaya başlamamdaki motive edici etken olmuştur.

Birçok tez yazarı gibi ben de bu tezin hazırlanmasında çok sayıda kişiden destek aldım. Şüphesiz söz konusu desteğin en büyüğü, danışman hocam Prof. Dr. Gülsün Yay'a aittir. Gerek yaptığı yönlendirmelerle bu tez konusunu seçmemde oynadığı rol nedeniyle ve gerekse tezin her aşamasında gösterdiği ilgi ve yaptığı katkılar nedeniyle kendisine çok teşekkür ederim.

Yine tez izleme komitemde yer alan hocalarım Prof. Dr. Merih Paya ile Doç. Dr. Ensar Yılmaz'a da tez çalışmam boyunca verdikleri fikirler, yaptıkları yorumlar ve katkılar nedeniyle teşekkürü bir borç bilirim.

Tez izleme komitemde yer almasalar da, çalışmamın ampirik kısmında bana büyük yardım ve katkıları bulunan hocalarım Prof. Dr. Nuri Yıldırım ve Yrd. Doç. Dr. Hüseyin Taştan'a da ayrıca çok teşekkür ederim. Yine yapıcı eleştirileri ve fıkırsel katkıları ile çalışmamın çeşitli aşamalarında desteğini esirgemeyen meslektaşım Tuna A. Dinç'e de çok teşekkürler...

Ve son olarak... Kızkardeşim ve meslektaşım Yrd. Doç. Dr. Nagihan Oktayer'in, tez çalışmam boyunca ve hatta akademik amaçla yurtdışında bulunduğu bir yılda bile yaptığı fikirsel katkılar, akla gelebilecek diğer tüm yardımlar ve gösterdiği büyük özveri için çok ama çok teşekkür ederim. Eğitim hayatımın her aşamasında olduğu gibi doktora çalışmam süresince de ilgi, destek, anlayış ve katkılarıyla daima yanımda olan ve bana rahat ve huzurlu bir çalışma ortamı sağlayan sevgili anneme ve babama da sonsuz teşekkürler...

İstanbul, Temmuz, 2007

Asuman OKTAYER

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

TEZ ONAY SAYFASI	
ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
KISALTMALAR	xiii
1. GİRİŞ	1
2. FİNANSAL PİYASALARIN DERİNLEŞMESİ, DERİNLEŞMEYE NEDEN OLAN UNSURLAR VE AKTARIM KANALLARI	6
2.1. Finansal Gelişme – Finansal Derinleşme: Kavramsal Boyut.....	6
2.2. Finansal Piyasaların Ekonomideki Rolü.....	7
2.3. Finansal Sistemlerin Gelişimini Etkileyen Faktörler	8
2.4. Finansal Derinleşme	13
2.4.1. Finansal Serbestleşme.....	15
2.4.1.1. Faizlerin Serbestleştirilmesi.....	17
2.4.1.2. Dolaylı Para Politikası Araçlarının Benimsenmesi.....	17
2.4.1.3. Finansal Gelişimi Sağlayıcı Tedbirlerin Benimsenmesi.....	17
2.4.2. Finansal Yenilikler.....	18
2.4.2.1. Finansal Yeniliklerin Ortaya Çıkış Sebepleri.....	19
2.4.2.1.1. Teknoloji Alanında Meydana Gelen Gelişmeler.....	20
2.4.2.1.2. Makroekonomik Koşullardaki Değişimler...	20
2.4.2.1.3. Yasal Çerçevadaki Değişiklikler (Regülasyonlar).....	22
2.4.2.1.4. Vergi Kanunlarında Yapılan Değişiklikler...	22
2.4.2.1.5. Toplumsal İhtiyaçlarda Meydana Gelen Değişiklikler.....	23
2.4.2.2. Finansal Yeniliklerin Parasal Aktarım Mekanizmasına Etkileri.....	24
2.4.2.2.1. Finansal Deregülasyonun Etkisi.....	25
2.4.2.2.2. Menkul Kıymetleştirmenin Etkisi.....	26
2.4.2.2.3. Türev Piyasaların Etkisi.....	27
2.4.3. Finansal Küreselleşme.....	32

3. FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME: KURAMSAL	
TEMEL.....	36
3.1. Finansal Sistemlerin Fonksiyonları ve İktisadi Açıdan Önem.....	38
3.1.1. Finansal Sistemlerin Fonksiyonları.....	39
3.1.1.1. Tasarrufların Mobilizasyonu.....	40
3.1.1.2. Risk Yönetimi.....	42
3.1.1.3. Likidite Tedariki.....	43
3.1.1.4. Yatırım Projeleri Hakkında Bilgi Edinme ve Kaynakları Verimli Yatırımlara Kanalize Etme.....	44
3.1.1.5. İzleme ve Kurumsal Kontrol.....	46
3.2. Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensel İlişki.....	47
3.2.1. Finansal Gelişmeden İktisadi Büyümeye Doğru Nedensel İlişki	48
3.2.2. İktisadi Büyümeden Finansal Gelişmeye Doğru Nedensel İlişki	49
3.2.3. Çift Yönlü İlişki.....	50
3.2.4. Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki İlişkisizlik	
Durumu.....	51
3.3. Finansal Gelişme – İktisadi Büyüme İlişkisini İçsel Büyüme Dinamikleriyle Açıklayan Modeller.....	52
3.3.1. Finansal Aracılığın Risk Yönetim Fonksiyonundan Hareket Eden Modeller	52
3.3.1.1. Saint-Paul Modeli (1992).....	52
3.3.2. Finansal Aracılığın Likidite Tedariki Fonksiyonundan Hareket Eden Modeller.....	54
3.3.2.1. Bencivenga ve Smith Modeli (1991).....	54
3.3.2.2. Bencivenga, Smith ve Starr Modeli (1995).....	60
3.3.2.3. Greenwood ve Smith Modeli (1997).....	61
3.3.3. Finansal Aracılığın İzleme ve Kurumsal Kontrol Fonksiyonundan Hareket Eden Modeller.....	66
3.3.3.1. Greenwood ve Jovanovic Modeli (1990).....	66
3.3.3.2. King ve Levine Modeli (1993b).....	74
3.3.4. Diğer Modeller.....	77
3.3.4.1. Pagano Modeli (1993).....	77
3.3.4.2. Berthelemy ve Varoudakis Modeli (1996b).....	80
3.4. Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme İlişkisine Temel Teşkil Eden Çalışmalar.....	81
3.4.1. Gerschenkron Modeli (1962).....	81
3.4.2. Patrick Modeli (1966).....	82
3.4.3. Cameron Modeli (1967).....	83
3.4.4. Goldsmith Modeli (1969).....	84
3.5. Finansal Baskı Okulu.....	86
3.5.1. McKinnon ve Shaw Modeli (1973).....	87
3.5.2. Kapur Modeli (1976).....	90
3.5.3. Mathieson Modeli (1980).....	93
3.5.4. Galbis Modeli (1977).....	95
3.5.5. Fry Modeli (1982).....	98

3.5.6. Roubini ve Sala-i-Martin Modeli (1992).....	101
4. İÇSEL BÜYÜME VE PANEL VERİ ANALİZİ	105
4.1. İçsel Büyüme Olgusu.....	105
4.1.1. İktisadi Büyümeyi Teknolojik Değişim ile Açıklayan Modeller	107
4.1.1.1. Teknolojik Değişmeyi Doğrudan Açıklayan Modeller: Yapararak Öğrenme (Arrow, 1962) ve Beşeri Sermaye Modeli (Lucas, 1988).....	108
4.1.1.2. Teknolojik Değişimi Açıklayan Modeller.....	110
4.1.1.2.1. Romer (1986, 1990) Modeli.....	110
4.1.1.2.2. Artan Ürün Kalitesine Dayanan Modeller (Models of Expanding Product Quality) (Aghion-Howit, 1992).....	112
4.1.2. Diğer Büyüme Modelleri.....	113
4.1.2.1. Kamu Harcamaları Modeli.....	113
4.1.2.2. Ticaret – Büyüme İlişkisi.....	113
4.1.2.3. Enflasyon-Büyüme İlişkisi.....	114
4.2. Panel Veri Analizi.....	116
4.2.1. Yöntem.....	122
4.2.1.1. Birleştirilmiş En Küçük Kareler Modeli (POLS).....	122
4.2.1.2. Dinamik Panel – Arellano Bond Modeli (Difference Panel Estimator).....	123
4.2.2. Veri.....	127
4.2.3. Beklentiler ve Uygulama Sonuçları.....	132
5. TÜRKİYE’DE FİNANSAL DERİNLEŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME.....	140
5.1. Türkiye’de Finansal Serbestleşme Süreci.....	140
5.1.1. Faiz Oranlarına İlişkin Düzenlemeler.....	142
5.1.2. Kambiyo Rejimine İlişkin Düzenlemeler.....	143
5.1.3. Bankalararası Para Piyasasının (Interbank) Kurulması.....	145
5.1.4. Kamu Kağıtları Piyasası ve Açık Piyasa İşlemleri.....	146
5.1.5. Menkul Kıymetler Piyasasının Kurulması.....	148
5.1.6. Altın Piyasasının Kurulması.....	149
5.1.7. Bankacılık Sektörüne İlişkin Temel Düzenlemeler.....	150
5.2. Yeni Finansal Araçların Gelişimi.....	151
5.2.1. Türev Piyasası İşlemleri.....	152
5.2.2. Bireysel Emeklilik Sistemi.....	153
5.2.3. İpotekli Konut Finansmanı Sistemi.....	154

5.3. Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinin Finansal Derinleşmeye Etkisi.....	155
5.4. Finansal Derinleşme ve İktisadi Büyüme Arasındaki İlişkinin Eşbütünleşme Analizi ile Sınanması.....	171
5.4.1. Yöntem.....	172
5.4.1.1. Birim Kök Testi.....	172
5.4.1.2. Eşbütünleşme Testi.....	173
5.4.1.3. Vektör Hata Düzeltme Modeli ve Nedensellik İlişkisi.....	176
5.4.2. Veri.....	178
5.4.3. Uygulama.....	179
5.4.3.1. Birim Kök Test Sonuçları.....	179
5.4.3.2. Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları.....	180
5. SONUÇ	188
KAYNAKÇA	195
EKLER	206
Ek 1. Panel Veri Setinde Ele Alınan Ülkeler	206
Ek 2. Sabit Etkiler (Fixed Effects) Test Sonuçları.....	207
Ek 3a. Arellano Bond Test Sonuçları.....	208
Ek 3b. Arellano Bond Test Sonuçları	209
ÖZGEÇMİŞ	210

TABLOLAR LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 4.1: Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme İlişkisini İnceleyen Çalışmalar.....	119
Tablo 4.2: Betimsel İstatistikler	131
Tablo 4.3: Korelasyonlar	131
Tablo 4.4: Arellano Bond Test Sonuçları	137
Tablo 4.5: Birleştirilmiş En Küçük Kareler Test Sonuçları	139
Tablo 5.1: Finansal Derinleşmede Parasal Göstergeler (GSMH'nin Yüzdesi Olarak).....	158
Tablo 5.2: Menkul Kıymetler Borsaları İşlem Hacimleri (Milyon Dolar).....	160
Tablo 5.3: İhraç Edilen Menkul Kıymetler (GSMH'nin Yüzdesi).....	161
Tablo 5.4: Toplam Mali Varlıklar (Toplam İçindeki Pay).....	164
Tablo 5.5: Bankacılık Kesiminde Kredi ve Mevduatların Toplam Aktiflere Oranı	167
Tablo 5.6: İç Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı (%).....	168
Tablo 5.7: Türkiye'de Bankacılık Kesimi Göstergelerinin AB ile Karşılaştırılması (GSYİH'nin Yüzdesi Olarak).....	169
Tablo 5.8: Birim Kök Test Sonuçları (Seviye).....	179
Tablo 5.9: Birim Kök Test Sonuçları (Birinci Fark).....	180
Tablo 5.10: FD–LGSYİH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 006.4).....	181
Tablo 5.11: KAP–LGSYİH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 2006.4).....	181
Tablo 5.12: DİBS–LGSYİH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 2006.4).....	182
Tablo 5.13: M2Y–LGSYİH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 2006.4).....	183
Tablo 5.14: M2Y–LGSYİH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 2002.2).....	184
Tablo 5.15: M2Y–LGSYİH Değişkenlerine İlişkin VEC Granger Nedensellik Test Sonuçları (Block Exogeneity Wald Test) (1987.1 – 2002.2).....	185
Tablo 5.16: FDY–LGSYİH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 2002.2).....	186
Tablo 5.17: KROR–LGSYİH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 2006.4).....	187

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 3.1: Reel Faiz Oranlarının Tasarruflar ve Yatırımlar Üzerine Etkileri.....	89
Şekil 5.1: Bütçe Açığının Yıllar İtibariyle Gelişimi.....	162
Şekil 5.2: Türkiye’de Finansal Derinleşme ve Mali Baskınlık.....	170
Şekil 5.3: M2Y ve LGSYIH Değişkenlerinin 1987 – 2006 Dönemi İçerisindeki Seyirleri.....	183

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ATM	: Bankamatik - Automated teller machine
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
DİBS	: Devlet iç borçlanma senetleri
DTH	: Döviz tevdiat hesabı
EFT	: Elektronik fon transferi
GSMH	: Gayri safi milli hâsıla
GSYİH	: Gayri safi yurtiçi hâsıla
IFS	: International Financial Statistics
IMF	: International Monetary Fund
İAB	: İstanbul Altın Borsası
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SWIFT	: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici fiyat endeksi
VOB	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
WDI	: World Development Indicators
YTL	: Yeni Türk Lirası

1. GİRİŞ

İktisadi büyüme, çoğu ülke ekonomisinin hemen her zaman temel hedefini oluşturmuş ve ekonomi alanındaki çalışmaların çoğunun odak noktasını teşkil etmiştir. Bu doğrultuda iktisadi büyümeyi belirleyen faktörleri ortaya çıkarabilmek amacıyla iktisatçılar, yaptıkları teorik ve ampirik çalışmalarla çeşitli iktisadi olguların büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Finansal derinleşme olgusu da iktisatçıların büyümeyle ilişkilendirdikleri temel alanlardan biridir.

Finansal piyasaların derinleşmesinin iktisadi büyüme açısından önemi, ekonomide büyümeyi gerçekleştirecek olan yatırımların yapılmasının, bu yatırımların finansmanı için gerekli olan fonlar, piyasada yeterli düzeyde ve nitelikte bulunabildiği ölçüde, diğer bir ifadeyle piyasalar yeterince derin olduğu ölçüde, kolaylaşmasından kaynaklanır. Dolayısıyla finansal piyasaların derinleşmesi varsayımsal olarak ekonomideki yatırımların artması anlamına geleceğinden, finansal derinleşme olgusu iktisadi büyümenin, üzerinde önemle durulan belirleyicileri arasında yer alır.

İkinci Dünya Savaşından 1970'li yıllara kadar geçen süreçte dünya ekonomilerinin genelinde Keynesyen iktisadi görüş hâkimiyetini sürdürmüş ve bu görüş, kamunun ekonomik yapıya yönelik müdahale ve yönlendirmelerinin teorik altyapısını oluşturmuştur. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin çoğu, kalkınma ve sanayileşmelerini ithal ikameci politikalar aracılığıyla gerçekleştirmeye çalışmış ve bu ülkelerde finansal sektör, devletin, büyümenin motoru olarak görülen kilit sanayi sektörlerinin gelişimine dayalı müdahaleci politikalarının finansmanında bir araç olarak kullanılmıştır. Bu politikalar genellikle devletin amaçları doğrultusunda dağıtılan güdümlü krediler ve iktisadi gelişmenin kilit sektörü olduğu söylenen sektörlere ucuz kredi sağlanması şeklinde gerçekleşmiştir. Ayrıca mevduat munzam karşılıklarının yüksek düzeylerde tutulması ve faiz kontrolleri yoluyla gerçekleştirilen finansal baskılama yöntemi, sürekli bütçe açıklarıyla karşı karşıya olan ancak söz konusu açıkları kapatmada çeşitli nedenlerle yeterli vergi geliri elde

edemeyen devlet için kolay gelir kaynaklarından biri olmuştur. Dolayısıyla finansal sistemin kalkınma sürecinde yardımcı nitelikli bir araç olarak kabul edildiği ve rolünün oldukça kısıtlı olduğu bu yıllarda, kamu kesimi tarafından finansal piyasalara yapılan müdahaleler doğal karşılanmıştır.

1970’li yıllarda gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan ekonomik bunalımın da etkisiyle ekonomik serbestleşme süreci başlamış ve bu sürece paralel olarak iktisat yazınında Neoklasik yaklaşım ön plana çıkmıştır. Bu yaklaşım çerçevesinde finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve finansal derinleşmenin sağlanmasının gelişmekte olan ülkelerde ekonomik gelişmeyi hızlandıracağı ve etkin kaynak kullanımını sağlayacağı ileri sürülmüştür.

1970’li yılların ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı ekonomik sorunlar, finansal serbestleşme politikalarının bu ülkelerde hızla yayılmasında önemli bir etken olmuştur. Zira bu yıllarda gelişmekte olan ülkelerin çoğu, dış kaynak bulmada zorlanmış, dış borç krizi ile karşı karşıya kalmış ve ekonomilerinde ciddi kaynak yetersizliği sorunu yaşamışlardır. İşte bu dönemde, ekonomilerde yaşanan bu sorunların çözümü olarak, dış kaynak yetersizliği karşısında finansal tasarrufların artırılarak yurtiçi kaynakların harekete geçirilmesi politikaları uluslararası kuruluşlarca reçete olarak sunulmuş ve bu önermeler gelişmekte olan ülkelerin çoğunda geniş kabul görmüştür.

Bu noktada birçok ülke açısından finansal serbestleşme hareketleri finansal derinleşme sürecinin hareket noktasını oluşturmuştur. Finansal serbestleşmenin kuramsal çerçevesi McKinnon ve Shaw tarafından 1970’li yılların başlarında geliştirilmiştir. McKinnon ve Shaw (1973)’in önderliğini yaptığı finansal baskı yaklaşımı çerçevesinde, finansal sistemin serbestleştirilmesinin büyümeye etkisi, serbestleştirme sonucunda ekonomideki toplam tasarruf miktarının artması ve bu tasarrufların üretken yatırımlara dönüşmesi yoluyla gerçekleşmektedir.

1990’lı yılların başlarına kadar finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisi ağırlıklı olarak, finansal baskı okulunun söylemleri doğrultusunda, finansal serbestleşme ve özellikle faiz oranlarının serbest piyasa koşullarında belirlenmesiyle açıklanmaya çalışılmıştır. İçsel büyüme modellerinin geliştirilmesiyle birlikte, 1990’lı yılların başlarından bu yana finansal gelişme ve iktisadi büyümenin de içsel dinamiklerle belirlendiğini ortaya koyan geniş bir teorik ve ampirik literatür doğmuştur. Gelişen bu literatürün temelinde yatan görüş, var olan bilgi asimetritlerinin finansal

piyasalarda etkinsizlikler yaratabileceğidir. Zira bu piyasalarda ortaya çıkabilecek söz konusu etkinsizliklerin reel sektöre yansımaları olumsuz sonuçlar yaratabilecektir. Finansal piyasaların en önemli varlık nedeni bu sorunu ortadan kaldırmaktır.

İçsel dinamiklerle açıklanmaya çalışılan büyüme literatüründe, finansal sistemde yer alan aktörlerden biri olan finansal araçların gelişimi de sistem içinde içsel olarak belirlenmektedir. Finansal araçlar, sundukları, piyasadaki bilgi asimetrisini azaltma, fon ihtiyacı olan potansiyel yatırım projelerini araştırıp bulma maliyetini düşürme, kurumsal denetim yapma, risk yönetme ve tasarrufları bir araya getirme hizmetleri ile ekonomideki kaynak dağılımını etkiler. Bu hizmetleri sunan finansal piyasalar ekonomideki fon miktarının artmasına neden olarak ve ayrıca fonların, üretkenliği yüksek faaliyetlere aktarılmasına imkân vererek uzun dönemli büyümeyi sağlar. Diğer yandan içinde bulunduğumuz küresel düzende finansal piyasaların risk çeşitlendirme fonksiyonu, günümüzde riskin daha yüksek olması sebebiyle ayrıca artan bir öneme sahiptir.

Finansal piyasaların yukarıda sayılan fonksiyonlara sahip olması nedeniyle, daha gelişmiş ve üstün nitelikli finansal sistemlere sahip olan ülkeler, diğer bütün şartlar aynı iken, ülkedeki tasarrufları daha etkin ve verimli yatırımlara yönlendirebileceklerinden, diğer ekonomilere göre daha hızlı bir büyüme oranına ulaşabileceklerdir.

Gelişmiş ve iyi işleyen finansal piyasaların ekonomiler açısından taşıdığı önem, günümüzde büyük ölçüde kabul gören bir görüştür. Finansal piyasaların büyüme konusunda sahip olduğu öneme ilişkin yaklaşık bir uzlaşma sağlanmış olsa da, bu iki olgu arasındaki nedenselliğin yönü hakkında henüz kesin bir ampirik uzlaşmaya varılamamıştır. Bununla birlikte finans ve büyüme arasındaki nedenselliğin yönü, önemli politika çıkarımlarına sahip olması nedeniyle iktisatçıların halen üzerinde hassasiyetle durdukları ve çok sayıda ampirik araştırmanın sürdürüldüğü alanlardan biridir.

Dünya ekonomilerinde yaşanan gelişmelerin de etkisiyle ülkemizdeki finansal reform süreci, 1980 sonrasında gerçekleştirilen yapısal uyum ve istikrar programları çerçevesinde, ekonomik serbestleştirilmenin bir parçası olarak gelişim göstermiştir. Bu süreç boyunca faiz oranları serbestleştirilmiş, döviz kurlarına yönelik kısıtlamalar kaldırılmış, yeni mali araçlar geliştirilmiş, finansal sistemde yeni kurumlar ve piyasalar oluşturulmuş ve 1989 yılında uluslararası sermaye hareketleri tamamen

serbest bırakılmıştır. Getirilen tüm bu tedbirler sonucunda finansal piyasaların derinlik kazanması ve temel hedef olan sürekli büyümenin sağlanması amacı güdülmüştür.

Bu çalışmanın temel sorunsalı, finansal serbestleşme politikaları çerçevesinde alınan tedbirler neticesinde ülkemiz finans piyasalarının ne ölçüde derinleştiğinin saptanması, ancak daha da önemlisi eğer derinleşme gerçekleşti ise bu sürecin büyüme üzerindeki etkisinin ne olduğunun ortaya çıkarılmasıdır. Çalışmamız finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki etkisi ile sınırlı tutulmuştur.

Çalışmanın giriş bölümünü takip eden ikinci bölümünde kavramsal çerçeveden hareket edilerek, çoğu zaman anlam kargaşasına yol açan finansal gelişme ve finansal derinleşme olgularına açıklık getirilmektedir. Daha sonra finansal derinleşme çatısı altında topladığımız, finansal serbestleşme, finansal yenilikler ve finansal küreselleşme konularına yer verilmektedir. Finansal gelişme konusu incelenirken, sistem-piyasa ayırımına dikkat çekilerek, ekonomilerde meydana gelen finansal gelişmenin neleri içerdiği ele alınmaktadır. Yine bu bölümde finansal piyasaların ekonomideki rolü ve sistemin gelişimini etkileyen faktörler incelenmektedir. Çalışmamızın bu kısmında son olarak finansal yeniliklerin parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkileri incelenecektir. Bu bağlamda türev ürünlerin, menkul kıymetleştirmenin ve finansal deregülasyonun iktisadi büyüme üzerinde meydana getirdiği etkiler, parasal aktarım mekanizmalarına olan etkileri yoluyla incelenmeye çalışılacaktır.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde ilk olarak finansal sistemlerin fonksiyonlarına yer verilecektir. Daha sonra, literatürde oldukça tartışmalı olan finansal gelişme ve iktisadi büyümeye ait nedensellik ilişkisi dört aşamalı olarak incelenecektir. Bu kapsamda finansal gelişmenin iktisadi büyümeye neden olduğunu, nedenselliğin belirtilenin tam aksi yönünde olduğunu, her iki iktisadi olayın da birbirini etkilediğini ve son olarak bu iki değişken arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığını ileri süren çalışmalara değinilmektedir. Bu bölümde ayrıca finansal sistemlerin gelişimini, finansal sistemlerin fonksiyonlarına odaklanarak içsel büyüme dinamikleriyle açıklamaya çalışan modeller incelenecektir. Çalışmamızın üçüncü kısmının ilerleyen başlıkları altında ise finansal gelişme ve büyüme ilişkisine temel teşkil eden çalışmalar ele alınmaktadır. Bu kısımda son olarak, finansal piyasalar üzerine uygulanan baskının kaldırılması ve serbestleştirmeye gidilmesi durumunda

ekonomideki toplam tasarruf düzeyinin artacağını ileri süren finansal baskı okulu temsilcilerinin çalışmaları değerlendirilecektir.

Çalışmamızın dördüncü bölümünde finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki ampirik yöntemlerle sınanmaktadır. Bu kısımda finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini test ederken kullandığımız ekonometrik yöntem, panel veri yöntemidir. Burada, 21 adet yükselen ekonominin, 1975 – 2004 dönemine ait yıllık panel verileri ile birleştirilmiş en küçük kareler panel veri yöntemi ve Arellano-Bond tarafından geliştirilen dinamik panel veri yöntemi kullanılmaktadır. Bu sınamalarda finansal piyasaların en temel iki temsilcisi olan bankalara ve hisse senedi piyasalarına ait değişkenlerin büyüme üzerindeki etkisi, kamu harcamaları, ticari açıklık, enflasyon oranı ve kara borsa döviz kuru primi politika değişkenleri kullanılarak oluşturulan modellerde ayrı ayrı gözlenmek istenmektedir.

Türkiye’deki finansal piyasaları incelediğimiz son bölümümüz de yine iki kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda Türkiye’deki finansal serbestleşme süreci ve bu süreçte sisteme katılan yenilikler makroekonomik dengeler çerçevesinde ele alınmaktadır. Daha sonra ise serbestleşme sürecinin Türkiye’de finansal derinleşmeyi sağlayıp sağlamadığı araştırılmaktadır. Bir ekonomide eğer finansal derinleşme sağlandıysa, bu konudaki teorinin de ileri sürdüğü gibi, derinleşmenin etkileri zamanla reel ekonomiye yansiyacak ve iktisadi büyüme gerçekleşecektir. Son bölümün bu kısmında teorinin ileri sürdüğü savın Türkiye için gerçekleşip gerçekleşmediği araştırılmaktadır.

Nihayet son bölümün ikinci kısmında Türkiye’de finansal derinleşme ve iktisadi büyüme ilişkisi araştırılmaktadır. Bunu yapmak için Johansen eşbütünleşme yöntemi ile hata düzeltme yöntemlerinden faydalanılmaktadır. Türkiye’ye ilişkin ampirik sınamalar yapılırken iki farklı gözlem dönemi oluşturulacaktır. Bu dönemler 1987.1–2006.4 ve 1987.1–2002.2 aralığını içermekte olup, kullanılan veriler üçer aylıktır.

2. FİNANSAL PİYASALARIN DERİNLEŞMESİ, DERİNLEŞMEYE NEDEN OLAN UNSURLAR VE AKTARIM KANALLARI

2.1 Finansal Gelişme – Finansal Derinleşme: Kavramsal Boyut

İktisat yazınında, finansal gelişme ve derinleşme kavramlarının, çoğu zaman eş anlamlı olarak kullanıldığı görülmektedir. Ancak, finansal gelişme daha üst bir kavram olup finansal derinleşmeyi de içine alır. Zira finansal gelişme ile ifade edilen finansal *sistemin* gelişmesi, finansal derinleşme ile ifade edilen ise finansal *piyasaların* derinleşmesidir. Bu noktada finansal sistem ve finansal piyasa kavramları önem kazanmaktadır.

Finansal sistem tahvillerin, hisse senetlerinin ve diğer menkul kıymetlerin alım satımının gerçekleştirildiği, faiz oranlarının belirlendiği, finansal hizmetlerin elde edildiği piyasalar, kurumlar, kanunlar, teknikler ve bu alanda gerçekleştirilen yenilikler bütünüdür (Rose, 2003, 2–3). **Finansal piyasa** ise finansal ürünlerin alım satımını kolaylaştıran yapıyı (Mishkin, 2001, 21), bir diğer ifadeyle fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki fon akımının gerçekleştiği arenayı (Saunders, Cornett, 2004, 4) ifade etmektedir. Dolayısıyla finansal piyasa daha alt bir kavram olup, finansal sistemin unsurlarından biridir.

Finansal gelişme çatısı altında yer alan finansal derinleşme kavramının yanı sıra, finansal serbestleşme, finansal yenilikler ve finansal entegrasyon/küreselleşme kavramları da bu kapsamda yer alan olgulardır. Birbiriyle oldukça yakından ilişkili olan ve zaman zaman anlam kargaşasına yol açacak derecede içiçe geçen bu kavramların her biri, finansal gelişme zincirinin “olmazsa olmaz” halkalarını oluşturmaktadır.

Finansal gelişme geniş anlamda, finansal alanda ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirmek üzere gerçekleştirilen düzenlemelerin tümünü kapsar. Dar anlamda finansal gelişme ise, fon arz edenlerle talep edenler arasında köprü rolü

üstlenen ve bu fonların taraflar arasındaki akışını sağlayan finansal aracılık sektörünün işleyişindeki etkinlik artışı olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımlar çerçevesinde Handa (2000, 742) finansal gelişmenin, finansal aracılarda sayısındaki ve çeşitliliğindeki artışla, tahvil ve hisse senedi piyasalarının büyüklüğüyle ve karmaşıklığıyla (sophistication), kuralların, regülasyonların ve ekonomideki firmaların finansal uygulamalarını yönetme uygulamalarıyla ölçüldüğünü belirtmektedir.

Chan-Lau ve Chen (2001) finansal gelişmenin iki yönü olduğunu ifade etmektedir: bunlardan ilki finansal altyapıda, finansal aracılığın batık maliyetlerini azaltan iyileşmeler meydana gelmesidir. Söz gelimi otomasyon sistemlerinde gelişmeler oluşması, uygun muhasebe sistemlerinin geliştirilmesi ve yasal çerçevenin açık bir biçimde ortaya konması bu kapsamda yer alır. Finansal gelişmenin diğer yönü ise aracılarda işletim etkinliğinde iyileşmeler meydana gelmesi, bir diğer deyişle finansal aracılarda marjinal maliyetlerinin azalmasıdır. Bu kapsamda kredi analizlerinin ve risk yönetiminin geliştirilmesi, uygun olmayan devlet müdahalelerinin ve sübvansiyonların bertaraf edileceği reformlar yapılması ve maliyetlerin aracılık edilen miktara oranında düşüşler meydana gelmesi işletim etkinliğinde meydana gelen iyileşmeleri sağlayan etkenlerden bazıları olarak sayılmaktadır (Chan-Lau, Chen, 2001).

2.2 Finansal Piyasaların Ekonomideki Rolü

McInish (2000, 6–7) finansal piyasaların ekonomide önemli bir rolü olduğunu ve bu piyasaların bireylerin yaşam standartlarını temel olarak üç yolla etkilediğini ifade etmektedir. İlk olarak finansal piyasalar, fonların tasarruf sahipleri ile yatırımcılar arasındaki aktarımını kolaylaştırarak fon aktarım maliyetlerini düşürür. Bunun bir sonucu olarak ekonomide kullanılan sermaye miktarı yükselir ve üretim artar.

İkinci olarak finansal piyasalar, üreticilerin ve yatırımcıların riski kendi aralarında transfer etmelerine imkân vermek suretiyle, üretim artışına yol açar. Bu işlevin yerine getirildiği temel finansal piyasa türü türev piyasadır. Söz konusu finansal piyasa türünde bireylerin riskten korunması şu şekilde gerçekleşir; ellerinde stok bulunduran üreticiler, bu stokların fiyatlarında herhangi bir değişiklik olması riskiyle karşı karşıyadırlar. Çünkü böyle bir durum karşısında üreticiler büyük

kayıplara maruz kalabilirler. Finansal piyasalar iktisadi ajanlara, türev ürünler yolu ile bu tür risklerle karşı karşıya kalma ihtimalini düşük bir maliyetle karşı tarafa aktarma imkânı verir.

Finansal piyasaların, bireylerin yaşam standartlarının iyileşmesine katkıda bulunduğu üçüncü bir yol, paranın değişimini ve para yaratımını kolaylaştırması yoluyla gerçekleşmektedir. Taraflar arasında gerçekleştirilen ticaretin maliyetini azaltmak suretiyle para, ulaşılabilir üretim seviyesini büyük ölçüde yükseltir.

2.3 Finansal Sistemlerin Gelişimini Etkileyen Faktörler

Finansal sistemlerin gelişimi çok çeşitli faktörlerden etkilenir. Söz konusu faktörlerin başında şüphesiz ekonomik nitelikli olanlar gelir. Finansal gelişme, ekonomik gelişmeyi etkileyen temel unsurlardan biri iken, ekonomideki gelişmeler de finansal piyasaların gelişimini yakından etkiler. Bununla birlikte sosyal ve teknolojik nitelikli diğer bazı faktörler de finansal sistemlerin gelişimine katkıda bulunabilmektedir. Genel olarak değerlendirildiğinde, finansal gelişimi etkileyen faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Rose, 2003, 90):

— Teknolojik yeniliklerin, finansal verileri depolama ve transfer etme hızını arttırması ve söz konusu işlemlere ilişkin maliyeti azaltması,

— Piyasaların coğrafi anlamda genişlemesinin farklı finansal hizmet sağlayıcıları arasındaki rekabeti arttırması,

— Aynı nitelikteki hizmetleri sunan finansal kurum sayısının artmasıyla birlikte, söz konusu hizmetlerin homojen hale gelmesi,

— Devletin finansal sistemi ve finansal sistem tarafından sunulan hizmetleri deregüle etmesi ve bu durumun daha açık piyasalarda daha büyük bir rekabeti mümkün kılması,

— Ülkelerin, kendi finansal ve iktisadi politikalarını koordine etmeye, giderek daha fazla ihtiyaç duymaları,

— Finansal hizmet sunan firmalarda risk yönetimi ve işletme etkinliğinin öneminin artması,

— İktisadi ajanların yurt içi ve kıtalar arası finans piyasalarına girebilme serbestisine sahip olması ve bu nedenle finansal piyasaların uluslararasılaşması,

— Finansal sistemin hizmet sunduğu müşteri profilinin değişmesi ve müşteri tabanının demografik yapısının, hizmete daha duyarlı müşterilere doğru kayması. Bu değişime bağlı olarak para yönetim becerilerine, finansal planlamaya ve emeklilik önerilerine daha büyük ölçüde ihtiyaç duyulması.

Diğer tüm sektörlerde olduğu gibi finans sektörünün de temel amacı, sahip olunan ürünlerin satılması suretiyle gelir elde etmektir. Kâr maksimizasyonu dürtüsüyle hareket eden finansal kurumlar, bir yandan mevcut ürünlerini satmak suretiyle müşterilerine hizmet sunarken, diğer yandan teknolojiadaki gelişmelere paralel olarak, kendi rekabet güçlerini ve bu alandaki karlılıklarını artırıcı yeni ürünler geliştirirler. Dolayısıyla kâr dürtüsünden hareketle, ekonomik ve finansal çevredeki herhangi bir değişim, finansal kurumların, kârlılık düzeylerini artıracak ya da en azından devam ettirecek yeni ürünler geliştirmeleri yönünde tetikleyici etki yapar (Mishkin, 2001, 239).

1960'lı yıllarda finansal piyasalarda faaliyet gösteren finansal kurumlar ve bireyler, iktisadi alanda kendini gösteren güçlü bir değişimle karşı karşıya kalmışlardır. Enflasyon ve faiz oranlarının hızlı bir biçimde yükselmesi, söz konusu oranların öngörülmesini güçleştirmiş ve bu durum finans piyasalarındaki talep koşullarını değiştirmiştir. 1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin yıkılması ve sabit kur sisteminin terkedilip serbest kur sistemine geçilmesiyle, enflasyon ve faiz oranlarındaki artan dalgalanmaların yarattığı risklerden ve serbest kur sisteminin doğurabileceği döviz kuru riskinden korunmak için farklı türde finansal araçlara ihtiyaç duyulmuş ve bu ihtiyaçlara cevap veren finansal araçlar talep edilmeye başlamıştır.

Finans piyasalarında varolan regülasyonlar, finansal hizmetlerin ve ürünlerin talebini düşürmüş, finansal kurumları git gide sıkıntıya sokarak, mevcut finansal ürünleri karlı olmaktan çıkarmıştır. Finansal araçlar, mevcut regülasyonlardan ve vergilerden kaçmak ve bu suretle varlıklarını devam ettirebilmek için, müşterilerin ihtiyaçlarını karşılayacak karlı, yeni ürünler ve hizmetler geliştirmişlerdir. Bu süreç finans mühendisliği olarak adlandırılmaktadır. 1970'li yılların başlarından itibaren, regülasyonlardan kaçınmak amacıyla finans piyasalarına getirilen bazı yenilikler söz konusu olmuştur.

1970'lerin sonlarında başlayarak ve 1980'lerin başlarından itibaren hızlanarak finansal hizmetler sektörü deregüle edilmeye başlanmıştır. Bu süreçte

finansal kurumlar arasındaki sınırlar azalmış, hatta bazı durumlarda tamamen ortadan kalkmıştır. Sınırların azalmasıyla birlikte piyasa katılımcıları, daha önce ulaşılabilir düzeyde olmayan kâr seviyesine ulaşabilmek ve riski azaltmak amacıyla yeni finansal ürünler geliştirmişlerdir.

Vergi kanunlarında yapılan değişiklikler de yeni finansal araçların geliştirilmesi yönünde teşvik edici olmuştur. Finansal araçlardan elde edilen vergi sonrası kazançları, mevcut vergi kanunları nedeniyle azaldığından finansal ürünler revize edilerek yeni ürünler geliştirilmiştir.

Finansal sistemler ve kurumlar, ülkelerin iktisadi yapılarıyla olduğu kadar, sosyal ve demografik yapılarıyla da yakından ilişkilidir. Dünyada ekonomik, sosyal ve demografik yapıda meydana gelen değişiklikler tüm dünya ülkelerini etkilerken, herhangi bir ülkede söz konusu alanlarda meydana gelen değişimler de toplumun hemen her birimini ve alanını etkiler. Sosyal açıdan bakıldığında, nüfusun demografik yapısı, toplumların tasarruf, tüketim, yatırım ve borçlanma yapılarında önemli değişiklikler yaratır (Rose, 2003, 88).

Ando ve Modigliani'nin (1963) yaşam çevrimi hipotezine göre bireylerin tüketim davranışları, onların psikolojik eğilimlerinden önemli ölçüde etkilenir. Söz konusu hipoteze göre genç yaşlarda bireylerin gelirleri düşüktür. Hatta bu dönemde bireyler, ihtiyaçlarının bir kısmını karşılamak için borçlanmaya bile yönelebilirler. Ancak söz konusu eğilim ileri yaşlarda farklılaşır. Bireyler, orta yaşlara geldiklerinde önceki dönem borçlanmalarını ödeyebilmek, yaşlılık dönemlerinde ise yaşam standartlarını aynı düzeyde devam ettirebilmek için tasarrufa yönelirler. Bu çerçeveden bakıldığında, bir ülkenin tasarruf düzeyinin belirlenmesinde, o ülkenin demografik yapısının önemli bir etkisi vardır. Diğer yandan özellikle pek çok sanayileşmiş ülkede doğurganlık oranının azalması, ülkelerin demografik yapısını genç nüfus aleyhine değiştirmekte ve böylelikle toplumda, tasarruf eğilimi yüksek olan kesimler sayıca ağırlık kazanmaktadır. Tasarruf düzeyi arttıkça, bu tasarrufları değerlendirecek ve yönlendirecek finansal kurum ve araçlara olan ihtiyaç da artar. Dolayısıyla finansal yapı, demografik yapıda meydana gelen bu değişikliklere cevap verecek şekilde bir değişim gösterir, yeni ihtiyaçlara yönelik yeni tasarruf araçları geliştirilir.

Diğer taraftan günümüzde toplumsal yapıda ve özellikle de aile yapısında meydana gelen değişimler de finansal yapıya, dolaylı yoldan da olsa yön

vermektedir. Özellikle Batı ülkelerinde evlenme çağının ileri yaşlara kayması ve boşanma oranlarındaki artışa paralel olarak tek ebeveynli aile sayısının artması söz konusu etmenlerden bazılarını oluşturmaktadır. Tek ebeveynli ailelerde hanehalkının geçimini sağlamak üzere kadınlar da işgüne katılmakta ve aile bütçesine ilişkin konularda sorumluluk almaktadırlar. Bu yapıdaki ailelerde çocukların geleceğine ilişkin endişeler, ebeveyni daha çok tasarrufta bulunmaya yöneltmekte ve tasarruf arzındaki artış finansal araçlara olan talebi de artırmaktadır (Rose, 2003, 88).

Yukarıdaki sosyal etmenlerin yanı sıra eğitim imkânlarındaki artış da konuya ilişkin bir diğer faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Okullaşma oranındaki ve eğitim düzeyindeki iyileşmeye paralel olarak, toplumun önemli bir kesimini oluşturan kadın nüfusun eğitim seviyesi de yükselmektedir. Kadınların eğitim düzeyinin artması, bu kesimin daha kalifiye ve daha yüksek gelirli işlerde çalışmalarına imkân vererek tasarruf imkânlarını da arttırır. Tasarruf imkânlarındaki bu artış, toplam tasarruf arzı üzerinde pozitif etki yaratarak finansal hizmet talebi üzerinde uyarıcı etki yaratır.

Günümüzde bilginin daha geniş alanlara daha hızlı bir şekilde yayılması, finansal piyasaların yalnızca ülke sınırları içinde kalmayıp uluslararasılaşmasında etken bir rol oynamaktadır. Bu durum rekabeti daha da teşvik etmekte ve finansal kurumlar arasında ve bu kurumları düzenleyen devlet kurumları arasında uluslararası bir işbirliğine olan ihtiyacı arttırmaktadır.

Haberleşme sektöründe meydana gelen ilerlemelerin sağladığı dışsallığın da etkisiyle finansal piyasaların uluslararasılaşması neticesinde, bireylere ve kurumlara yeni tasarruf ve yatırım olanakları doğmaktadır. Bu koşullar altında yabancı şirketlere ve kurumlara yatırım yapmanın doğurabileceği risk daha azdır, çünkü günümüzde söz konusu şirket ve kurumların finansal durumlarına ilişkin daha fazla bilgi elde edilebilir durumdadır. Bunun sonucunda kıt olan kaynakların etkin dağılımı gerçekleşmiş olacak ve ekonomilerdeki mal ve hizmetlerin üretim miktarı yükselecektir.

Finansal kurumların yeni yöntemler ve teknikler geliştirmelerinin nedenlerinden biri de finansal hizmet sağlayıcıları arasındaki yoğun rekabettir. Bankalar, sigorta şirketleri, hisse senedi alım satımı ile uğraşanlar, yatırım fonları ve tasarruf kuruluşları yoğun bir şekilde müşterilerinin ihtiyaçlarını karşılama uğraşısı içindedirler. Bu kurumların birçoğu, küçük finansal servis sağlayıcılarından finans devleri yaratabilmek için birleşmeler ve devralmalar gerçekleştirmektedirler. Bu

şekilde devleşen kurumlar, finansal hizmetler piyasasının daha büyük bir kısmını ellerine geçirebilmekte ve çok daha etkin bir şekilde rekabet edebilme kapasitesine ulaşabilmektedirler (Rose, 2003, 88).

Finansal kurumlar arasındaki yoğun rekabetin hızlı yükselişi kısmen devletler tarafından uygulanan deregülasyon politikaları sonucunda gerçekleşmiştir. Dünyadaki birçok ülke, özellikle Amerika Birleşik Devletleri, Japonya ve Avrupa, finans sektörünü kurallardan arındırmaktadır. Finans piyasalarındaki kamu düzenlemeleri hafifletildikçe veya kaldırıldıkça, serbest piyasa (private marketplace), finansal hizmet sağlayıcıların rekabet şeklini ve finansal hizmetleri nasıl yerine getireceklerini belirlemede çok daha önemli hale gelir (Rose, 2003, 86).

Finansal piyasaların deregüle edilmesi sonucunda artan rekabet, yeni finansal hizmet ve yeni finansal araçların yanı sıra, yeni finansal kurumların da doğmasına neden olmuştur. Günümüzün kırılğan piyasalarının doğasında var olan riski bertaraf edebilen geniş, çok ürünlü, çok pazarlı ve teknolojik açıdan karmaşık oluşumlar bu çerçevede yer alır. Finansal kurumlar aynı hizmetleri sunarak ve birçok bakımdan benzer şekilde organize olarak her geçen gün birbirlerine daha da benzer hale gelmektedir. Bunun sonucunda, bir finansal hizmet kurumu ile bir diğeri arasındaki geleneksel farklılık da azalmaktadır. Bu tek tipleşme süreci, finansal kurumların bireyleri, kendi finansal araçlarının diğeri kurumlarınkinden çok daha farklı olduğu hususunda ikna etmelerini zorlaştırmaktadır.

Finansal hizmetler genişledikçe işletmeler ve devletler, geleneksel finansal araçlardan borçlanmak yerine, piyasaya borç senedi ve ortaklık hakkı veren menkul kıymet (equity security) ihraç etmek yoluyla finansman ihtiyaçlarını karşılamaya çalışırlar. Tasarrufların yatırımlara dönüşmesinde geleneksel borçlanma yöntemlerinin yerini yeni yöntemlerin almasıyla beraber geleneksel finansal araçlar da sundukları hizmetin türünü değiştirmek suretiyle bu yeni düzene ayak uydurmaktadırlar. Söz konusu kesim günümüzde özellikle gelişmiş ülkelerde, yalnızca parayla ilgilenen kurum olma niteliğini aşp bilgiyi işleyen, kontrol eden, toplumun kaynaklarını en etkin şekilde değerlendirebilmek için diğeri kesimlerle koordinasyona girebilen ve bu alanda gereken ayarlamaları yapabilen kontrol merkezleri haline gelmiştir. Zira teknolojik, iktisadi ve sosyal şartlar değıştikçe, kurumların da değışmesi ve gelişmesi kaçınılmazdır. Finansal kurumlar da bu

değişime, sundukları hizmetleri günün koşullarına daha uygun hale getirmek suretiyle uyum sağlamaktadırlar (Noam, 1996).

2.4 Finansal Derinleşme

Bir ekonomide, büyümeyi gerçekleştirecek olan yatırımların finansmanı için gereken fonların biraraya getirilmesi işlevini finansal piyasalar üstlenir. Bu piyasaların temel işlevi fonları, arz kaynaklarından talep noktalarına kanalizetmektir. Yatırımlara kanalize edilecek olan fonların finansal piyasalarda oldukça yetersiz düzeyde olması ve var olan fonların da en düşük maliyet ve en yüksek verimlilikle kullanılamaması, bu alanda ortaya çıkan en önemli sorunlardandır.

Finansal piyasaların gelişmişliği, ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirme yeteneğiyle ifade edilir. Finansal gelişmenin bir sonucu olarak meydana gelen finansal derinleşmenin ölçümünde çeşitli göstergeler kullanılmaktadır. Dolaşımdaki para ile vadesiz mevduatların toplamı olarak tanımlanan M1 dar para arzı tanımı bu konudaki en temel göstergelerden biridir. Genellikle gelişmiş ülkelerde finansal derinliğin ölçümünde kullanılan gösterge ise vadeli ve vadesiz mevduatlar ile dolaşımdaki paranın toplamı olarak tanımlanan M2 değişkeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla birlikte, Türkiye gibi para ikamesinin yaygın olduğu, bir diğer ifadeyle yerli para yanında yabancı paraların ve yabancı paralar cinsinden tanımlanan mali araçların da kullanıldığı ülkelerde finansal derinleşmenin ölçümünde M2 yerine M2Y değişkeni kullanılmaktadır. Ancak, M2Y gibi parasal büyüklüklerin mali sistemin büyüklüğünün doğrudan ölçüsü olarak kullanılması da eleştirilmektedir. Söz konusu eleştiriyi getirenler, M2Y'nin sistemin mutlak büyüklüğünü değil, gelişme eğilimini gösteren dolaylı bir gösterge olduğunu ifade etmektedirler. Bunun sebebi olarak da, M2Y değişkeni içinde bankaların mevduat dışındaki araçlarla topladığı fonların yer almamasını göstermektedirler. Bir diğer neden ise, banka dışı mali kesimin ve bankaların aracı olmadığı fon aktarım araçlarının bütünüyle ihmal ediliyor olmasıdır (Özatay, Öztürk, Sak, 1996, 17–18).

Bu nedenlere bağlı olarak, finansal derinliğin ölçümünde M2Y yanında mali sistemin büyüklüğünü gösteren Toplam Mali Varlıklar Stoku değişkeni de yaygın olarak kullanılmaktadır. Toplam mali varlıklar, ekonomide fon fazlası olan kesimler ve mali aracı kuruluşların, fon ihtiyacı olan kesimlere hangi mali araçlar vasıtasıyla kaynak aktardıklarını gösteren bir değişkendir (Özatay, Öztürk, Sak, 1996, 18).

Toplam Mali Varlıklar Stoku değişkeninin GSMH'ye oranı, ekonominin genel görünümü içinde mali sistemin nispi büyüklüğü hakkında bilgi vermektedir.

Yukarıda belirtilen oranlar finansal derinleşmenin ölçümünde kullanılan büyüklükler olup, söz konusu oranların büyüklüğünü belirleyen en önemli faktörler ise;

- Finansal piyasaların kurumsal açıdan çeşitliliği ve
- Finansal araçların çeşitliliği

şeklinde sıralanmaktadır (Oksay, 2000). Finansal piyasaların kurumsal çeşitliliği, bir ülkede finansal derinleşmenin en önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Kurumsal çeşitliliğin gerçekleşmesi, atıl haldeki tasarrufları finansal sisteme çekerek finansal piyasalara akan fon miktarının artmasını ve böylelikle daha fazla fon ihtiyacının karşılanmasını sağlayacaktır. Bu nedenle finansal kurumların çeşitliliği, finansal derinleşmenin temel göstergelerinden biri olarak büyük önem taşır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde temel finansal aracı kurum bankalar olup, bankacılığın finansal sistem içindeki payı oldukça yüksek bir düzeydedir. Ekonominin gelişmesiyle birlikte bankacılığın temel finansal kurum olma niteliği kaybolur ve sermaye piyasası kurumlarının finansal sistem içindeki payı artar.

Finansal derinleşmenin göstergelerinden bir diğeri de bir ülkedeki finansal araçların çeşitliliğidir. Finansal araçların çeşitliliğinin fazla oluşu bireylerin yatırım alternatiflerini artırarak, çeşitli iktisadi koşullara uygun, farklı yatırım tercihlerine cevap verir. Gelişmekte olan ülkelerde devlet tahvili ve hazine bonusu gibi kamu borçlanma senetleri, banka mevduatları ile altın ve döviz piyasaları temel finansal araçlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak ekonomiler gelişme sürecini tamamladıkça finansal yeniliklerin ortaya çıkmasıyla birlikte yeni finansal araçlar piyasaya girmekte ve kurumsal çeşitliliğin yanısıra araç çeşitliliği de artmaktadır.

Bir ülkenin finansal piyasalarının derinlik kazanmasında, finansal piyasaların serbestleştirilmesi, finansal alanda gerçekleştirilen yenilikler ve finansal küreselleşme olgusu oldukça önemli katkılar sağlayan faktörlerdir.

2.4.1 Finansal Serbestleşme

Finansal serbestleşme, devlet baskı ve müdahalelerinin finansal sistem üzerinden kaldırılarak, sistemin piyasa sinyallerine göre işlemesidir. Sözü edilen baskı ve müdahaleler genellikle; yabancı sermaye hareketlerine kısıtlama getirilmesi, selektif kredi kontrolleri uygulanması, faiz oranları ve döviz kurlarını baskı altında tutucu tedbirler getirilmesi şeklindedir. Bu doğrultuda finansal serbestleşme, sermaye hareketlerinin serbest olduğu, kredi sınırlamalarının söz konusu olmadığı, faiz oranlarının otoritelerce belirlenmiş bir tavan olmayıp, serbest piyasa koşullarına göre belirlendiği ve döviz kurları üzerindeki kontrollerin kalktığı bir piyasayı ifade eder (Selen, 1997).

1970'leri takip eden yıllar, dünya ekonomisinde önemli yapısal dönüşümlerin yaşandığı yıllar olarak kabul edilir. Özellikle 1980'li ve 90'lı yıllarda çok sayıda gelişmekte olan ülke, finansal sistemlerinin gelişimini destekleyecek ve serbestleşmeyi sağlayacak reformlara başladı. Bu reformların temelde iki amacı bulunmakta idi: bunlardan ilki ekonomide kaynakların daha etkin bir biçimde dağılımının sağlanabilmesi için faiz oranlarındaki ve kredi piyasalarındaki çarpıklıkları/bozuklukları (distortion) bertaraf etmek, ikincisi ise toplam tasarruf düzeyini artırarak ve kaynakların ekonominin verimli sektörlerine doğru akışını kolaylaştırarak makroekonomik istikrar ve iktisadi kalkınma üzerinde olumlu etkiler yaratmak.

1970'lerden başlayarak, 1980 ve 1990'larda dünya genelini saran finansal serbestleştirme politikaları, Ronald McKinnon (1973) ve Edward Shaw (1973) adlı iki iktisatçının öncülüğünde geliştirilen finansal serbestleşme teorisine dayanmaktadır. Finansal baskı okulu olarak da adlandırılan ve finansal serbestleştirme politikalarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde iktisadi büyümenin sağlanabilmesi için en uygun politika olduğunu belirten bu akıma göre, gerçekçi bir reel faiz oranı ve reel döviz kuru oranını yaratan finansal serbestleştirme politikaları, iktisadi büyümeyi olumlu yönde etkileyen en önemli unsurlardan biridir. Zira birçok ülkede uzun yıllar uygulamada kalan finansal baskı politikaları, ülkelerin iktisadi büyümeleri önünde önemli bir engel teşkil etmiştir.

Ülke ekonomilerinde finansal baskının varlığı çeşitli şekillerde kendini göstermektedir. Faiz oranlarına uygulanan tavanlar, söz konusu baskının en önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilir. Uygulanan bu politikalar neticesinde, reel

faiz oranları serbest piyasa denge düzeyinin altında gerçekleşir. Kredi tayinlaması ve kredilerin öncelikli alanlara dağıtımı, yüksek düzeylerdeki mevduat munzam karşılık oranları, sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar ve yüksek enflasyon oranı yoluyla yüksek düzeylerde senyorej vergisi alınması, baskı altındaki ekonomilerde ortaya çıkan diğer çarpıklıklardır (distortions).

McKinnon ve Shaw (1973) finansal serbestleştirme politikaları öncesinde yaşanan finansal baskı döneminde, devlet tarafından belirlenen öncelikli sektörlerle düşük faiz oranlarından kredi verme politikalarının, faiz oranlarına uygulanan tavanların ve sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların finansal derinleşmeyi olumsuz yönde etkilediğini ve iktisadi büyüme üzerinde etkili olduğu kabul edilen söz konusu değişkenlerin bu hedef doğrultusunda etkin bir biçimde kullanımını engellediğini ileri sürmüştür. Diğer yandan, finansal baskıdan kaçınma güdüsü birçok ülkede, geleneksel olmayan finansal faaliyet türlerinin ve kurumsallaşmamış (informal) finansal aracılığın da gelişmesine yol açmıştır. Kurumsallaşmamış piyasaların en önemli özelliklerinden biri, faiz oranlarının, baskı altındaki kurumsallaşmış (formal) piyasalardakinden daha yüksek seviyede uygulanmasıdır. Kurumsallaşmamış piyasalar, kurumsallaşmış piyasalara göre daha az etkin işleyen piyasalardır. Bunun başlıca nedenleri, piyasanın daha fazla parçalanmış bir yapı sergilemesi ve işlem maliyetleri ve risklerinin finansal baskının olmadığı duruma göre daha yüksek olmasıdır (Galbis, 1982, 138).

1980'lerden itibaren uygulamaya konan finansal serbestleştirme politikalarının temel hedefi finansal derinleşmeyi gerçekleştirmek suretiyle iktisadi büyümeyi hızlandırmak olmuştur. Serbestleştirme neticesinde, baskı altındaki faizlerin serbest bırakılmasıyla birlikte, ekonomide toplam tasarrufların artması hedeflenir. Tasarruf artışıyla beraber, iktisadi ajanların gelirlerini finansal aktif biçimine dönüştürmeleri halinde piyasada yer alan finansal aktif stoku artar. Finansal aktif stokundaki artış kredi imkânlarını kolaylaştırmak suretiyle yatırım olanaklarını artırır. Serbestleşme ile beraber, faiz oranlarında ortaya çıkacak bir yükseliş yatırım imkânlarını bir miktar azaltsa da, piyasadaki borç verilebilir fon miktarının artmış olması faizler nedeniyle ortaya çıkan bu olumsuz etkiyi hafifletir.

Finansal piyasaların serbestleştirilmesi, temelde iktisadi birimlerin para talebi üzerinde meydana getirdiği etkilerle piyasadaki tasarruf miktarının artmasına neden olur. Finansal serbestleşmeyi,

- faiz oranlarının serbestleştirilmesi,
- krediler üzerindeki doğrudan kontrolün kaldırılması ve dolaylı para politikası araçlarının benimsenmesi ve
- finansal piyasaların işleyişini, derinliğini ve genişliğini iyileştirici yönde tedbirler alınması,

olarak üç şekilde ele almak suretiyle, serbestleşmenin para talebi üzerindeki muhtemel etkilerini incelemek mümkündür.

2.4.1.1 Faizlerin Serbestleştirilmesi

Üzerindeki kısıtların kaldırılmasıyla birlikte faizler, iktisadi getirileri önceki duruma göre daha iyi yansıtır hale geleceğinden iktisadi birimlerin portföylerinde kaymalara neden olabilir. Bununla birlikte bu kaymaların niteliği, serbestleştirilen spesifik faiz oranlarına ve toplam para arzına (monetary aggregate) bağlıdır. Örneğin eğer serbestleştirme sonrasında vadeli mevduat faizleri yükselirse, verili herhangi bir gelir düzeyindeki geniş para talebi yükselebilir, fakat dar para talebi düşebilir.

Teoride portföy kaymaları, uygun faiz vadesi içeren para talebi fonksiyonları ile tahmin edilebilir. Bununla birlikte faiz oranları gerçekte, bunların portföy tercihleri üzerindeki etkilerinin ölçümüne izin verecek ölçüde değişmeyebilir. Faiz oranları esnek hale geldikçe, para talebini belirlemedeki rolleri daha güçlü olabilir.

2.4.1.2 Dolaylı Para Politikası Araçlarının Benimsenmesi

Dolaylı para politikası araçlarının kullanılmaya başlanması, toplam para arzı, gelir, fiyatlar ve faizler arasındaki ilişkiyi değiştirebilir. Özellikle dolaylı para politikası araçlarının benimsenmesiyle, doğrudan kredi kontrolleri altında kredi tayinlemesinin etkinliği azalabilir. Böyle bir politika ile para, arz tarafından değil talep tarafından belirlenir hale getirecektir.

2.4.1.3 Finansal Gelişimi Sağlayıcı Tedbirlerin Benimsenmesi

Ekonomide finansal piyasaları daha iyi işler hale getirecek ve finansal piyasaların derinliğini arttıracak tedbirler alınması portföy kaymalarına yol açarak, para talebinin, gelirden ve faizlerde meydana gelen değişimlere karşı hassasiyetini değiştirir. Örneğin finansal kurumlar arasındaki rekabeti destekleyen, giriş engellerini kaldırıcı nitelikteki tedbirler, genellikle finansal piyasalardaki işlem maliyetlerini azaltıcı yönde bir etki yaratır ve para talebinin faizlerde meydana gelen

değişimlere, reform öncesindeki durumdan daha hızlı tepki vermesine neden olabilecektir.

Yine finansal piyasaların derinleşmesini destekleyici yönde tahviller, hisse senetleri ve eğer sermaye akımları serbestleştirilmişse, yabancı varlıklar gibi yeni ve daha cazip varlıkların piyasaya girmesinin bir sonucu olarak da para talebinin faiz elastikiyeti yükselebilir. Bu genellikle yurt içi parasal varlıklardan da yavaş yavaş kaymalara yol açabilir. Bununla birlikte bu kaymalar, gelirden ve faizlerden meydana gelen gelişmelerden bağımsız olarak ortaya çıkabilir. Ayrıca yeni varlıkların getirisi de para talebinin önemli belirleyicileri olabilir.

Bununla birlikte finansal piyasaların gelişimini destekleyen politika değişiklikleri, yurtiçi tasarrufların gayri resmi piyasalardan resmi piyasalara kaymasına yardım ettiği ölçüde, söz konusu politika değişikliklerinin geniş para talebi üzerindeki etkilerinin yönü daha az belirgin olacaktır. Gerçekten de gayri resmi piyasalar küçüldükçe, para da dâhil olmak üzere bütün finansal varlıkların talepleri artabilir. Kredi kartları ve ATM'ler gibi finansal yeniliklerin de para talebi üzerinde benzer etkileri olacaktır.

Son olarak finansal kurumlara ve piyasalara ilişkin resmi düzenlemelerde yapılan değişiklikler de farklı finansal varlıkların nispi risklerinin yeniden değerlendirilmesiyle sonuçlanabilir. Bu, farklı portföy uyarlanmalarına (discrete portfolio adjustment) ve para talebinin faiz elastikiyetinde bir değişime yol açabilecektir.

2.4.2 Finansal Yenilikler

Finansal yenilik kavramı, finansal piyasaları etkileyen değişimleri ve gelişmeleri ifade eder. Dar anlamda finansal yenilik, yalnızca piyasaya yeni finansal araçların girişini ifade etmek için kullanılabilir. Daha geniş anlamda ise finansal yenilik kavramı piyasaların yapısında ve derinliğinde, finansal kurumların rolü ve faaliyet alanında ve finansal hizmetlerin sağlanma biçimlerinde meydana gelen değişiklikleri de içine alır. Horne (1985)'a göre finansal yenilik, finansal aracılığın etkin olmaması ve/veya finansal piyasaların tam olmaması sonucunda ortaya çıkan kâr fırsatlarından yararlanmak amacıyla meydana getirilen ürün ya da süreçlerdir. Frame ve White (2004) finansal yeniliklerin “maliyetleri düşüren, riskleri azaltan veya katılımcıların taleplerini daha iyi tatmin eden, geliştirilmiş ürün/hizmet/araç

sağlayan yenilikleri temsil ettiğini” ifade etmektedir. Bu doğrultuda finansal yenilikler, *yeni ürünler* (örneğin değişken oranlı ipotekler ve borsa yatırım fonları); *yeni hizmetler* (çevrimiçi menkul ticareti -online securities trading- ve internet bankacılığı), *yeni üretim süreçleri* (menkul kıymetlerin elektronik olarak kayıdını tutma ve kredi derecelendirme) veya *yeni organizasyon şekilleri* (spekülatif amaçlı menkul kıymetler için yeni bir elektronik değişim türü ve sadece internet üzerinden bankacılık -internet only banking-) olarak gruplandırılmaktadır (Frame, White, 2004).

Amerika Birleşik Devletleri dışındaki diğer çoğu ülkede, finans sektöründeki yenilikler, tamamıyla yeni araçların oluşumundan ziyade, gelişmiş ülkelerde zaten var olan ürün ve teknolojilerin uygulanmaya başlamasını içermektedir. Bununla birlikte ürün ya da süreç piyasa ekonomisi için yeni olduğu sürece, ekonomideki finansal çevreyi etkileyecektir. Dolayısıyla finansal yenilik, yeni ürünlerin, hizmetlerin ve fikirlerin bulunmasının yanı sıra, bunların yayılmasını ve uygulanmasını da içeren bir kavramdır (Tufano, 2003, 311).

Finansal yeniliklerin meydana gelmesiyle, finansal varlıkların likiditesi artar. Likiditenin artması, yatırımları nakde çevirebilme kolaylığı sağladığından, piyasadaki para talebi düşecek ve yatırım miktarı artacaktır. Artan yatırımlar iktisadi büyüme sürecini pozitif yönde etkilediğinden, finansal yenilik sürecinin içsel bir büyüme süreci yaratacağı düşünülebilir.

Finansal yeniliklerin bu özellikleri nedeniyle, paranın, kişi başına ve toplam çıktı miktarındaki artışa katkısı, ekonominin mal üretim fonksiyonundaki kaymalar ile değerlendirilebilir. Çünkü mal üretim fonksiyonu, finansal yenilikler piyasalarda kullanılmaya başlamadan önce ve kullanılmaya başladıktan sonra farklı olacaktır. Bu nedenle Handa (2000, 739) takas ekonomisi koşullarının geçerli olduğu bir ekonomideki üretim fonksiyonu ile parasal ekonomi koşullarının işlediği bir ekonomideki üretim fonksiyonunun birbirinden farklı olacağını belirtmektedir.

2.4.2.1 Finansal Yeniliklerin Ortaya Çıkış Sebepleri

Finansal yeniliklerin ortaya çıkışını ve hızla artışını belirleyen gelişmeler teknoloji alanındaki gelişmeler, makroekonomik koşullardaki değişimler, yasal çerçevedeki değişiklikler, vergi kanunlarında yapılan değişiklikler, toplumsal ihtiyaçlarda meydana gelen değişiklikler şeklinde sıralanabilir.

2.4.2.1.1 Teknoloji Alanında Meydana Gelen Gelişmeler

Teknoloji alanında meydana gelen gelişmeler finansal yeniliklere yol açarak, bu yeniliklerin finansal hizmet sektöründe kullanımını sağlamaktadır. Finans sektörünü etkileyen temel teknolojik gelişmeler haberleşmeye ve “bilgi işlem”e ilişkindir. Söz konusu gelişmeler bilgilerin çok kısa sürede biraraya getirilmesine, aktarımına ve analizine olanak vermektedir. Bu sayede finansal piyasa katılımcıları, maruz oldukları riski daha iyi bir şekilde ölçebilmekte ve asimetrik bilgi sorunlarının üstesinden daha iyi bir şekilde gelebilmektedirler.

Otomasyon ile birlikte işlemlerin doğruluğu ve gerçekleştirilme hızı artmış, maliyetleri ise düşmüştür. Ayrıca bilgisayar teknolojisindeki gelişmelerle, menkul kıymetlerin elektronik ortamda alım-satımını sağlayan organizasyonel yenilikler meydana gelmiştir. Elektronik fon transferleri (EFT), bankamatikler (ATM-automated teller machine), satış noktası terminalleri¹, kredi kartları, evden fon transferi gerçekleştirmeye imkân veren kişisel bilgisayarlar ve haberleşme teknolojilerindeki artış, finansal ürün ve hizmetlerin sağlanma hızını arttırmış ve maliyetlerini düşürmüştür. Maliyet etkinliğinin çok önemli olduğu finans sektöründe, bu etkinliği sağlayamayan ürünlerin piyasadan yok olması beklenmektedir (Horne, 1985).

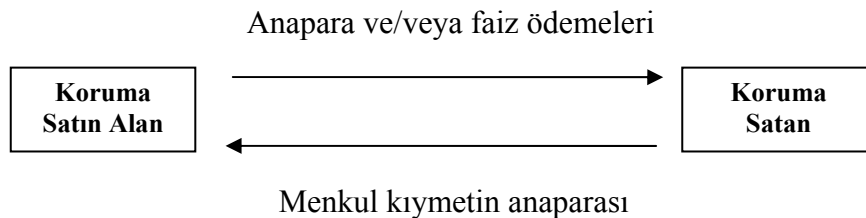
2.4.2.1.2 Makroekonomik Koşullardaki Değişimler

Pekçok sanayileşmiş ülkede 1970’lerde ve 1980’lerin başında yaşanan yüksek enflasyon, bu dönem boyunca gerçekleşen yenilik dalgasının ardındaki harekete geçirici faktör olarak anılmaktadır. Çift haneli enflasyon rakamları, elde nakit tutmanın maliyetini yükseltmiş ve hem ulusal hem de uluslararası finansal piyasalardaki belirsizliğin (volatilitenin) artmasına neden olmuştur. Bu dönemde pekçok ülkede, yüksek oranlarda bütçe açıkları yaşanmış ve bu durum hizmet maliyetlerinin azaltılması ihtiyacını doğurmuştur. Faiz oranlarındaki, enflasyondaki, hisse senedi piyasalarındaki ve döviz kurundaki volatilitenin artması piyasa katılımcılarının kendilerini istenmeyen sonuçlara karşı koruma ihtiyacı doğurmuş ve bu ihtiyaca cevap veren finansal ürünler geliştirme çabası oluşmuştur (Fabozzi, Modigliani, Ferri, 1998, 26–27).

¹ Ödeme noktası bilgisayarları, tüketicilere alışverişlerinin karşılığını bankalarındaki hesaplarından doğrudan ödeme olanağı sağlayan ödeme sistemleridir.

Finans piyasalarının, bireyleri ve kurumları riskten korumaya yönelik ürettiği yeniliklerin en yaygın olanlarından biri de *kredi temerrüdüne dayalı takas* (credit default swap) *sözleşmeleridir*. Bilindiği üzere finansal piyasalar, fon fazlası ve fon noksanı olan taraflar arasındaki fon akışının gerçekleştirildiği piyasalardır. Taraflar arasındaki fon akışı borç sözleşmelerine dayalı olarak gerçekleştirilir. Kredi verilen taraf hakkında sahip olunan bilginin çoğu zaman tam olmaması nedeniyle borç sözleşmeleri kredi veren açısından risk taşır. Kredi temerrüdüne dayalı takas sözleşmeleri finansal sistemin kredi veren tarafın maruz kaldığı riski ortadan kaldırmak, bir diğer deyişle kredi riskini yönetebilmek için geliştirdiği yeniliklerden biridir (Kavlak, 2003, 20, 21).

Kredi temerrüdüne dayalı takas sözleşmeleri verilen kredinin, temerrüdün gerçekleşme riskine (default risk) karşı sigortalanmasıdır. Temerrüt riskinin gerçekleşmesine “kredi olayı” (credit event) denir. Söz konusu sözleşme yapılırken, karşı karşıya olduğu riski satan ve bu riski satın alan olmak üzere iki taraf söz konusudur. A bankası X şirketinin tahvillerini teminat olarak almış ve kredi temerrüdüne dayalı takas sözleşmesi yaparak temerrüt riskini B bankasına satmış olsun. X şirketinin tahvillerinde meydana gelen beklenmedik bir gelişme sonucu maruz kalabileceği kayıplardan korunabilmek için A bankası bu anlaşmayı yapar ve riski alan tarafa anlaşmada belirlenen ücreti veya primi öder. X şirketi A bankasına olan yükümlülüğünü yerine getirdiği durumda A ve B bankası arasında herhangi bir ödeme yapılmaksızın sözleşme sona erecek, riski satın almasının bedeli olarak yalnızca A bankası B bankasına prim ödemiş olmakla kalacaktır. Ancak söz konusu şirket yükümlülüğünü yerine getirmediği durumda, riski satın almış olan B bankası, A bankasına sözleşmede belirlenen ödemeyi yapacaktır (Kavlak, 2003, 20, 21).



Özellikle kredi temerrüt swapları temel olarak dış piyasalarda ihraç edilen bonolar için koruma sağlayan enstrümanlardır. Kredi temerrüt swapları, likit

olmayan varlıklara likidite sağlaması, hatta varlığın portföyde bulunmadığı durumlarda, o varlıklarla ilgili pozisyon yaratılması gibi avantajlar da sağlamaktadır. Bunların yanı sıra, kredi temerrüt swapları gelişmekte olan piyasalarda tahvil/bono fiyatının belirlenmesinde önemli bir gösterge olarak da kullanılabilmektedir.

2.4.2.1.3 Yasal Çerçevedeki Değişiklikler (Regülasyonlar)

Finansal piyasalarda yapılan düzenlemeler, bu düzenlemelerden kaçınabilmek amacıyla finansal yeniliklerin ortaya çıkmasını sağlamıştır. 1970’li yıllardan başlayarak, regülasyonlardan kaçınabilmek için bir dizi finansal yenilik yapılmıştır. Finansal kurumların, hukuki çerçevenin getirdiği yükü minimize etme isteği, yeni ürünler ve süreçler geliştirmesine bir neden oluşturmuştur. Ancak daha sonraları finansal piyasaların regülasyonuna ilişkin politikalar hafifletilerek veya terkedilerek, deregülasyon politikaları uygulanmaya başlanmıştır. Böylelikle fonksiyonları birbirinden farklı finansal kurumlar (ticari bankalar, tasarruf ve kredi sandıkları, yatırım bankaları, sigorta şirketleri, ipotek bankaları vb.) arasındaki sınırlar azalmış veya bazı durumlarda tamamen ortadan kalkmıştır. Deregülasyon ile hafifletilen kısıtlar piyasa katılımcılarını, kârlarını arttırıcı ve riski azaltıcı finansal yeniliklerde bulunmaya yöneltmiştir. Şu durumda hem regülasyon ve hem de deregülasyon politikaları altında finansal yenilikler meydana gelmektedir. Ancak birinci durumda yapılan finansal yenilikler var olan karı korumaya yönelik savunucu türde iken, sonraki durumda yapılan yenilikler karı arttırmaya ve riski azaltmaya yöneliktir.

En bilinen yeniliklerden biri olan devredilebilir tasarruf hesapları (negotiable order of withdrawal –NOW– accounts) 1970’lerde Amerika Birleşik Devletleri’nde, finansal alanda getirilen yasal kısıtlamalardan kaçınmak amacıyla ortaya çıkmıştır. Eurodolar ve banka finansman bonusu piyasalarının gelişimi de, mevduat munzam karşılıklarından ve faiz oranlarına ilişkin kısıtlamalardan kaçınmak amacıyla getirilen yeni finansal araçlardır.

2.4.2.1.4 Vergi Kanunlarında Yapılan Değişiklikler

Vergi kanunlarında yapılan değişiklikler de finansal yeniliğe sebep olur. Mevcut finansal araçlar vergi kanunlarından etkilendiğinde, bu araçlar yeni vergi kanunlarına göre revize edilerek yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasını sağlar. Özellikle faiz ve temettü getirilerinin, sermaye kazancına göre farklı vergilendirilmesi, piyasanın dengeye gelme sürecini etkileyecektir (Horne, 1984).

Çeşitli gelir veya varlık kategorileri farklı vergilendirildiği ölçüde, yüksek vergilendirilen varlıkları ellerinde bulunduranlar, ödedikleri vergi miktarını düşürmeye çalışırlar; bu arayış finansal yenilik sürecini doğurur. Vergi oranlarının yüksek oluşu, daha geniş yenilik akımlarına neden olacaktır (Frame, White, 2004).

2.4.2.1.5 Toplumsal İhtiyaçlarda Meydana Gelen Değişiklikler

Finansal piyasalarda meydana gelen yeniliklerin bir kısmı da toplumsal alanda ortaya çıkan ihtiyaçlardan kaynaklanmıştır. Menkul kıymetleştirme (seküritizasyon), özünde, bu nitelikteki ihtiyaçlar sonucunda ortaya çıkan bir finansal yenilik türüdür.

Menkul kıymetleştirme, gelişmiş ve iyi işleyen bir finans piyasasına sahip olan Amerika’da, gayrimenkule olan talebin finansmanına ilişkin sorunlara çözüm getirme arayışlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. İlk uygulamalarını ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı şeklinde gördüğümüz menkul kıymetleştirme, Amerikan halkının artan refah seviyesi sonucunda, gayrimenkule olan talebin yoğunlaşmasıyla birlikte ilk uygulama alanını bulmuştur (Fabozzi, Modigliani, 1996, 107–108).

1980’li yılların ikinci yarısından itibaren, ipotekli konut kredileri dışında, aktifte yer alan otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralama alacakları, ihracat kredileri gibi diğer alacaklar da menkul kıymetleştirilmiş ve varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edilmiştir (Hepşen, 2005, 17–21). 1985 yılından itibaren Avrupa’da da uygulama alanı bulan menkul kıymetleştirme, günümüzde kullanılan en önemli finansman yöntemlerinden biri haline gelmiştir.

Dar anlamda menkul kıymetleştirme bir finansal kurumun bazı alacaklarını teminat göstererek veya devrederek karşılığında menkul kıymet ihraç etmesi, bir diğer ifadeyle bir kurumun “diğer varlıklar”ının belli bir nakit akımları kümesinin kısmen veya tamamen parçalara ayrılması ve bu nakit akımlarına dayalı menkul kıymetler ihraç edilmesidir (Iacobucci, Winter, 2005).

Geniş anlamda menkul kıymetleştirme ise likit olmayan sermaye piyasası araçlarının likit hale, bir diğer ifadeyle varlıklara ilişkin nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesi sürecini ifade etmekte olup, şirketlerin dolaysız ve düşük maliyetli bir finansman şeklini oluşturmaktadır (Hepşen, 2005, 17).

Menkul kıymetleştirmeye konu olabilecek finansal varlıklardan bazıları ipotekli konut kredileri, taşıt kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralama

sözleşmesinden doğan alacaklar, ihracat kredileri, gelecekte oluşacak nakit akımları (Hepşen, 2005, 50–53), ticari ve sınaî krediler, değişken oranlı ipotekler, devremülk kredileri (Saunders, Cornett, 2004, 664) şeklinde sayılabilir. Yaygın kullanım alanını özellikle ipotekli konut kredileri alanında bulan bu finansman yönteminde borçlanmalar, karşılıklı görüşmelere dayalı banka kredileri yerine tahvil gibi, piyasada alınıp satılabilen menkul kıymetler çıkarılarak gerçekleştirilebilmekte, bu yolla büyük montanlı yatırım araçlarına küçük yatırımcılar da ortak olabilmektedir. Söz konusu finansman yöntemine gidildiğinde, menkul kıymetleştirilen varlık bilânço dışına çıktığı ve faaliyetlerin finansmanı için bulundurulması gereken sermaye miktarı da azaldığı için, kurumun mali yapısı daha az risk taşıyor hale gelmektedir. Bu şekilde risk, kurumsal yatırımcılar ile küçük yatırımcılar arasında paylaşılabilmekte, risk paylaşımı imkânının doğması, ekonomide büyük montanlı ve verimliliği yüksek yatırımlar yapılabilmesine imkân sağlamaktadır.

Fabozzi ve diğerleri yukarıda sayılan etmenlerin yanısıra finansal yeniliklerin ortaya çıkma nedenlerine aşağıdaki etmenleri de ilave etmektedir (Fabozzi ve diğerleri, 1998):

- Piyasa katılımcılarının daha eğitilmiş ve sofistike hale gelmeleri: finansal ürünler ve bu ürünlerin ticaretine ilişkin stratejilerin kullanımı bazı piyasa katılımcıları için çok karmaşık olsa da, özellikle matematiksel bilgi anlamında piyasanın bilgi birikim düzeyi yükselmiş ve bazı kompleks ürünlere ve bunların ticaretine imkân vermiştir.

- Küresel finansal zenginlik kalıplarının değişen yapısı iktisadi faaliyetleri arttırmıştır. İktisadi faaliyetlerin artması, sürekli büyüme ve kâr maksimizasyonu hedefiyle hareket eden finansal araçları finansal yenilikler geliştirme yönünde tetiklemiştir.

2.4.2.2 Finansal Yeniliklerin Parasal Aktarım Mekanizmasına Etkileri

Finansal piyasalar, para otoritesi ile reel ekonomi arasındaki ilişkinin ortaya çıktığı yapılardır. Bu nedenle söz konusu piyasaların yapısını ve durumunu etkileyen herhangi bir olgu, ekonominin aktarım mekanizmasını etkileme potansiyeline sahiptir. Çoğu gelişmiş ekonominin, özellikle 1980’lerden itibaren hız kazanan finansal yenilik dalgalarına göre şekillendiği görülmektedir. Aktarım kanalları mekanizması söz konusu yeniliklerin reel kesime olan etkileri bakımından önem

taşıdığından, çalışmamızın bu kısmında finansal yeniliklerin bu mekanizma ile olan ilişkisi incelenecektir.

Estrella (2001) çalışmasında finansal yeniliklerin parasal aktarım mekanizması yoluyla yatırımlar ve dolayısıyla büyüme üzerinde ne gibi bir etki meydana getirdiğini incelemiştir. Estrella (2001) finansal yenilikleri finansal deregülasyon, menkul kıymetleştirme, türev araçlar ve finansal risk yönetimi olmak üzere dört temel kategoride ele almaktadır. Çalışmanın analitik çatısını faiz kanalı, varlık değerlendirme kanalı (valuation channel) ve kredi kanalı olmak üzere üç parasal aktarım kanalına dayandırmakta ve her bir yenilik kategorisinin birden fazla parasal aktarım kanalını etkileyebileceğini ifade etmektedir.

2.4.2.2.1 Finansal Deregülasyonun Etkisi

Estrella (2001)'ya göre finansal deregülasyonun parasal aktarım kanallarına ilişkin etkisi ağırlıklı olarak faiz kanalı ve kredi kanalı yolu ile ortaya çıkmaktadır. Bunun sebebi para otoritesinin, faize kısıtlar getirmek suretiyle kredi akımları üzerinde daha büyük bir denetime sahip olabilme yeteneğidir. Faiz kanalı, en geleneksel olan ve genellikle diğer kanalların toplu etkisini göstermek için kullanılan genel bir çatıdır.

Oliner ve Rudebush (1996) ekonomide meydana gelen parasal bir şokun, banka rezervlerini ve bu nedenden ötürü, bankaların firmalara verebilecekleri kredi hacmini azaltacağını göstermişlerdir. Bu olgu literatürde para politikasının kredi kanalı olarak bilinmektedir. Kredi kanalından söz edilebilmesi için ayrıca, bankaların ve firmaların bilançolarında yer alan krediler ile diğer borçlanma araçlarının birbirlerinin tam ikamesi olmaması gerekir. Firmaların daha büyük maliyetlere katlanmak zorunda kalmaksızın alternatif finansman kaynaklarına ulaşamamaları ve bu nedenle yatırımlarını kısımları beklenir (Gomez ve diğerleri, 2005).

Merkez bankasının faizlere getirdiği kısıtlar, bir yandan merkez bankasının fiyat kontrolüne sahip olduğu araç alanını genişletebilir, diğer yandan özel sektör katılımcılarının merkez bankasının belirlediği faiz oranlarına uyarlanma gücünü etkileyebilir. Dolayısıyla burada finansal deregülasyonun, aktarım mekanizmasına, faiz kanalı yolu ile ortaya çıkan iki etkisinden bahsedilebilir: sermayenin maliyeti etkisi ve likidite etkisi.

Faiz oranlarında meydana gelen değişim sermayenin maliyetini ve bu yolla toplam talebin faize duyarlı bileşenlerini etkileyecektir. Buna bağlı olarak faiz oranlarındaki değişimden özellikle yatırımlar etkilenecek ve böylelikle sermayenin maliyeti etkisi ortaya çıkmış olacaktır. Finansal deregölâsyonun faiz kanalına ilişkin piyasa likiditesi etkisi ise şu şekilde ortaya çıkmaktadır: Para otoritesi piyasadaki likidite miktarını arttırmak yolu ile faiz oranlarında bir düşüş yaratmak istediğinde, kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen bu düşüş, kısa vadeli fon miktarını arttırmanın ve kısa vadeli likidite arttırımının maliyetini düşürür. Bu etkinin bir yönü, aşağıda, banka kredileri kanalı bağlamında ele alınmaktadır. Bununla birlikte etki sadece bankalara değil hemen hemen bütün iktisadi katılımcıların likiditesine yansır ve bu nedenle yayılma potansiyeli daha yüksektir.

Kredi kanalı finansal deregölâsyondan özellikle banka kredileri kapsamında etkilenir. Banka kredileri kanalı, genişletici (daraltıcı) bir para politikası sonucu bankacılık sisteminin firmalar kesimine toplam kredi verme yeteneğinin artması (azalması) şeklinde işlediğinden, kredi kanalının etkisi bankaların ödünç verilebilir fonlarının elde edilebilme kolaylığındaki değişimler sonucunda ortaya çıkar. Para otoritesinin izlediği politika sonucunda meydana gelen parasal bir daralmayla birlikte, ticari bankalara rezerv akımı azalır; bu durumda ticari bankalar mevduatlarını ve nihayetinde firmalara verdikleri ödünç miktarını azaltmak mecburiyetindedir. Dolayısıyla mevduat kuruluşlarına getirilen fonlama kısıtları, mevduat kuruluşlarının çeşitli kredi türleri yaratma ve fonlama kabiliyetlerini önemli ölçüde etkiler. Kısıtların kaldırıldığı durumda merkez bankası, kısa vadeli faizler üzerindeki doğrudan kontrolü yine de elinde bulundurabilir; fakat bu durumda bankaların, rekabetçi seviyelerde mevduat faizleri sunarak kendilerini fonlayabilme kabiliyetleri, banka kredileri kanalının meydana getirdiği etkiyi büyük ölçüde azaltabilecektir.

2.4.2.2.2 Menkul Kıymetleştirmenin Etkisi

Estrella (2001) menkul kıymetleştirmenin parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisinin, deregölâsyonunkinde olduğu gibi en çok faiz ve kredi kanalları yoluyla ortaya çıktığını ifade etmektedir.

Menkul kıymetleştirme miktarındaki artış bankalara ve menkul kıymet ihraç eden diğer kurumlara, daha önce onlar için elde edilmesi mümkün olmayan alternatif fon temin imkânları sağlar. Menkul kıymetleştirmenin yer aldığı bir piyasada merkez

bankası kısa vadeli faiz oranlarını ve hatta uzun vadeli faiz oranlarını önceki durumdaki kadar etkileme gücüne hala sahip olabilse de, merkez bankasının piyasa likiditesi üzerindeki etkisi, bu alternatif finansman kaynaklarının elde edilebilirliğiyle sınırlı hale gelir.

Menkul kıymetleştirme kredi kanalını da önemli ölçüde etkilemektedir. Bu finansman yöntemi bankalara ve diğer kurumlara, varlıklarını menkul kıymete dönüştürme yetkisi verdiği için, para otoritesinin, kredi akımlarını etkileyebilme kabiliyetini zayıflatır. Menkul kıymetleştirme yolu ile örneğin mevduat kurumlarının ipotek kredilerini fonlamaları çok daha kolaydır. Söz konusu finansman yönteminin tercih edilmesiyle bir yandan kredilerin/borçların menkul kıymete dönüştürülebilmesi ve yatırımcılara satılması, fonların arz kaynaklarından talep noktalarına kanalize edilmesini kolaylaştırırken, diğer yandan menkul kıymetleştirebilme kabiliyeti bankalara önemli ölçüde ilave esneklik verir.

2.4.2.2.3 Türev Piyasaların Etkisi

Fender (2000) ve Froot ve diğerleri (1993) çalışmalarında, ortaya çıkan bilgi asimetritlerinin, dış finansman maliyetini iç finansmana göre yükseltmesi durumunda, firmaların, risk yönetme amacına yöneleceklerini göstermişlerdir. İç finansmana bağımlı olan işletmeler, nakit akımlarının, mümkün olan en alt seviyede dalgalanmasını istedikleri için, bu istikrarı sağlayabilecek finansman yöntemleri kullanırlar.

Türev ürünler, firmaların, kendilerini ekonominin parasal durumunda meydana gelen değişikliklere karşı koruyabilecekleri bir kalkan görevi görür. Söz konusu finansman araçları, yatırımcıların verili yatırım tercihleri altında, riski optimal bir şekilde dağıtarak, bir yan ürün gibi finansal piyasaları tamamlar. Türev ürünler, firmaları, maruz kalabilecekleri yukarıda sözü edilen risklere karşı koruma işlevi göreceğinden, bu finansman yönteminin gelişmiş olduğu piyasalara sahip ekonomilerde para politikasının reel etkileri zayıflar. Örneğin forward veya swap araçlarını kullanan bir firma, kendisini faiz ve kur risklerine karşı koruyabileceği için, ekonominin parasal koşullarında meydana gelebilecek değişikliklere karşı firmanın hassasiyeti azalacak, verdiği yatırım kararlarını gerçekleştirmeye devam edecektir (Gomez ve diğerleri, 2005).

Estrella (2001) türev piyasaların da aktarım mekanizmasını etkilediğini ifade etmektedir. Türev araçların söz konusu etkilerinden biri risk yönetimi alanında ortaya çıkmaktadır. Yatırımcıların türev ürünler yolu ile kendilerini riskten koruma kabiliyetine sahip olabilmeleri nedeniyle finansal türevlerin kullanım miktarındaki artış, aktarım mekanizmasını özellikle varlık değerlendirme kanalı yolu ile etkilemektedir. Elllerinde şirket hissesi bulunduran yatırımcılar, hisselerini riskten korumak amacıyla türev ürünler kullanabilirler; bu durumda ortaya, servet etkisi ve sermayenin değerlendirilmesi etkisi çıkar. Diğer yandan döviz türevlerinin alınıp satıldığı çok geniş piyasalar da vardır. Bu türevler döviz pozisyonunun niteliğini değiştirmek için kullanılabilir ve buna bağlı olarak döviz kuru etkisinin büyüklüğünü etkiler.

Estrella (2001) türev araçların ve risk yönetiminin faiz ve kredi kanallarını da etkileyebildiğini ileri sürmektedir. Faiz kanalında türev ürünlerin sermayenin maliyeti etkisini nasıl değiştireceği açık değildir. Bununla birlikte türev ürünlerin, piyasa likiditesine nasıl katkı yapabileceği ve bu anlamda faiz kanalının doğrudan etkilerinin bir kısmını nasıl azaltabileceği daha çok belirgindir.

Faiz Kanalı Etkisi

Vrolijk (1997) faiz oranlarında meydana gelen bir artışın, bireylerin, harcamalarını dönemler arasına yaymak (intertemporal consumption smooting) amacıyla, borçlanma yerine tasarrufa yönelmelerini sağlayacağını ileri sürmektedir (ikame etkisi). Faizlerdeki artış, sermayenin maliyetini yükselteceğinden ve bunun sonucunda yatırımcıların kendilerini riskten korumaları daha güç hale geleceğinden, faizlerde meydana gelen söz konusu artışın gelecekteki yatırım kararları üzerindeki etkisi negatif olacaktır. Bu nedenle yükselen faizler, yatırım planlarının yeniden gözden geçirilmesine neden olacaktır. Bununla birlikte ikame etkisinin yaratabileceği ters etkiye² karşı korunma mümkün olabilir. Vadeli işlem sözleşmeleri üzerine opsiyonlar gibi türev ürünler kullanmak suretiyle kendisini riskten koruyan bir yatırımcı, gelecekteki potansiyel finansman ihtiyaçları için cari faizleri sabitleyebilir. Bununla birlikte bu sadece teorik bir olasılık olarak ortaya konmaktadır, çünkü gerçekte, gelecekteki kredi ihtiyaçlarını belirleyen çeşitli bilinmeyen değişkenler vardır. Bu belirsizlikler ve bunların yaratabileceği risklerden korunmanın getirdiği

² Vrolijk (1997), türev ürünler ile riskin dağıtılmasının sermaye piyasalarında bazı ters etkilere neden olabileceğini ifade etmektedir: İlk olarak türev piyasalarda riskten korunmak amacıyla yapılan işlemler fiyat hareketlerini büyütebilir. İkinci olarak güçlü olmayan politikalar uygulanması, iktisadi ajanların sermayelerini geri çekmelerine neden olabilir.

maliyet koşulları karşısında, türev ürünlerin, faiz oranlarındaki artışlardan kaynaklanan ikame etkilerini azaltmadaki etkisi yalnızca marjinal düzeyde olmaktadır. Dolayısıyla bireylerin çoğu, türev ürünler kullanarak veya kullanmaksızın, yüksek bir sermaye maliyetiyle karşılaşacaklardır (Gomez ve diğerleri, 2005).

Diğer yandan faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak, gelirden veya nakit akımlarında meydana gelen değişimler gelir etkisi ile ifade edilmektedir. Hâkim etki, bireyin net varlık tutumlarının profiline bağlı olacaktır. Vrolijk (1997) türev ürünlerin faiz kanalı üzerindeki temel potansiyel etkisinin, verili faiz oranlarındaki değişim karşısında, gelir etkisinin sonuçlarından korunma imkânında yattığını ifade etmektedir. Riskten kaçınma derecelerine bağlı olarak, bu tür ürünler alan bireylerin, riskten korunmayanlara göre marjinal tüketim eğilimleri daha yüksek olur, dolayısıyla faiz oranlarındaki bir değişimin reel değişkenler üzerindeki etkisi türev piyasaların bulunduğu bir ekonomide oldukça azdır. Bununla birlikte türev ürünlerin kullanılması durumunda şokların daha hızlı iletileceği gerçeği, korunmamış durumda olan bireyler üzerindeki etkinin daha önce ortaya çıkacağını ifade etmektedir. Sonuç olarak faiz oranlarında bir değişiklik meydana gelmesi durumunda riskten korunmanın reel etkisi, işleyen karşı güçler nedeniyle belirsiz olacaktır (Gomez ve diğerleri, 2005).

Vrolijk (1997) faizlerin servet etkisinden bahsederken, servet etkisini, fiyatlarda meydana gelen artış veya düşüşler sonucunda özvarlıklarda meydana gelen değişimler olarak ele almaktadır. Tahvil, hisse senedi veya gayrimenkullerin fiyatlarındaki bir düşüş, tüketim seviyesini azaltarak yatırımcıların servet düzeylerinde bir azalışa neden olur. Yaşam boyu gelir hipotezine göre servet düzeyinde meydana gelen bir düşüş, yatırım harcamalarında ve dolayısıyla toplam talep düzeyinde bir düşüşe neden olarak ortalama tüketim seviyesinde bir azalmaya neden olacaktır.

Servet etkisinden kaynaklanan riskten korunma ortaya çıksa bile, gelir etkisindeki değişimle karşılaştırıldığında, boyut olarak daha küçüktür.

Kredi Kanalı Etkisi

Türev ürünler kullanarak risk yönetimi yapılması, kredi kanalı üzerinde de etkiler doğurabilmektedir. Kredi kanalı, banka kredileri ve bilanço etkilerini

içermekte olup, bilgi asimetrisi ve işlem maliyetlerinin var olması nedeniyle ortaya çıkmaktadır.

Bankalar ve diğer türdeki şirketler, bilançolarını, makroekonomik şoklardan koruyabildiği ölçüde, özellikle parasal daralma durumunda, para otoritesinin etkili olması daha güç hale gelebilmektedir. Örneğin bankaların uygulayacakları risk yönetimi, banka sermayesinin makroekonomik dalgalanmalara karşı hassasiyetini azaltabilir ve banka kredileri etkisinin şiddetini azaltabilir (Estrella, 2001).

Vrolijk (1997) pür kredi kanalıyla ilgili olarak, firmaların tek finansman kaynağı araçlar olduğu müddetçe, para politikasının banka kredileri üzerindeki etkisinin kuvvetli olacağını ifade etmektedir. Bu nedenden ötürü sıkı bir para politikası, bankaların hem rezervlerini hem de kredilerini azaltacaktır.

Bu bağlamda sermaye piyasalarına girme imkânına sahip olan büyük firmalar, karşı karşıya kalabilecekleri kredi yetersizliğini telafi etme imkânına sahip olacaklardır. Ancak sermaye piyasalarına girme yetisi olmayan küçük firmalar, söz konusu imkândan yararlanamayacaklar ve herhangi bir kredi yetersizliği durumunda büyük bir riskle karşı karşıya kalabileceklerdir. Bu anlamda türev ürünler, küçük ölçekli firmaları, para politikasının krediler üzerindeki etkisine karşı daha az hassas hale getirecektir.

Bernanke ve Gertler (1995) finansal yeniliklerin, banka kredileri kanalında olduğunun tersine, bilanço kanalı üzerindeki etkisinin daha küçük olduğunu ileri sürmektedir. Bilanço etkisi, diğer bir ifadeyle reel borç etkisi, firmanın teminatları üzerinden ortaya çıkmakta, teminatlar ise faiz oranlarındaki artıştan ötürü azalmaktadır (Estrella, 2001). Örneğin daraltıcı bir para politikası, varlık fiyatlarında bir düşüşe neden olarak, iktisadi ajanların özvarlıklarını ve teminatlarını azaltır. Teminatın az olması, ters seçimden kaynaklanabilecek kayıpların daha büyük olması anlamına gelir, bu durum ise kredi verenlerin, vermeyi arzuladıkları kredi düzeyinin düşmesine yol açar (Paya, 2002, 366, 367). Ayrıca özvarlığın düşük seviyede olması ahlaki risk sorununu da arttırır³. Hisse sahipleri daha az hisse payına sahip olarak daha riskli projeler üstlenecekler, bu da ödememe oranını artırarak verilen kredi miktarını azaltacaktır (Vrolijk, 1997). Vrolijk (1997), Bernanke ve Gertler (1995)'in

³ Şirketlerin değeri arttıkça, ters seçim ve ahlaki risk teşkil edecek davranışta bulunma ihtimali azalmaktadır. Şirketlerin değeri düştüğü durumda ise tersi durum meydana gelecektir. Ahlaki risk, borç alanların, aldıkları borcun geri ödemelerini zorlaştıracak yönelişler içine girmesidir.

aksine, finansal yeniliklerin, özellikle de finansal türevlerin, firmaların gelecekteki faizleri sabitleştirmelerine ve bu yolla, teminatlarının değerini, yüksek bir sermaye maliyetiyle karşı karşıya kalmalarına rağmen sürdürmelerine imkân verdiğini ileri sürmektedir.

Bu durumda türev ürünler bilanço kanalını şu şekilde etkilemiş olmaktadır. Kısa dönemde, türev ürün sözleşmesinin vadesi dolana kadar, taraflar, varlık fiyatlarındaki değişimlerden ötürü özkaynaklarında meydana gelebilecek düşüşe karşı kendilerini koruyabilirler. Net sonuç şudur ki, teminat seviyeleri etkilenmemiş olsa bile, iktisadi ajanlar hala yüksek sermaye maliyetleri ile karşı karşıyadır. Bu nedenle Vrolijk (1997)'e göre türev ürünler, Bernanke ve Gertler (1995)'in söylediklerinin tersine, bilânço etkisini ortadan kaldırma imkânı verir. Gelir etkisinde meydana gelen değişimler gibi, bu da para otoritelerinin uyguladıkları politikanın etkinliğini azaltır.

Döviz Kuru Kanalı Etkisi

Varlık kanalının özel bir durumu olarak döviz kuru kanalı, para politikasının net ihracat ve faiz paritesine aktarımına imkân vermektedir.

Para politikasındaki manevralardan ötürü döviz kurunda meydana gelen değişimlerin net ihracat üzerindeki etkisinden, hem ihracatçılar hem de ithalatçılar korunabilir. Bununla birlikte reel döviz kurunda meydana gelen dalgalanmalara karşı korunma daha zordur. Bu nedenle para politikasının, reel döviz kurundaki değişimler yoluyla meydana getireceği reel etkiler kısa dönemli olur.

Faiz paritesi ülke içinde uygulanan politikaları ülke dışına, ülke dışında uygulananları ise ülke içine aktarır. Türev ürünler söz konusu aktarımı hızlandırır, arbitrajı arttırır ve sermaye akımlarını arttırır. Kısaca aktarım hızlanır, reel etki daha erken ortaya çıkar (Vrolijk, 1997).

Estrella (2001), finansal yeniliklerin özellikle 1980'den beri parasal aktarım mekanizmasının hemen her yönünü etkileme potansiyeli getirdiğini söylemektedir. Finansal yeniliklerden deregülasyon ve menkul kıymetleştirmenin aktarım sürecine etkilerine ilişkin ampirik kanıtlar, bu potansiyelin gerçekleştiğini ve sanayileşmiş ekonomilerde uygulanan para politikalarının etkisinin daha zayıf olduğunu göstermektedir.

2.4.3 Finansal Küreselleşme

İkinci dünya savaşından 1970’li yılların başlarına kadar ülkeler arası finansal varlık ticareti oldukça sınırlı düzeyde idi. Bu dönemde birçok ülke çeşitli fiziki ve teknik engeller koymak suretiyle finansal piyasalarını sınır ötesi alış-verişe kapatmış durumdaydı. Sermaye hareketlerinin önemli bir kısmı, Dünya Bankası ve benzeri nitelikteki uluslararası kurumlar tarafından desteklenen projelerin finansmanı için sağlanan krediler, ülkelerin ikili anlaşmalar yolu ile birbirlerine sağladıkları krediler ve birden fazla ülkede faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin, yatırımları için gereken fonların oluşturduğu sermaye hareketlerinden ibaretti. 1970’lerden bu yana birçok ülkede fiziki ve teknik bariyerler kaldırılmış ve sermayenin ülkeler arasında serbestçe dolaşımına imkân sağlanmıştır. Finansal varlık ticaretinin uluslararası düzeyde serbestleştirilmesi, finansal küreselleşme olarak tanımlanmaktadır (Stulz, 2005).

1970’li yıllarda dünya ekonomisinde ortaya çıkan bazı gelişmeler, finansal küreselleşmenin gerçekleşmesine katkıda bulunmuştur. Bretton Woods sisteminin sona ermesi ve petrol kriziyle başlayan 1970’lerde, uluslararası bankacılık faaliyetleri önemli gelişmeler sergilemiştir. Bretton Woods sisteminin sona ermesi ile birlikte birçok ülke, sabit kur rejimini terkederek esnek kur sistemine geçmiş ve kambiyo rejimlerini serbestleştirerek sermaye hareketlerine engel teşkil eden düzenlemeleri büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır. Diğer taraftan petrol fiyatlarında ortaya çıkan hızlı yükseliş, petrol ihracatçısı ülkelerin ellerinde, büyük meblağlara varan fonların birikmesine yol açmıştır. Petrol ihraç eden ülkeler, ellerinde biriken bu fonları gelişmiş ülkelerin bankalarına aktarmış, söz konusu fonları toplayan bankalar ise oluşan bu büyük meblağı uluslararası piyasalarda yeniden dağıtmıştır.

Fabozzi ve diğerleri (1998) finans piyasalarının entegrasyonunun başlıca nedenlerini şu şekilde açıklamaktadırlar. İlk olarak finansal piyasalardaki serbestleştirme ve deregülasyon politikaları ve dünyadaki kilit finans merkezlerindeki piyasa katılımcılarının faaliyetleri, finansal piyasaların entegrasyonuna yol açmıştır. Küresel rekabet, girişimcilerin dünya finans piyasalarında rekabet edebilmesi için devletleri finansal piyasalarını serbestleştirme ve deregüle etme yönünde teşvik etmiştir.

Finansal küreselleşmeye neden olan faktörlerden ikincisi, bilgisayar ve haberleşme teknolojilerinde meydana gelen gelişmelerle finansal piyasaların

genişleyerek uluslararası bir boyut kazanmasıdır. Söz konusu sektörde yaşanan teknolojik ilerlemeler, hizmeti karşı tarafa ulaştırma maliyetini düşürmekte, çalışanların verimliliklerini iyileştirmekte, yeni finansal hizmetleri bilgisayar bağlantısı yolu ile karşı tarafa hızla ulaştırmakta, eski ve yeni hizmetler için etkin piyasa alanını genişletmektedir. Bu alanda yaşanan ilerlemeler, piyasa katılımcıları ile uluslararası finans piyasaları arasında bağlantı kurmuş ve böylelikle işlemler birkaç saniye içinde gerçekleşir hale gelmiştir. Bilgisayar teknolojisinde meydana gelen ilerlemeler haberleşme sistemlerindeki gelişmelerle birleşerek, piyasa katılımcılarının menkul kıymetlerin fiyatlarına ve diğer çok önemli bilgilere anında ulaşabilmelerini sağlamaktadır. Bu nedenle birçok yatırımcı küresel piyasaları anlık olarak takip edebilmekte ve ulaştıkları bilgiler doğrultusunda portföylerinin risk/getiri profilini eşanlı olarak değerlendirebilmektedirler. Finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte, günümüzde, ellerindeki fon miktarını arttırmak isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılar, fon arayışlarında artık kendi ulusal sınırlarıyla bağlı olmaktan çıkmıştır.

Diğer yandan yine gelişen teknolojinin sunduğu olanaklardan istifade etmek suretiyle bankalar, türev ürünler de dâhil olmak üzere yeni finansal araçlar kullanmaya başlamıştır. Bunun yanı sıra bankalar dışındaki diğer finans kuruluşlarının da faaliyetlerini uluslararası platforma taşıma istekleri, uluslararası finans piyasalarının ivme kazanmasında etkili olmuştur. Özellikle ellerinde bulundurdıkları büyük montanlı fonlar için alternatif yatırım imkânları arayan sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar, finansal küreselleşme hareketine katkıda bulunmuştur. Yukarıda sayılan tüm bu faktörler, 1970’li yıllarda uluslararası finans piyasalarının hızla derinleşmesine önemli katkılar sağlamıştır.

Literatürde, finansal entegrasyon ve iktisadi büyüme ilişkine ilişkin olarak yapılan teorik çalışmalar, gelişen dünyada uluslararası finansal entegrasyonun iktisadi büyümeye katkı sağlayacağı bazı kanallar tanımlamaktadır. Bununla birlikte finansal entegrasyon ve büyüme arasında ampirik açıdan güçlü ve sağlam nedensel bir ilişki tanımlamak zordur (Prasad ve diğerleri, 2003).

Prasad ve diğerleri (2003) çalışmalarında finansal entegrasyonun gelişmekte olan ülkelerde doğrudan ve dolaylı kanallar yolu ile iktisadi büyümeyi etkileyebileceğini ifade etmektedir. Doğrudan kanallar yurt içi tasarrufların artması,

riskin daha iyi dağılmasından ötürü sermaye maliyetlerinde düşüşler meydana gelmesi, teknoloji transferi ve finansal sektörün gelişmesini içermektedir. Dolaylı kanallar ise uzmanlaşmanın arttırılması, daha iyi politikaların teşvik edilmesi ve daha iyi politikalar uygulanacağı sinyalinin verilmesi ile yabancı sermaye girişinin arttırılması olarak ifade edilmektedir.

Doğrudan kanalların ortaya çıkışı şu şekilde özetlenebilir: Gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşen sermaye akışı her iki ülke grubu için de kazanç sağlar. Çünkü bu sayede bir yandan sermaye kıtlığı çeken gelişmekte olan ülkelerde yatırımlar yapılmış olmakta, diğer yandan ise yapılan bu yatırımlardan elde edilen kazanç, gelişmiş ülkede yapılacak olandan daha yüksek bir düzeyde gerçekleşmektedir. Diğer yandan yerli ve yabancı yatırımcılar arasındaki risk bölüşüm imkânlarının artması, riskin çeşitlendirilebilmesine, risk çeşitlendirme imkânının doğması ise yapılan yatırım miktarının artmasına ve dolayısıyla büyümeye yardımcı olabilir. Bir diğer doğrudan kanal olan teknoloji transferi ise bir ülkedeki finansal entegrasyon düzeyinin artması ve o ülkeye yapılan özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yükselmesi ile ortaya çıkmaktadır. Bir ekonomide daha ileri teknolojilerin kullanılmaya başlaması ise verimlilik artışı yaratacak ve büyümeye neden olacaktır. Son olarak finansal entegrasyon ile portföylerin uluslararası alanda mobil hale gelmesinin bir sonucu olarak yurt içi piyasaların likiditesi yükselir. Diğer yandan doğrudan yabancı sermaye miktarı ile özellikle yerel kuruluşların yabancı ortaklıkları artar. Yurt içi bankaların yabancı sahipliğinin artmasının birçok faydası bulunmaktadır. İlk olarak yabancı banka iştirakleri, uluslararası finansal piyasalara kolay erişim imkânına sahiptir. İkinci olarak yabancı sahipliğinin artması yurt içi bankacılık sektöründe düzenleyici ve denetleyici altyapının geliştirilmesine yardımcı olur. Yabancı sahipli bankaların yurt içi finansal piyasalara girişleriyle sağladıkları faydalardan bir diğeri de beraberlerinde yeni finansal araçlar ve teknikler getirebilmeleri ve bu durumun yurt içi piyasalardaki teknolojik gelişmeyi hızlandırmasıdır. Son olarak yabancı sahipli bankalar yurt içi finansal piyasalarda rekabeti arttırarak, yurt içi finansal hizmetlerin kalitesini iyileştirir ve kaynakların daha etkin tahsisine katkıda bulunur.

Dolaylı kanalların ortaya çıkışı şu şekilde açıklanabilir: Üretimde uzmanlaşmanın sağlanması durumunda verimlilik artışlarının meydana geleceği sezgisel olarak açıktır. Ancak risk yönetimi yapılmaksızın üretimde uzmanlaşmaya

gidilmesi durumunda yüksek oranda üretim ve tüketim dalgalanmaları meydana gelebilecektir. Finansal entegrasyon ülkelerin uluslararası düzeyde risk çeşitlendirmesi yapabilmelerine imkân vereceğinden, söz konusu dalgalanmaların azalmasına ve dolayısıyla büyümeye dolaylı olarak katkıda bulunacaktır. İkinci olarak finansal entegrasyonun disipline edici rolü, sermayenin, makroekonomik politikalardaki değişim sonucunda daha üretken yatırımlara tahsisine yol açarak, ekonomideki yurt içi yatırımların dinamiklerini değiştirebilir. Ayrıca finansal entegrasyon hükümetlerin, büyümeyi olumsuz yönde etkileyen fiziki sermaye üzerine uyguladıkları ağır vergi politikaları uygulamalarını engellemekte ve yatırımların artmasına yardımcı olarak iktisadi büyümeye neden olmaktadır. Son olarak bir ülkenin uluslararası finans piyasalarına entegre olması, yabancı yatırımcılara karşı gelecekte dostane politikalar izleyeceğine yönelik olumlu sinyaller vermekte ve yabancı sermayeyinin ülke içine girmesini teşvik etmektedir.

3. FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME: KURAMSAL TEMEL

Bir ülkedeki finansal yapı ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki, özellikle 1900'lü yılların ortalarından itibaren iktisatçıların, üzerinde önemle durdukları konulardan biri haline gelmiştir. Finansal aracılık sisteminin gelişmesi ile iktisadi büyüme arasında kuvvetli bir pozitif ilişki olduğu kabul edilmektedir. İki iktisadi değişken arasında ortaya çıkan söz konusu ilişki özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önem arz etmektedir. Bilindiği gibi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler finansal yapı bakımından önemli farklılıklar sergilemektedir. Düşük gelir düzeyine sahip az gelişmiş ülkeler genellikle oldukça basit bir finansal yapıya sahiptir. Bu ülkelerde yer alan sistemlerde finansal aracılık görevinin çoğu ticari bankalarca yerine getirilir, çünkü finansal piyasalar ya az gelişmiştir veya henüz oluşmamıştır. Diğer yanda yüksek gelir düzeyine sahip ülkelerin finansal yapıları oldukça komplekstir ve bu ülkelerdeki aracılar birçok sayı ve çeşitteki finansal alım ve satıma aracılık etmektedir. Finansal yapı ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki çok sayıda iktisatçı tarafından çeşitli yönleriyle ele alınmış olup bu konuda oldukça zengin bir literatür yaratılmıştır. Schumpeter (1911), Gerschenkron (1962), Patrick (1966), Cameron ve diğerleri (1967) ve Goldsmith (1969) tarafından yapılan araştırmalar bu alandaki öncül çalışmalar olarak kabul edilmektedir (Rousseau, Wachtel, 2000; Da Rin, Hellmann, 2001; Rousseau, Vuthipadadorn, 2005).

Schumpeter (1911) girişimciliğin ve bankacılığın, iktisadi büyümenin iki önemli kaynağı olduğunu belirtmektedir. Bankalar, en üretken girişimlere kredi vererek büyümeyi tetikleyici rol oynarlar. 1962 yılında yaptığı çalışmasında Gerschenkron ise iktisadi geri kalmışlık ve finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi arasında ilişki olduğuna dair bir hipotez önermektedir. Gerschenkron (1962) İngiltere'yi sanayileşmenin öncüsü bir ülke olarak, Almanya'yı ılımlı geri kalmış bir ülke olarak ve Rusya'yı ise aşırı geri kalmış bir ülke olarak kabul etmektedir. Bu sınıflandırma sonucunda Gerschenkron (1962), İngiltere'de girişimciliği ve

sermayeyi özel teşebbüsün kendi kendine tedarik ettiğini, Almanya’da girişimciliğin bankalar tarafından sağlandığını ve özel girişimi bankaların finanse ettiğini, Rusya’da ise girişimcilik kaynaklarının ve finansmanın özel girişime devlet tarafından sağlandığını gözlemlemiştir.

Gerschenkron (1962)’un hipotezi geliştirmekte olan bir ülkede sanayileşmeyi devletin başlattığını ve finanse ettiğini, daha sonraki sanayileşme sürecinde bankaların özel girişimi finanse eder hale geldiğini, olgunluk aşamasına ulaşıldığında ise özel girişimin kendi kendini finanse ettiğini ifade etmektedir. Tayvan, Kore, Singapur, Çin ve diğer geliştirmekte olan ülkeler de bu süreçten geçmiştir.

Gerschenkron (1962)’un yaptığı bu çıkarsama finansal ve iktisadi gelişme ilişkisi bağlamında akademik çevrelerin bir hayli ilgisini çekmiş ve bu ilişkiyi incelemek üzere çok sayıda ampirik çalışma yapılmıştır. Goldsmith (1969) 35 ülkenin 1860–1963 dönemine ait verilerini inceleyen çalışmasında finansal ve iktisadi gelişme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu çalışmada Goldsmith (1969), bütün finansal varlıkların değerinin bütün fiziki varlıklara oranı olarak tanımlanan ünlü “karşılıklı finansal ilişki oranı”nı (financial interrelation ratio) ortaya atmıştır. Çalışmasının sonunda Goldsmith (1969), incelediği bağlantıya ilişkin elde ettiği sonucu “iktisadi ve finansal gelişme arasında katı bir paralellik gözlenebilir” (Goldsmith, 1969, 48) sözleriyle ifade etmektedir. Cameron (1972) ise kitabının sonuç kısmında bu konudaki görüşünü “....bankacılık sistemi, kendi hizmetlerine olan talebe cevaben gelişmesi için büyük ölçüde özgür bırakıldığında, en iyi sonuçları doğuracaktır. Giriş özgürlüğüne getirilen kısıtlamalar ekonomideki elde edilebilir finansal hizmetlerin miktarını ve kalitesini hemen her zaman düşürecek ve bu nedenle iktisadi büyümeyi engelleyecek veya bozacaktır” (Cameron, 1972, 25) diyerek özetlemektedir.

Finansal ve iktisadi gelişme arasındaki güçlü ilişki cross-country çalışmalarla tanımlanmış olsa da, bunlar arasındaki nedensel ilişki Patrick’in 1966’da yaptığı çalışmaya kadar hiçbir çalışmada zaman serisi bağlamında ele alınmamıştır. Patrick (1966), Goldsmith (1969)’in çalışmasına atıfta bulunmuş ve iktisadi gelişmeyle birlikte zaman içinde “....finansal kurumların sayısında ve çeşitliliğinde bir artış ve sadece paranın değil fakat aynı zamanda toplam finansal varlıkların GSYİH’ya oranında ve fiziki servete oranında da esaslı bir yükselme olduğunu....” (Patrick, 1966, 174) ifade etmiştir. Bu çerçevede doğal olarak, finansal gelişmenin

mi iktisadi büyüme ye yol açtığı veya ilişkinin iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru mu olduğu, yoksa bu iki değişken arasında eşanlı bir etkinin mi olduğu veya herhangi bir ilişki bulunmadığı bu alandaki araştırmaların en önemli hareket noktalarını oluşturmaktadır.

Patrick (1966) finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedenselliği sınamak için arz itişli ve talep çekişli iki olgu tanımlamıştır. Talep çekişli olguyu tanımlarken Patrick (1966) finansal sistemin evrimsel gelişiminin, kapsamlı bir iktisadi gelişme sürecinin devam eden bir sonucu olduğunu ifade etmektedir. Bu ifadeye göre iktisadi büyüme zaman serisi bağlamında finansal büyümeden önce gelmektedir. Arz itişli olgu ise, finansal kurumların oluşumunun, finansal kurumlara ve finansal kurumların sundukları hizmetlere olan talepten önce gerçekleştiği durumu ifade etmektedir. Patrick (1966) çalışmasının sonunda iktisadi büyümenin finansal sektörün gelişimini tetiklediğini belirtmektedir; diğer bir deyişle zaman serisi bağlamında iktisadi büyüme finansal gelişmeden önce gelmektedir.

3.1 Finansal Sistemlerin Fonksiyonları ve İktisadi Açından Önemi

Finansal sistemin bulunmadığı bir ekonomi ele aldığımızda bu ekonomi ve onun içinde yer alan iktisadi aktörler için şunlar söylenebilir. Öncelikle yeni yatırım projelerini finanse edilebilmek için bu ekonomideki her üreticinin, potansiyel yatırımcılar hakkında bilgi toplamak, her bir yatırımcıya projelerinin karlılığını gösterebilmek, onları sahip oldukları yönetim yetenekleri hakkında ikna edebilmek ve yatırımları gerçekleştirecek işlemleri yapabilmek için yüksek bedellere katlanması gerekir. Diğer yandan yatırımcılar da üreticilerin yönetim yetenekleri ile firmanın, piyasaların ve ekonominin durumu hakkında bilgi sahibi olabilmek için üreticiler gibi yüksek bedeller ödemek durumundadırlar. Bu yüksek maliyetler üreticilerin dış fon tedarikini kısıtlar ve üreticileri dış fon kullanmaktan caydırır. Bu nedenle girişimciler yatırımlarını büyük ölçüde kendileri finanse edeceklerdir. Üretkenliği yüksek olan projelerin çoğunun içerdiği risk yüksek olduğundan ve bu projelerin gerçekleştirilmesi uzun bir süre gerektirdiğinden, üreticiler bu türdeki yatırımları üstlenmeye cesaret edemeyeceklerdir.

Tasarruf sahibi bireyler de benzer şekilde, istedikleri anda nakde çevirebilmek amacıyla sahip oldukları varlıkların likit varlıklar olmasını tercih ederler. Bunun yanısıra büyük ve bölünmez nitelikli projelerin söz konusu olması

durumunda, üreticilerin bu nitelikteki projeleri üstlenebilmeleri için çok sayıda yatırımcı ile muhatap olmaları gerekecektir. Bu durumda üstlenilen yatırım projeleri büyük olduğu ölçüde dış finansman maliyetleri de büyük olacaktır. Ayrıca bir ekonomide uzmanlaşma ne kadar yoğun ise, o ekonomideki işlemler de o kadar yoğun olacaktır. Uzmanlaşmanın büyük ölçüde gerçekleştirildiği bir ekonomide çok çeşitli türde fon talebi ile karşı karşıya kalınacaktır. Eğer ilgili ekonomide bu taleplere cevap verebilecek gelişmişlikte bir finansal sistem mevcut değil ise, söz konusu talepler karşılanamaz. İşte finansal sistemler finansman alanındaki bu problemlerin azalması veya ortadan kalkması amacıyla ortaya çıkar.

Tasarruf sahiplerine ve üreticilere bilgi sağlayan ve finansal ticaret işlemlerine ilişkin hizmet veren finansal sistem, iktisadi aktörlerin taşıdıkları riskleri ve bu işlemleri tek başlarına yapmaları durumunda karşı karşıya kalacakları maliyetleri hafifleterek girişimcilerin dış finansman taleplerini cesaretlendirir. Yeterli miktarda ve güvenilir nitelikte dış finansman imkânı bulan üreticiler, yeni üretim süreçlerine girebilirler, yeni ürünler üretebilirler ve fon yetersizliği sorunu yaşamadan var olan üretim ölçeklerini büyütebilirler. Tasarruf sahibi bireyler, çok sayıda likit varlık alternatifinin bulunduğu ve risklerin daha düşük olduğu bir piyasada, tasarruflarını parasal veya finansal varlıklara aktarmada daha cesaretli olacaktır.

Sonuç olarak bir ekonomideki kıt kaynakların üretken yatırımlara aktarılmasındaki etkinliğin arttırılabilmesi, üretim kapasitesinin genişletilebilmesi ve daha düşük riskle daha yüksek getiri elde edilebilmesi için, mevcut finansal sistemin elverişli ve tür bakımından zengin olması gerekir. Kısaca bir finansal sistemin yukarıda sözü edilen olumsuzlukları bertaraf edebilmesi için bazı fonksiyonları yerine getirmesi gerekmektedir.

3.1.1 Finansal Sistemlerin Fonksiyonları

Son yıllarda yapılan bazı çalışmalar, finansal aracılık hizmetlerinin reel iktisadi faaliyetler üzerindeki rolünü formel bir model kapsamında açıklamaya çalışmaktadır. Yapılan bu çalışmalar finansal sistemin fonksiyonlarını ve dolayısıyla tasarrufları, yatırımları ve iktisadi büyümeyi hangi kanallarla etkilediğini vurgulamaktadır. Levine (1997) finansal aracılığın beş önemli fonksiyonu olduğunu belirtmektedir. Bunlar, tasarrufların biraraya getirilmesi (mobilizasyonu), risk yönetimi, likidite tedariki, yatırım projeleri hakkında bilgi edinme ve kaynakları

verimli yatırımlara kanalize etme ile yöneticileri izleme ve kurumsal kontroldür. Bu mekanizmalar yolu ile iyi işleyen bir finansal sistem kaynak dağılımını etkin hale getirebilecektir.

3.1.1.1 Tasarrufların Mobilizasyonu

Finansal aracılığın tasarrufları mobilize etme -biraraya getirme- fonksiyonu, finansal araçların ekonomiyi etkiledikleri ilk kanalı teşkil etmektedir. Finansal araçlar özellikle birçok küçük tasarrufçunun fonlarını biraraya getirerek, topladıkları bu fonları talep eden birey ve firmalara ödünç veren kurumlardır. Risk çeşitlendirme, likidite tedariki, eleme, izleme ve denetleme fonksiyonları ile finansal araçlar, tasarruf sahiplerine daha yüksek getiriler sağlar ve bu fonksiyonları sayesinde toplam tasarrufların artmasını ve ekonomideki kaynak dağılımının iyileşmesini sağlar.

Girişimciler yüksek getiri sağlayan yatırım projeleri gerçekleştirebilmek için, genellikle büyük miktarlarda fon gereksinimleri vardır. Ekonomilerde finansal araçların mevcut olmadığı durumda tasarruf sahibi bireyler firmaların ihraç ettiği varlıkları, sahip oldukları fon miktarı muhtemelen az olacağından satın alamayacaklardır. Bu durumda çoğu yüksek getirili yatırım projesi finanse edilemez.

Bankalar serbest piyasada borçlanmanın maliyetinin yüksek olduğunu düşünen bireylere ve firmalara kredi verir. Kredi talep eden birimlerden bazılarının serbest piyasaya giriş imkânları vardır. Bunlar, bankadan borçlanma ile menkul kıymet ihraç ederek piyasadan borçlanma tercihleri arasında seçim yapabilmektedirler. Ancak diğer bazı kredi talep eden birimler ise banka dışında borçlanma seçenekleri yoktur; bankadan borçlanamadıkları takdirde hiç borçlanamaz ve yapmak istedikleri yatırımları gerçekleştiremezler. Dolayısıyla bankaların verdiği kredilerin, yatırımlar ve reel ekonomi açısından önemli bir rolü vardır (Handa, 2000, 742).

Literatürde finansal aracılık sisteminin ekonomideki tasarrufları biraraya getirme ve bunları yatırıma kanalize etme hizmeti üzerinde duran önemli çalışmalardan biri Gurley ve Shaw'a (1955, 1960 ve 1967) aittir. Yaptıkları çalışmada Gurley ve Shaw finansal aracılığın, tasarrufları yatırımlara aktarmadaki önemini vurgulamaktadırlar. Ekonomide tasarruf birikimi olan fakat üretim sürecine katılmayan iktisadi ajanların yanısıra, yatırım projeleri olan fakat bunları finanse edecek yeterli miktarda kaynağı bulunmayan iktisadi ajanlar vardır. O halde finansal

kurumlar tasarrufları toplayarak ve bunları ihtiyacı olan girişimcilerin yatırım projelerine kanallere ederek yatırım hacmini arttırabilir. Böylelikle üretkenliği yüksek yatırım projelerinin desteklenmesi oranında, finansal aracılık sistemi iktisadi büyümeyi arttıracaktır.

Finansal araçlar ödünç verme hizmetlerini bireysel tasarruf sahiplerinden daha etkin bir şekilde yerine getirir ve bu sayede onların büyük yatırım projelerine girmelerine imkân verir. Finansal araçların bu hizmetleri sağlamadaki etkinliklerinin en önemli nedenleri ölçek ekonomileri, alan ekonomileri ve uzmanlaşma ekonomileridir (Bernanke, 1993; Forestieri, 1993).

Ölçek ekonomilerinin finansal araçların etkinliğine olan katkısı, bankaların işlem ölçekleri büyük olduğundan ve bankalar kredi verme sürecinde uzman olduklarından, maliyetlerinin tasarruf sahibi bireylerinkinden çok daha düşük olması nedeniyle ortaya çıkar. Ödünç veren ve ödünç alan taraflar arasındaki her işlem bir maliyet içerir. Ödünç veren tarafın, ödünç verdiği tarafın gelir potansiyeli hakkında bilgi edinerek onun kredi geçmişini ve mali güvenirliliğini değerlendirmesi gerekir. Daha sonra verilen bu ödünçün geri ödenmesine ilişkin finansal bir sözleşme yapılır ve bu sözleşme yapıldıktan ve kredi verildikten sonra ödünç veren, karşı tarafın performansını denetler. Söz konusu bilgi ve işlem maliyetlerinin karşılanması tek başına bireyler için oldukça maliyetlidir. Bu nedenle finansal araçlar bu işlemleri üstlenerek, ölçek ekonomileri sayesinde söz konusu hizmetleri düşük maliyetlerle yerine getirir. Dolayısıyla kredi verme hizmetlerinde bankaların rolü önemlidir.

Kredi hizmetlerinin diğer finansal hizmetlerle birlikte verilmesinin daha etkin olması bakımından alan ekonomilerinin de finansal araçların etkinliğini arttırmadaki rolü önem taşımaktadır. Bireysel olarak borç verenlerden farklı olarak finansal araçlar, farklı türde finansal hizmetler sağlayabilmektedir.

Son olarak ihtisas ekonomilerinin finansal araçların kredi etkinliğinin yüksek olmasındaki katkısı, finansal araçların zaman içinde kendi alanlarına ilişkin uzmanlık ve bilgilerini arttırmaları ve tüketici ilişkilerini geliştirmeleri bakımından doğmaktadır. Finansal araçlar fonları biraraya getirmede, özellikle küçük firmalara kredi vermede, potansiyel borçluları değerlendirmede, finansal sözleşmeler yapmada ve kredi verdikleri kişilerin/kurumların davranışlarını denetlemede uzmanlık geliştirir; müşterilerle uzun vadeli ilişkiler kurar.

Literatürde bu konuyla ilgili yapılan çalışmaların bir kısmı bankaların müşterileri ile yaptıkları ödünç sözleşmelerinden kaynaklanan, finansal aracı ile müşteri arasındaki uzun dönemli ilişkiler üzerinde durmaktadır. Örneğin Diamond (1984) yaptığı çalışmasında banka ile müşterisi arasındaki uzun süreli ilişkiler sayesinde bankanın müşterisi hakkında sözleşmenin gereklerinin yerine getirilmesini garantileyecek imtiyazlı bilgiler elde edebildiğini ifade etmektedir. Mayer (1988) de bankaların, ödünç alan firmaların taahhütlerini yerine getirmelerini garantileyen sözleşmeler düzenleyebildiklerini ve bu şekilde uzun dönemli ilişkileri mümkün kıldıklarını belirtmiştir.

Finansal aracılardan verdikleri ödünç hizmetlerinin sağladığı avantajlar literatürde önemli bir yer kaplamaktadır. Örneğin Bernanke (1983, 1988) banka kredilerinin ekonomideki rolünü açıklarken ölçek ekonomilerine vurgu yapmaktadır. İşlem maliyetlerinin çok yüksek olmasına karşın finansal aracılardan sahip oldukları avantajlardan dolayı banka kredilerinin uygun olması, potansiyel bir borçlu için önem taşıyabilir. Dolayısıyla bankalar, kredi almaya çalışan pek çok küçük firma için tek fon kaynağı olabilir. Bu konuya ilişkin diğer önemli çalışmaların bazıları Diamond ve Dybvig (1983), Boyd ve Prescott (1986) ve Calomiris ve Kahn (1991) tarafından yapılmıştır.

Kısaca finansal aracılardan fonları biraraya getirme hizmetlerinin ekonomi üzerinde potansiyel olarak güçlü bir etkisi vardır. Özellikle finansal araçlar sadece, aksi durumda gerçekleşmeyecek olan yatırımları finanse etmekle kalmaz aynı zamanda, tasarruf sahiplerinin büyük projelere yatırım yapmasına yol vererek ve bu tür projelerin artmasını daha olası hale getirerek yatırımların etkinliğini de artırır. Bu nedenle banka kredilerinin ekonomideki yeri önemlidir.

3.1.1.2 Risk Yönetimi

Risk çeşitlendirmeye imkân vermesi, finansal aracılardan ekonomiyi etkileyeceği kanallardan bir diğerini teşkil etmektedir. Firmalar, verimliliğe ve aldıkları borcu geri ödeyememeye ilişkin çeşitli risklerle karşı karşıya kalabilir. Bu tür risklerin olduğu bir ortamda, risklerin varlığına ve derecesine ilişkin bilgi edinme ve işlem maliyetlerinin yüksek olması, finansal aracılardan varlık nedenlerinden birini oluşturur.

Genellikle riski yüksek olan projelerin getirisi, riski düşük olan projelerin getirisinden daha yüksek olur. Bununla birlikte garanti altında olmadıkça yatırımcılar çok fazla risk almak istemeyebilirler. Bu nedenle ekonomide var olan yüksek getirili yatırımlar desteklenemeyeceğinden etkinlikleri düşer. Finansal araçlar portföy çeşitlendirme yoluyla bu riskleri azaltarak, küçük tasarruf sahibi bireylerin yüksek getirili ve yüksek riskli yatırımlara girebilmelerine olanak sağlar. Böylelikle kaynak dağılımında etkinlik ve iktisadi büyüme hızında artış sağlanır.

Literatürde finansal sistemin risk çeşitlendirme yoluyla kaynak dağılımını nasıl etkilediğini inceleyen birçok çalışma yer almaktadır. Örneğin Gurley ve Shaw (1955, 1960, 1967) bir ekonomide finansal aracılık sisteminin gelişmesi durumunda, portföy çeşitlendirme yoluyla finansal araçların tasarruf sahiplerinin risklerini azaltacağını belirtmektedir. Riskin azalması finansal tasarrufu arttıracak gibi, bu tasarrufların verimli kullanımını da sağlayacaktır. İçsel büyüme modelleri çerçevesinde bu konuyu ele alan literatürdeki önemli çalışmalardan bazıları Levine (1991, 1992a), Saint-Paul (1992), Devereux ve Smith (1994) ve Obstfeld (1994)'e aittir. Bu çalışmalar da yine finansal araçların, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmek suretiyle etkinliği ve dolayısıyla sermayenin üretkenliğini artırdığını göstermektedir. kurumların, risk çeşitlendirme fonksiyonları sayesinde fonları en yüksek getiriyi sağlayacak yatırım projelerine kanalize edecekleri belirtilmektedir. Böylelikle sermayenin verimliliği artacak ve neticede uzun dönemli iktisadi büyüme pozitif yönde etkilenecektir.

3.1.1.3 Likidite Tedariki

Likidite genellikle, iktisadi ajanların sahip oldukları varlıkları, üzerinde anlaşılan fiyatlardan satın alma gücüne çevirebilme rahatlığı ve hızı olarak tanımlanır. Likidite riski de diğer riskler gibi bireylerin yatırım yapma cesaretini kırar ve bu nedenle iktisadi büyümeyi azaltır. Finansal araçlar likidite yönetimi ile yatırımların etkinliğini artırır ve bu şekilde ekonominin performansının yükselmesine ve iktisadi büyümeye neden olur.

Bazı yüksek getirili projeler uzun vadeli sermaye anlaşması gerektirir, bu nedenle bu tür projeler likit değildir. Ancak tasarruf sahipleri aniden ortaya çıkabilecek likidite ihtiyaçlarına karşı uzun dönemli tasarruflarının denetimini ellerinde bulundurmak isterler. Bu nedenle finansal piyasaların olmadığı durumlarda tasarruf sahibi bireyler, likiditesi yüksek fakat getirisi nispeten düşük olan varlıkları,

likiditesi düşük fakat getirisi nispeten yüksek olan varlıklara tercih edebilirler. Çünkü önceden yapılmış olan bir sermaye yatırımının, meydana gelen ani bir likidite ihtiyacından ötürü vadesinden önce çözülmesi durumunda, üretimdeki kesinti nedeniyle ancak çok düşük düzeyde bir getiri sağlanabileceğinden, yatırımcılar düşük düzeyde bir getiri elde etmektense, varlıklarını likit olarak tutmayı tercih ederler. Bu şekilde düşük getirili likit projelere yapılan yatırımlar, yatırımın etkinliğini ve dolayısıyla da iktisadi büyümeyi azaltır.

Finansal araçlar likidite risklerini çeşitlendirerek, dolayısıyla tasarruf sahiplerine, yüksek getirili projelere giriş imkânı vererek likidite sağlayabilirler. Finansal araçların var olduğu durumda özellikle tasarruf sahibi bireyler, ihtiyaç duyduklarında kolaylıkla ve çabukça satabilecekleri, vadesiz mevduat gibi likit varlıklar tutabilirler. Araçlar da eşanlı olarak, bu likit finansal araçları likit olmayan uzun vadeli sermaye yatırımlarına dönüştürürler. Diğer bir deyişle finansal araçlar, likidite yönetimi yoluyla uzun vadeli projelere giriş imkânı sağlayarak yatırımın etkinliğini arttırır.

Literatürde yapılan pekçok çalışma likidite tedariki ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Diamond ve Dybvig (1983), Bencivenga ve Smith (1991), Levine (1991, 1992a), Bencivenga, Smith ve Starr (1995) ve Greenwood ve Smith (1997)'in çalışmaları bu konuda yapılan katkılardan bazılarıdır.

Diamond ve Dybvig (1983) çalışmalarında finansal piyasaların, likidite riskinin var olması nedeniyle meydana geldiği bir model oluşturmuşlardır. Modelde bir bireyin şoka uğrayıp uğramadığını belirlemek son derece maliyetlidir. Bu durum finansal piyasaların ortaya çıkması için bir neden yaratmaktadır. Hisse senedi piyasasındaki işlem maliyetleri düştükçe, likit olmayan yüksek getirili projelere daha çok yatırım yapılacaktır. Benzer çizgilerde Levine (1991, 1992a) aynı zamanda riskin, hisse senedi piyasasının ortaya çıkmasını nasıl etkileyeceğini göstermiştir ve yatırım dürtüsünü ve büyümeyi nasıl değiştirdiğini araştırmıştır. Kısaca bu çalışmalar finansal araçların daha iyi bir likidite risk yönetimi ile daha üretken yatırımlar seçebileceğini ve bu nedenle de iktisadi büyümeyi etkileyeceğini göstermiştir.

3.1.1.4 Yatırım Projeleri Hakkında Bilgi Edinme ve Kaynakları Verimli Yatırımlara Kanalize Etme

Yatırımlar için yeterli miktarda tasarruf miktarının biraraya getirilmesi her iktisadi faaliyet için kesinlikle gerekli bir koşuldur, fakat iktisadi büyüme için önemli

olan konu, söz konusu tasarrufların farklı yatırım projelerine dağılım şeklidir. Tasarrufları çekmedeki rolüne ve tasarrufları yatırıma kanallandırmadaki rolüne ek olarak finansal araçlar aynı zamanda kaynakların dağılımını da iyileştirir.

Tasarrufların verimli yatırım projelerine tahsis edilebilmesi için, öncelikle bu nitelikteki yatırım projelerinin finansal araçlar tarafından tespit edilmesi gerekir. Eleme mekanizması, en üretken yatırım projelerinin belirlenmesini ve fonların bu projelere kanallandırılmasını ifade eder. Bu yolla ekonomideki en üretken yatırım projeleri finanse edilebileceğinden iktisadi büyümede artış sağlanabilecektir. Bu nedenle eleme mekanizması kaynakların yatırımlara tahsisi açısından önem taşır.

Eleme mekanizması Bernanke (1983)'nin verdiği bir örnek ile daha iyi anlaşılabilir. Bernanke (1983) iyi ve kötü nitelikte iki uç yatırımcı profili ele almıştır. İyi nitelikteki ödünç alan birey, yatırım projesini gerçekleştirdikten sonra aldığı krediyi geri öder. Kötü nitelikteki ödünç alan birey ise aslında herhangi bir yatırım projesi olmadığından krediyi alıp kaçacaktır. Bu nedenle kredi vermeden önce iyi nitelikteki kredi talep eden ile kötü nitelikteki kredi talep eden bireylerin veya kurumların ayırt edilmesi gerekir. Piyasada bu işlevi üstlenmek üzere finansal araçlar doğmuşlardır.

Kredi piyasalarında eksik bilgi söz konusudur ve bireysel tasarruf sahiplerinin yatırım projelerini değerlendirmeleri maliyetli bir iştir. Çünkü geniş bir firmalar, yöneticiler ve iktisadi koşullar yelpazesinde bilgiyi toplamak ve işlemeye geçirmek için yeterli zamana, kapasiteye ve araçlara sahip olmayabilirler. Bu nedenle tasarruf sahipleri, hakkında az miktarda güvenilir bilgiye sahip oldukları projelere yatırım yapmak istemeyebileceklerdir. Sonuç olarak yüksek bilgi maliyetleri kaynakların, en yüksek değerli kullanımlara akmasını önleyebilecektir. Bilgi edinim maliyetlerinin yüksek olması finansal araçların varlık nedenlerinden biridir. Alan ekonomilerinden ötürü finansal araçlar bilgiyi elde etme ve işleme maliyetlerini düşük düzeylerde tutabilirler. Finansal araçlar bilgiyi toplamada, projeleri değerlendirmede ve kredi verdikleri kişilerin/kurumların kredi verdikten sonraki performanslarını değerlendirmede uzman olan birimlerdir. Böylelikle finansal araçlar kaynak dağılımını iyileştirip yatırımların etkinliğini artırarak, iktisadi büyümenin hızlanmasına katkıda bulunurlar.

Literatürdeki pekçok çalışmada finansal araçların sağladığı eleme mekanizmasının önemi üzerinde durulmaktadır. Bu çalışmalardan bazılarını

gerçekleştiren Greenwood ve Jovanovic (1990), Levine (1992a) ve King ve Levine (1993b) finansal aracılarn, yatırımcıların yatırım projeleri ve kapasiteleri ile ilgili bilgi toplayarak, tasarrufları daha üretken yatırımlara kanallze ettiğini ve bunun da daha hızlı büyümeyi tetiklediğini ortaya koymuşlardır.

Benzer şekilde Diamond (1984), Boyd ve Prescott (1986) araştırma faaliyetlerinin birçok birey için gerçekleştirilmesi sonucunda finansal alan ekonomilerinin doğduğunu ileri sürmektedir. Bu sayede finansal araçlar bilgiyi bir araya getirir, yatırım projelerini değerlendirir ve potansiyel borçluları, bireylerin katlandığından daha düşük bir maliyete katlanarak eleyebilir. Böyle yaparak finansal araçlar kaynak etkinliğini iyileştirir ve iktisadi büyümeyi desteklemiş olur.

Diğer yandan Stiglitz (1989) piyasada kredi tayinlarnasının mevcut olması durumunda kredi fonlarının etkinliğinin, önemli ölçüde finansal sistemin eleme ve denetleme fonksiyonlarına bağı olduğunu belirtmektedir. Kredi tayinlarnası, piyasada aşırı bir kredi talebinin oluşmasıyla sonuçlanacağı için bazı üretken yatırımlar/projeler finanse edilemez. Dolayısıyla eksik bilginin varlığı, yatırımların finansmanında kısıtlara yol açar. Bu durum da ekonominin uzun dönemdeki büyüme oranını olumsuz yönde etkiler.

Finansal araçlar aracılığıyla gerçekleşen dolaylı finansman özellikle gelişmekte olan ülkelerde çoğu zaman, finansal piyasalar aracılığıyla gerçekleşen doğrudan finansmandan daha önemlidir. Bu nedenle bu konudaki literatürün büyük bir kısmı banka aracılığının iktisadi büyümeye olan katkısını ele almaktadır. Bununla beraber son zamanlarda yapılan çalışmalarda hisse senedi piyasalarının iktisadi büyüme için önemine dikkat çekilmektedir. Örneğin Levine (1991), Devereux ve Smith (1994) ve Obstfeld (1994), hisse senedi piyasalarının kaynak dağılımını iyileştirdiğini ve dolayısıyla likit kaynak miktarının fazlaşması ve uluslararası risk paylaşımının artması yoluyla büyümeyi arttırdığını ileri sürmektedir. Levine ve Zervos (1998) ve Singh (1997) tarafından daha yakın bir zamanda yapılan çalışmada ise hisse senedi piyasalarının gelişiminin iktisadi büyüme açısından önemli olduğu gösterilmektedir.

3.1.1.5 İzleme ve Kurumsal Kontrol

İzleme mekanizması, kredi verenlerin fonlarının, kredi alanlarca söz verildiği şekilde kullanılıp kullanılmadığının takip edilmesi olarak tanımlanır. Ex-ante

(krediyi vermeden önceki) elemedeki önemli rollerinin yanı sıra finansal aracılar, ex-post (krediyi verdikten sonraki) denetlemede de önemli bir rol oynar. Eksik bilginin var olduğu bir kredi piyasasında denetleme, kredi alanın, kendi performansı ile ilgili bilgiyi doğru olarak açıklamasında ve kredi verenin menfaati yönünde kararlar almasında önemli etkilere sahip olabilir.

Finansal aracılar bilgi edinme maliyetlerini ve tasarrufları kanallara etme maliyetlerini azaltır. Bununla birlikte kredi vermeden önce mevcut olan eksik bilgi sorunu kredi verildikten sonra da devam eder. Kredi alanlar ödünç alırken yaptıkları sözleşmeye uymayarak taahhütlerini yerine getirecek şekilde hareket etmeyebilirler. Bununla birlikte bireysel tasarruf sahiplerinin bireysel olarak kredi alanların performansını denetlemesi oldukça maliyetli bir iştir.

Finansal aracılarda ortaya çıkış nedenlerinden bir diğeri de denetleme maliyetlerini azaltmaktır. Finansal aracılar denetleme maliyetlerini azaltarak kaynak dağılımının daha iyi olmasını kolaylaştırabilirler. Ayrıca bazen finansal aracılar kredi alanlarla uzun vadeli ilişki geliştirirler ve böylelikle kredi alan iktisadi ajanların performanslarını daha iyi denetleyebilirler.

Finans piyasaları üzerine yapılan bazı çalışmalar finansal aracılarda denetleme fonksiyonlarına odaklanmıştır. Örneğin Diamond (1984) hane halklarının, bilgiyi toplamak ve firmalardaki disiplinin sürdürülmesini kontrol edebilmek amacıyla finansal aracılarda, denetçiler olarak yetkilendirdiklerini ifade etmiştir. Diamond (1984) firmaların denetlenmesinde alan ekonomilerinin var olduğunu ve bu nedenle bir finansal aracının fonksiyonlarını, birçok kreditorün gerçekleştirdiğinden daha etkin ve daha az maliyetli bir şekilde yerine getirdiğini ileri sürmüştür. Benzer şekilde Boyd ve Prescott (1986) ve Bernanke (1983) alan ekonomilerinden ötürü finansal aracılarda bilgiyi bir araya getirebileceğini ve firmaların davranışlarını, bireylerin denetlediklerinden daha düşük bir maliyete denetle yceklerini ileri sürmüşlerdir. Böyle yaparak finansal aracılarda sermayenin, en yüksek değeri olduğu alana akmasına yardımcı olur ve dolayısıyla yatırımın etkinliği artar.

3.2 Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensel İlişki

Finans - büyüme literatüründe, finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki nedensel ilişkiyi incelemeye yönelik yapılan araştırmalar, adı geçen

değişkenler arasında birbirinden farklı olarak dört türde nedensellik ilişkisi ortaya koymuştur. İlk olarak ekonomilerin finans piyasalarının gelişmişlik düzeylerinin, büyüme hızları üzerinde önemli bir role sahip olduğu, yapılan çeşitli teorik ve ampirik çalışmalarda ortaya konmuştur. Bu çalışmalara göre finansal piyasalar, ekonomideki tasarruf hacmini arttırmada, tasarrufların mobilize edilmesinde ve nihayet öncelikle verimliliği en yüksek olan yatırımlara aktarılmasında büyük önem taşır. Bu fonksiyonları yerine getirerek finansal sistemler sermayenin üretkenliğini arttırabilir ve dolayısıyla iktisadi büyüme hızını yükseltebilir. Bununla birlikte bu konudaki diğer bir görüş, finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin aksi yönde olduğunu, bir başka deyişle iktisadi büyümenin finansal gelişmeyi tetikleyeceğini ileri sürmektedir. Yapılan çalışmaların bir kısmı ise belirtilen iki değişkenin eşanlı bir etkileşim içerisinde olduğunu ve aralarında tek yönlü değil iki yönlü bir ilişki bulunduğunu ifade etmektedir. Son olarak adı geçen iki değişken arasında yukarıda belirtilenlerin aksine herhangi bir ilişki bulunmadığına dair literatürde çalışmalar mevcuttur.

3.2.1 Finansal Gelişmeden İktisadi Büyümeye Doğru Nedensel İlişki

Literatürde yer alan bazı çalışmalarda finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki nedensel ilişkinin finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru olduğu ileri sürülmektedir. Söz konusu ilişkiye açıklık getiren “Az Gelişmiş Ülkelerde Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme” adlı çalışmasında Patrick (1966) finansal piyasalara ilişkin “arz itişli olgu” (supply leading) ve “talep çekişli olgu” (demand following) kavramlarını ortaya atmış ve finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında iki muhtemel yönlü nedensellik tanımlamıştır.

Arz itişli hipotez, ekonomide önceden oluşturulmuş olan finansal kurumların ve piyasaların, finansal hizmetler arzını arttıracaklarını ileri sürer. Finansal hizmetler arzının artması, finansal piyasaların yatırımcılara sağladıkları avantajlar nedeniyle ekonomideki tasarruf hacminin artmasını sağlayarak tasarrufları mobilize eder. Bunun yanısıra ekonomideki kaynakları kullanıma geçirerek, bunları üretken yatırımlar arasında dağıtır. Dolayısıyla finansal piyasaların gelişmesi iktisadi büyümeyi hızlandıracaktır. Diğer bir deyişle bu görüşe göre finansal kurumların oluşturulması, finansal hizmet talebinden önce gelmektedir.

Yapılan sayısız ampirik ve teorik çalışma bir ekonomi için finansal gelişmenin son derece önemli olduğunu ve iktisadi büyümeye yol açtığını göstermektedir. Örneğin King ve Levine (1993a) yaptıkları çalışmada, 80 ülkenin 1960–89 dönemlerine ilişkin verilerini kullanarak cross-country bir analiz yapmışlardır. Analizlerinin sonucunda çeşitli finansal gelişme derecelerinin hem cari hem de gelecekteki iktisadi büyüme oranlarıyla önemli ve sıkı bir şekilde ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Dolayısıyla “finansın iktisadi büyümeye önemli ölçüde yol açtığı” (King, Levine 1993a, 730) sonucuna ulaşmışlardır. Benzer şekilde McKinnon (1973), Shaw (1973), Gupta (1984) ve Bencivenga ve Smith (1991) de yaptıkları ampirik çalışmalarda arz itişli olguyu destekleyen sonuçlar elde etmişlerdir.

3.2.2 İktisadi Büyümeden Finansal Gelişmeye Doğru Nedensel İlişki

Finansal sektörün arz itişli hipotezdeki önemli rolünün tersine, talep çekişli hipotezde finansal sistemin pasif rolü vurgulanmaktadır. Burada iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu kabul edilir; finansal gelişme toplam iktisadi gelişmenin bir sonucudur.

Nedenselliğin bu yönde olduğunu ileri sürenlere göre iktisadi büyüme finansal hizmet talebini arttırarak, piyasalarda daha çok sayıda ve türlü çeşitte finansal araç gereksinimini arttırır. Diğer bir deyişle finansal sistem reel sektörün finansal ihtiyaçlarına uyum sağlamakta ve ekonomideki finansal hizmet talebi doğrultusunda finansal piyasalar da gelişmektedir.

Literatürde yapılan çalışmalardan bazıları talep çekişli olguyu desteklemektedir. Örneğin Gurley ve Shaw (1967) iktisadi büyümenin finansal gelişmeyi iteklediğini ileri sürmektedir. Goldsmith (1969) de iktisadi büyümenin finansal piyasalar üzerinde, daha ileri düzeyde finansal gelişme ihtiyacı yarattığını belirtmektedir. Bu yazarlara göre bazı gelişmekte olan ülkelerdeki finansal kurumların gelişmemiş oluşu, bu kurumların sunduğu hizmetlere olan talebin yetersiz olduğunu ortaya koyar. Berthelemy ve Vaorudakis (1996a) nedenselliğin, kişi başına gelirden finansal yapıların gelişimi yönünde olduğunu iddia etmektedir.

Bazı çalışmalar iktisadi gelişmenin finansal gelişmeyi nasıl etkilediğini incelemiştir. Örneğin Levine (1992b) iktisadi büyümenin, ekonominin sağlayabileceği finansal aracılık sistemlerinin türünü bile etkilediğini göstermektedir. Kişi başına gelir nispeten düşük olduğunda ekonomi, temel olarak tasarrufları

mobilize eden, üretkenlik risklerini çeşitlendiren ve likidite riskini yöneten nispeten “basit” finansal araçlar geliştirmeyi seçecektir.

Son olarak bazı çalışmalar bu nedensellik ilişkisinin iktisadi gelişimin aşamalarına göre değişim gösterdiğini ileri sürmektedir. Örneğin Patrick (1966) finansal gelişmenin iktisadi büyümeyi, iktisadi gelişmenin ilk aşamalarında desteklediğini, ekonomi geliştikçe durumun tersine dönerek talep çekişli olgunun geçerli olduğu şeklinde bir hipotez ileri sürmektedir. İktisadi gelişmenin ilk aşamalarında arz itişli finansal piyasalar hakimdir. Çünkü ekonominin bu aşamasında finansal piyasalar etkin yatırım imkânlarını olanaklı hale getirir, bu da teknolojik yenilikleri şekillendirir. İktisadi gelişme süreci olgunluk aşamasına eriştiğinde, talep çekişli finansal piyasalar egemen hale gelecektir.

3.2.3 Çift Yönlü İlişki

Finansal gelişmenin iktisadi büyümeye ve iktisadi büyümenin finansal gelişmeye olan katkıları ortaya koyan çalışmalar, finans-büyüme arasındaki tek yönlü ilişkiyi gösterir. Bu konuda yer alan üçüncü bir görüş ise bu iki görüşün de eksik olduğunu, çünkü bu iki olgunun tamamlayıcılığını hesaba katmadıklarını ileri sürmektedir.

Bu üçüncü görüş finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki karşılıklı ilişki üzerinde önemle durmaktadır. İktisadi büyüme, finansal aracılık sisteminin gelişimi açısından faydalıdır ve aynı zamanda etkin bir finansal sistemin kurulması da daha yüksek oranlı bir iktisadi büyümeye imkân verir. Fonların bir araya getirilmesinde, riskin çeşitlendirilmesinde, likidite yönetiminde, projelerin elenmesinde ve denetlenmesinde uzmanlaşarak finansal sistem, etkin sermaye dağılımını iyileştirir ve reel sektörün üretim kapasitesini artırır. Aynı zamanda finansal sektörün teknolojik etkinliği, kendi büyüklüğüyle birlikte artar, çünkü finansal aracılık faaliyetlerinde alan ekonomileri ve yaparak öğrenme etkileri söz konusudur. Sonuç olarak reel sektör, finansal sektör üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Bu nedenle finansal gelişme ve iktisadi büyüme, gelişim sürecinde birbirini pozitif olarak etkiler.

Finansal ve reel sektörler gelişimin her aşamasında birbirini etkiler. Diğer bir deyişle hiçbir aşamada finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında sadece tek yönlü bir ilişki yoktur. Dolayısıyla iktisadi büyüme ile finansal gelişme arasındaki bu

ilişkiyi giderek daha çok sayıda yazar iki yönlü ilişki şeklinde açıklamaya başlamıştır.

Literatürde bu konu üzerine yapılan bazı ampirik çalışmalar iki yönlü nedensel ilişkiyi ele almaktadır. Örneğin Greenwood ve Jovanovic (1990) finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında, iki yönlü pozitif bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir. Bu çalışmaya göre bir yanda iktisadi büyüme finansal sistemdeki katılımcı sayısını canlandırmakta ve bu yolla finansal sektörün oluşmasını ve gelişmesini kolaylaştırmakta, diğer yanda ise finansal kurumlar ve piyasalar bilgiyi toplayarak ve analiz ederek yatırım projelerinin etkinliğini iyileştirmekte ve bu sebepten ötürü büyümeyi canlandırmaktadır. Bencivenga ve Smith (1991), Levine (1991, 1992b), De Gregorio (1993) ve Greenwald ve Stiglitz (1986)'i de içine alan diğer çalışmalar da bir iki yönlü ilişkiyi benzer şekillerde vurgulamaktadır.

Ayrıca finansal gelişme ve büyüme arasındaki iki yönlü ilişki, finansal aracılığın sabit kurulum maliyetlerinden ötürü, eşik etkilerinin oluşmasına neden olabilir. Ekonomiler sadece belli gelir eşiklerini geçtikten sonra farklı aracılık sistem türleri geliştirmeyi seçebilecek ve ancak ondan sonra bu sistemlerin büyüme üzerindeki pozitif etkilerinin faydalarını biçebileceklerdir. Dolayısıyla bu kritik gelir etkilerinin varlığı, finansal gelişme ve büyüme arasında iki yönlü ilişkiye neden olabilir. İlk olarak yüksek gelir düzeyi, finansal sistemin yeterli miktarda gelişimini destekler, bu da büyümeye ilave hız verir, ikinci olarak düşük gelir düzeyi finansal sistemin gelişimini önler, bu da kaynakların üretken yatırımlara dağılımını engeller ve ekonomiyi az gelişmişlik tuzağına sürükler.

İktisadi büyüme ve finansal gelişme literatürünün bir kısmı, söz konusu eşik etkileri üzerine çalışmalar içermektedir. Örneğin Greenwood ve Jovanovic (1990) ekonomilerin, finansal sistem kurabilmek için gereken batık maliyetleri ödeyebilecek zenginliğe ulaşmış olmaları gerektiğini ifade etmektedir. Benzer şekilde Greenwood ve Smith (1997), Levine (1992b) ve Saint-Paul (1992) de, ekonomiler ancak bu eşığe ulaştıkları taktirde finansal araçların oluşacağını ve daha etkin bir kaynak dağılımı ile büyümeyi arttıracığını ileri sürmektedir.

3.2.4 Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki İlişkisizlik Durumu

Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında tek veya iki yönlü ilişki olduğunu savunan görüşlere karşı olarak bir grup iktisatçı, finansal derinleşmenin

iktisadi büyümeyle hemen hiçbir ilişkisi olmadığını ileri sürmektedir. Stern (1989) “Gelişme Ekonomisi” konulu çalışmasında finansal gelişmenin iktisadi büyüme sürecindeki rolünü tamamiyle yoksaymaktadır. Lucas (1988) da iktisadi gelişmenin dinamiklerini tanımladığı bir çalışmada, finansal piyasaların iktisadi büyüme içindeki önemini iktisatçıların genel olarak gereğinden fazla önemsedğini, sözü edilen piyasaların iktisadi büyüme sürecinde, olsa olsa küçük bir rolü olacağını savunmuştur. Bu görüşlerin geçerli olması durumunda Stern (1989) ve Lucas (1988)’ın önermeleri finansal derinleşme ve reel iktisadi büyüme arasındaki nedensel bir ilişkiyi reddetmektedir.

3.3 Finansal Gelişme – İktisadi Büyüme İlişkisini İçsel Büyüme Dinamikleriyle Açıklayan Modeller

Finansal gelişme ve uzun dönemli büyüme arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalar, 1990’lara gelindiğinde içsel büyüme literatüründen önemli ölçüde etkilenmiştir. İçsel büyüme modelleri çerçevesinde yapılan araştırmalarda, finansal koşulların kişi başına GSYİH anlamında sürdürülebilir büyümeyi açıklayıp açıklayamadığı üzerinde yoğunlaşmıştır. Yapılan çalışmalarda temel görüş, finansal sistemin toplam yatırım etkinliği üzerinde dışsal bir etki yarattığı şeklindedir. Ortaya çıkan bu etki, sermayenin marjinal verimliliğindeki düşüşü dengelemektedir. İçsel büyüme literatürü çerçevesinde, finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini açıklayan çok sayıda çalışma yapılmıştır. 1990’larda yapılan söz konusu çalışmalar, finansal gelişme ve büyüme literatürüne gerçekten önemli katkılar sağlamıştır. Literatüre büyük katkı sağlayan bu çalışmalar aşağıda incelenecektir.

3.3.1 Finansal Aracılığın Risk Yönetim Fonksiyonundan Hareket Eden Modeller

3.3.1.1 Saint-Paul Modeli (1992)

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme literatürüne katkıda bulunan çalışmalardan biri Saint-Paul (1992) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada bireylerin teknoloji tercihlerinden hareket edilmiş ve söz konusu tercihlerin yaratacağı sonuçlar, gelişmiş ve gelişmemiş finansal piyasalar bakımından karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

Saint-Paul (1992)'ün çalışmasındaki temel vurgu finansal piyasaların teknoloji seçimine ilişkin etkisi üzerine yapılmaktadır. Özellikle hisse senedi piyasalarına dayalı olmak üzere finansal piyasalar ile teknolojik esneklik arasındaki etkileşime ilişkin bir model kurulmuştur. Modelde iki tür teknolojinin olduğu varsayılmaktadır. Teknolojilerden birincisi daha az riskli ve verimliliği düşük olan, esnek yapılı bir teknolojidir. Bu tür teknolojilerin verimliliği düşük olmakla birlikte bunlar, farklı ürünlerin üretimine imkân veren bir esnekliğe sahiptir. İkinci teknoloji türü ise uzmanlaşmanın söz konusu olduğu, yüksek verimliliği ve rijit bir yapıyı içerir.

Finansal piyasaların gelişmemiş olduğu ekonomilerde, bazı ürünlerin talebinde meydana gelen düşüşe bağlı olarak ortaya çıkan tüketici tercihlerine ilişkin şoklar meydana gelmesi halinde, riskten kaçınan bireyler yüksek verimlilik yerine esnek teknolojiyi tercih edeceklerdir. Ancak bu durumda uzmanlaşmanın getireceği yüksek verimlilik gibi bir iktisadi avantajdan faydalanamayacaklardır. Riski çeşitlendirme imkânı sağlayan finansal piyasaların olmaması, bireyler açısından riskli teknolojiyi tercih etmede cesaret kırıcı olacaktır. Yüksek verimliliğin elde edilebileceği riskli teknolojilere yatırım yapılmaması ise büyümeyi durağanlaştıracaktır.

Finansal piyasaların var olması durumunda bu piyasalar bireylere çeşitlendirilmiş portföy tutma imkânı sağlar. Böylelikle bireyler teknoloji riskini diğer iktisadi ajanlar ile paylaşabileceklerinden, kendilerini negatif talep şoklarına karşı koruyabilir, riskli fakat uzmanlaşmanın yüksek olduğu, daha verimli olan teknolojiyi rahatlıkla tercih edebilirler.

Saint-Paul (1992) modelinde çoklu dengeye yer vermektedir. Düşük denge düzeyinde finansal piyasalar gelişmemiştir ve bu nedenle bireyler daha az verimli ve daha esnek teknolojileri seçeceklerdir. Ancak bu düşük denge düzeyinde, teknolojinin esnek olması sebebiyle risk olmadığı için, finansal piyasaların gelişmesi için de herhangi bir neden yoktur. Bu durumda ekonomi az gelişmişlik tuzağına düşmüştür, bir diğer ifadeyle iktisadi büyümeyi tetikleyecek bir finansal piyasa yoktur. Saint-Paul (1992) yüksek denge düzeyinde ise finansal piyasaların gelişmiş olup, uzmanlaşmanın var olduğunu ve riskli teknolojilerin tercih edildiğini belirtmektedir. Riskli teknolojilerin tercih edilmesi finansal hizmetlere ve dolayısıyla finansal piyasalara olan ihtiyacı daha da arttıracaktır.

3.3.2 Finansal Aracılığın Likidite Tedariki Fonksiyonundan Hareket Eden Modeller

3.3.2.1 Bencivenga ve Smith Modeli (1991)

Bencivenga ve Smith (1991, 1992, 1993) finansal gelişme ve büyüme ilişkisi literatürünün önde gelen isimlerindendir. Özellikle 1991 yılında gerçekleştirdikleri Finansal Aracılık ve İçsel Büyüme konulu çalışmaları, bu alanda yapılan araştırmalar arasında önemli bir yer teşkil etmektedir.

Bencivenga ve Smith (1991), finansal aracılık ve büyüme ilişkisini içsel büyüme çatısı altında ele almışlardır. Yapılan bu çalışmada, rekabetçi bankaların kaynak dağılımını gerçekleştirmedeki rolleri ve bunun iktisadi büyüme üzerindeki etkisi incelenmiştir. Burada büyümenin motorunu girişimci başına ortalama sermayenin yarattığı dışsallık oluşturmaktadır.

Bencivenga ve Smith (1991) rekabetçi aracılardan, özellikle de bankaların, denge durumundaki davranışlarının kaynak dağılımını ve bunun da reel büyüme oranlarını etkilediği bir model kurmuşlar ve bankaların şu temel faaliyetlerini modellerinde kullanmışlardır. Bankalar çok sayıda bireyin mevduatını kabul etmekte ve yine çok sayıda bireye kredi vermektedir. Bireylerin, yatırmış oldukları mevduatlarını vadeden önce çekme durumuna karşı bankalar, büyük sayılar kanunu⁴ çerçevesinde, söz konusu çekim talebi miktarını tahmin etme yoluna gider. Bu doğrultuda tahmin edilebilir çekim taleplerine karşı likit rezerv tutulur. Bunun yanı sıra bankalar gerektiği taktirde birincil varlıklarından daha likit nitelikli borç senedi ihraç etme imkânına da sahiptir. Bankaların bir diğer önemli fonksiyonu da yatırımcılar cephesinde ortaya çıkmaktadır. Gerçekleştirdikleri aracılık hizmeti ile bir yandan mevduat toplayan bankalar, diğer yandan da yatırımcılara kaynak sağlamak

⁴ İstatistiğin konusunu oluşturan kolektif nitelikteki olaylar tesadüfi etkilerin altında olduklarından, bunlar arasından sadece bir olayın incelenmesi ile grubun tamamına ait bir genelleme yapmak sağlıklı olmamaktadır. Çok sayıda olayın incelenmesi halindeyse tesadüfi etkiler birbirini giderecek ve olayların ana eğilimleri, yani ortak yönleri ortaya çıkacaktır. Bu durum büyük sayılar kanununun bir yansımasıdır. Örneğin, bir madeni parayla yapılan 6 atışta gerek, yazı, gerekse tura'nın üste gelme ihtimallerinin 1/2 olmasına rağmen, toplam 3 yazı ve 3 turadan farklı sonuçlarla karşılaşılabilir. Çünkü, tesadüfi etkilerin ağırlığı fazladır. Buna karşılık atış olayı 1000 defa tekrarlandığında toplam atış içindeki yazı ve tura sayısı 500'e yaklaşacaktır. Buradan hareketle büyük sayılar kanunu şu şekilde tanımlanmaktadır: Çok sayıda kolektif olay incelendiğinde elverişli halin (yazı) toplam hal sayısına oranı (yazı oranı), o halin ihtimaline (1/2) yaklaşacaktır. İspatı ilk olarak İsviçreli matematikçi Jacob Bernoulli tarafından yapıldığı için Bernoulli Teoremi olarak da adlandırılan büyük sayılar kanunu, tesadüfi nedenlerden etkilenen olayların tümü için geçerli olmasından ötürü, istatistikte önemli bir yere sahiptir.

suretiyle otofinansman ihtiyacını azaltmakta veya bu ihtiyacı tamamen ortadan kaldırmaktadır. Böylelikle sunulan bankacılık hizmetleriyle, özellikle riskten kaçınan tasarruf sahiplerinin tasarruflarını, likit fakat verimsiz varlıklar yerine, banka mevduatı şeklinde tutmaları sağlanır. Yapılan aracılık hizmeti neticesinde bankaların elde ettiği bu fonlar verimli sermaye yatırımlarına kanalize edilir.

Bankaların sunduğu bu faaliyetlerin en önemli sonuçlarından biri, aracılık hizmetlerinin gelişmemiş olduğu bir ekonomide, bireylerin, ortaya çıkabilecek ani likit ihtiyaçlarına karşı kendilerini garantiye almak için ellerinde bulundurmak istedikleri ve sermaye birikimine hiçbir katkısı olmayan likit tutumlarını/taleplerini azaltmasıdır. Yine bu doğrultuda, bankacılık hizmetlerinin sunulmadığı durumda otofinansman yöntemini kullanmak durumunda kalan girişimcilerin, söz konusu hizmetlerin sunulması ile, ani bir likidite ihtiyacı karşısında yatırımlarını gereksiz yere likide etmeleri önlenecektir. Kısacası finansal aracılık sistemi ile ekonomide verimsiz varlık şeklinde tutulan tasarruf oranı azaltılacak ve ortaya çıkabilecek ani likidite ihtiyaçlarından dolayı sermaye yatırımlarının etkisiz dağılımı önlenecektir.

Bu modelde, finansal araçların, tasarrufların bileşimini doğal olarak sermaye birikimi lehine değiştirme eğiliminde olacakları önerilmektedir. Tasarrufların bileşimi reel büyüme oranlarını etkilediği ölçüde, aracılık hizmeti sunan kesimler de iktisadi büyümeyi destekleyecektir.

Bencivenga ve Smith (1991) finansal gelişme ve büyüme ilişkisini açıkladıkları çalışmalarını çakışan nesiller modeline dayandırmışlardır. Kurulan modelde bireylerin ömürlerinin üç dönem olduğu varsayılmaktadır. Bu bağlamda modelde bireyler genç, orta yaşlı ve yaşlı bireyler olarak tanımlanmaktadır.

Modelde sermayenin, yaşlı bireylerin bir kısmının elinde olduğu varsayılmaktadır, dolayısıyla girişimciler yaşlı bireylerdir. Sermayenin kiralanabileceği bir piyasa yoktur, bu nedenle girişimciler üretimde yalnızca kendi sermayelerini kullanabilmektedir. Modelde yapılan bir diğer varsayım, sermayenin bir dönemde aktif değerini tamamen yitirdiğidir.

Modelde ele alınan ekonomide iki mal bulunmaktadır; tek bir sermaye malı ve tek bir tüketim malı. Yaşlı girişimcilerin sahip olduğu sermaye, genç işçilerin emekleriyle birleştirilerek tüketim malı üretilmektedir.

Her genç birey bir birim emekle donanımlı olup elde ettiği gelir üzerinden tasarrufta bulunmaktadır. İkinci ve üçüncü dönemlerde ise emek donanımı söz konusu değildir. c_i , i yaşındaki bireyin tüketimini göstermek üzere, bireylerin fayda fonksiyonu şu şekilde belirtilmiştir;

$$u(c_1, c_2, c_3; \phi) = -\frac{(c_2 + \phi c_3)^{-\gamma}}{\gamma} \quad (3.1)$$

$\gamma > -1$ 'dir ve ϕ , değeri ikinci dönemin başında belli olan, bireye özgü tesadüfî değişkendir. ϕ 'nin olasılık dağılımı,

$$\phi = \begin{cases} 0 & 1 - \pi \\ 1 & \pi \end{cases} \quad \text{tüketime ilişkin olasılık} \quad (3.2)$$

şeklindedir. Genç bireyler gelirlerinin tamamını tasarruf etmekte ve birinci dönemde tüketim yapmamaktadır. Dolayısıyla bu dönemde finansal yapının, bireylerin tasarruf kararları üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

Modelde ele alınan ekonomide iki tür varlık vardır; likit varlık ve likit olmayan varlık. Bencivenga ve Smith (1991) likit varlığı tüketim malı stoku olarak tanımlamaktadır, likit olmayan varlık ise sermaye yatırımdır. t zamanında yapılan bir birim tüketim malı yatırımı, $t+1$ veya $t+2$ dönemlerinde $n(>0)$ birim tüketim malı sağlar. Likit olmayan sermaye yatırımı durumunda ise t döneminde yapılan bir birim yatırım ile $t+2$ döneminde R birim sermaye malı elde edilir. Sermaye malına yapılan yatırım, vadesinden önce, yani $t+2$ 'den önce likide edilirse (örneğin $t+1$ döneminde) bunun sonucunda x birim tüketim malı elde edilecektir; $0 \leq x < n$.

k_t , t döneminde bireysel bir girişimci tarafından tutulan sermayeyi, $\bar{k}_t$, t döneminde girişimci başına ortalama sermaye stokunu, L_t ise istihdam edilen emek miktarını göstermek üzere, girişimci $\bar{k}_t^\delta k_t^\theta L_t^{1-\theta}$ üretim fonksiyonuna göre tüketim malı üretir, $\theta \in (0,1)$ ve $\delta = 1 - \theta$ 'dir⁵. Bencivenga ve Smith (1991) emek talep fonksiyonunu ve piyasayı temizleyen denge reel ücreti sırasıyla şu şekilde tanımlamaktadır;

$$L_t = k_t [(1 - \theta) \bar{k}_t^\delta / w_t]^{1/\theta} \quad (3.3)$$

⁵ Bencivenga ve Smith (1991), δ ve $1 - \theta$ 'yı notasyon olarak birbirinden ayırmıştır. Bunun nedeni, Bencivenga ve Smith (1991)'in bu şekilde δ ile üretimdeki dışsal etkileri göstermek istemeleridir.

$$w_t = \bar{k}_t(1 - \theta)\pi^\theta \quad (3.4)$$

Bencivenga ve Smith (1991) firma başına kârın $\theta \bar{k}_t^\delta k_t^\theta L_t^{1-\theta}$ olduğu gerçeğinden hareketle, (4) no'lu eşitliği (3) no'lu eşitlikte kullanarak ve buradan elde ettikleri sonucu $\theta \bar{k}_t^\delta k_t^\theta L_t^{1-\theta}$ fonksiyonunda kullanarak, her girişimcinin hangi miktarda sermaye getirisi elde ettiğini göstermektedirler. Bu doğrultuda girişimcilerin elde ettiği sermaye getirisini $\theta \pi^{\theta-1} k_t$ olarak belirtmiş ve $\psi = \pi^{\theta-1}$ olmak üzere bunu, $\theta \psi k_t$ olarak ifade etmişlerdir.

Modelin temel çatısı bu şekilde açıklandıktan sonra finansal aracılı bir ekonominin ve özellikle de bankacılık sisteminin söz konusu olduğu bir durumda iktisadi büyümenin gerçekleşme koşulu araştırılmıştır.

Bankalar da bireyler gibi, sahip oldukları varlığın bir kısmını likit varlıklar şeklinde, diğer bir kısmını ise likit olmayan varlıklar şeklinde tutar. Bankalar genç bireylerin tasarruflarını, yani ücret gelirlerinin tamamını mevduat olarak toplamaktadır. Toplanan mevduatın bir kısmı, vadesinden önce talep edilme ihtimaline karşı rezerv olarak tutulur; bu, bankaların yaptığı likit varlık yatırımıdır. O halde bankalar t döneminde topladıkları mevduatın $z_t \in [0,1]$ kısmını likit varlık şeklinde tutar, $q_t \in [0,1]$ kısmını ise likit olmayan sermaye yatırımlarında kullanır.

$$z_t + q_t = 1 \quad (3.5)$$

Modelde banka, temsili bir mudinin t dönemine ait beklenen faydasını maksimize eden bir kooperatif birliği olarak görülmektedir. Dengede, bütün tasarruflara bu kooperatif birliğince aracılık edileceği doğal sonucuyla, genç tasarruf sahiplerinin beklenen faydası şu şekilde gösterilmektedir;

$$-\left(\frac{1-\pi}{\gamma}\right)(r_{1t} w_t)^{-\gamma} - \left(\frac{\pi}{\gamma}\right)[\theta \psi (r_{2t} w_t) + \tilde{r}_{2t} w_t]^{-\gamma} \quad (3.6)$$

Burada $k_{t+2} = r_{2t} w_t$ eşitliği kullanılmıştır. Yukarıdaki fayda fonksiyonunun ilk kısmı, $t+1$ döneminde varlıklarının tamamını likide eden, yani $1-\pi$ olasılığının gerçekleşmesi sonucunda $\phi=0$ olan tasarruf sahiplerinin beklenen faydasını göstermektedir. Bu bireyler mevduatlarını $t+1$ döneminde, yani vadesinden önce likide ettikleri için, tüketimleri, sahip oldukları mevduat birimi başına r_{1t} kadar

olmaktadır. Fayda fonksiyonunun ikinci kısmı ise π olasılığının gerçekleşmesi sonucunda $\phi=1$ olan, yani mevduatını vadesinden önce talep etmeyen tasarruf sahiplerinin beklenen faydasını göstermektedir. Söz konusu bireyler $\tilde{r}_{2t}$ birim tüketim malı ile birlikte, r_{2t} birim sermaye malı da elde ederler.

Ancak modelde $\theta\psi R > n$ olduğu varsayılmaktadır. Yani sermaye malı yatırımından elde edilen ürünün tüketim malı getirisi, likit tüketim malı yatırımının getirisinden büyüktür. O halde bütün rezervler bir dönem sonra likide edilirken sermaye yatırımlarının hiçbirisi vadesinden önce likide edilmez. Bunun sebebi sermayenin vadeden önce likidasyonunun, rezerv tutumlarının artırılmasıyla karşılanabilmesidir. Bu varsayım sonucunda $\tilde{r}_{2t} = 0$ olacağından, mevduatını vadesinden önce talep etmeyen tasarruf sahipleri yalnızca r_{2t} birim sermaye malı elde ederler.

Bankalar yukarıda sözü edilen ödemeleri, mudilerine belli kaynak kısıtları altında yapar. α_{1t} , bankaların bir dönem sonra likide edilen likit varlıklarının oranını; α_{2t} ise bankaların bir dönem sonra likide edilen likit olmayan varlıklarının oranını göstermek üzere, bankaların yapacağı ödemelere ilişkin kaynak kısıtları şu şekilde olur;

$$(1 - \pi)r_{1t} = \alpha_{1t}z_t n + \alpha_{2t}q_t x \quad (3.7)$$

$$\pi r_{2t} = (1 - \alpha_{2t})Rq_t \quad (3.8)$$

Bankalar bu kaynak kısıtları altında, tasarruf sahibi bireylerin toplam faydasını maksimize edecek olan q düzeyini bulur;

$$q_t = \Phi / (1 + \Phi) \quad (3.9)^6$$

Dengede girişimci başına ortalama sermaye stoku,

$$\bar{k}_{t+2} = r_{2t}w_t = Rq_t w_t / \pi = k_{t+2} \quad (3.10)$$

olmaktadır. (3.4) no'lu eşitlik (3.10) no'lu eşitlikte kullanılır ve yeniden düzenlenirse,

⁶ Modelde, $\Phi = \left(\frac{\pi}{1 - \pi} \right)^{1/(1+\gamma)} \left[\frac{\pi n}{(1 - \pi)\theta\psi R} \right]^{\gamma/(1+\gamma)}$ şeklinde verilmiştir.

$$\bar{k}_{t+2} / \bar{k}_t = R(1-\theta)\pi^{\theta-1}q_t = R(1-\theta)\psi q_t \equiv \mu \quad (3.11)$$

olmaktadır. Firma başına t zamanındaki çıktı miktarı denge düzeyinde $\psi\bar{k}_t$ olduğundan ve firmaların sayısı zaman içindeki değişmediğinden, (3.11)'deki ifade, aynı zamanda çıktının denge büyüme oranını verir. Buradan görüldüğü gibi μ 'nün büyüklüğü R 'ye, $(1-\theta)$ 'ya, q 'ya ve π 'ye bağlıdır. Diğer parametreler sabit kalmak koşuluyla, i) R arttıkça, yani sermaye üretmek kolaylaştıkça, ii) $(1-\theta)$, yani emeğin gelirdeki payı arttıkça, iii) bankalar tasarrufların likit olmayan varlıklar şeklinde tutulan kısmını arttırdıkça; diğer bir deyişle tasarrufların ne kadar büyük bir kısmı yatırıma dönüşürse ve son olarak, iv) π , yani tasarruf sahibi bireylerin tasarruflarını vadeden önce likide etmeyip, $t+2$ 'de likide etme ihtimali arttıkça denge büyüme oranı da artacaktır.

Bencivenga ve Smith (1991) ekonomide finansal aracılığın olduğu durumu ve bu durumdaki iktisadi büyümeyi bu şekilde anlattıktan sonra, ekonomide finansal aracılığın olmadığı bir model kurarak bu durumun iktisadi büyümeye yansımalarını incelemiştir. Bu durumda ekonomide finansal araçlar var olmadığından, risk paylaşımı söz konusu olmadığı gibi, bütün sermaye birikimi otofinanse edilmek zorundadır. t döneminde gelirlerinin tamamını tasarruf eden genç bireyler yine tasarruflarının ne kadarını sermayeye (q_t^*), ne kadarını likit varlıklara $(1-q_t^*)$, yatıracıklarına karar vermek için, kârlarını maksimize edecek olan q_t^* 'ı seçerler. q_t^* 'ın bilindiği durumda kişi başına sermaye birikim miktarı,

$$\bar{k}_{t+2} = k_{t+2} = Rq_t^* w_t \quad (3.12)$$

şeklinde olmaktadır. (3.4) numaralı denklem (3.12) numaralı denklemde kullanıldığında dengede, sermaye stokunun büyüme/artış oranı,

$$\bar{k}_{t+2} / \bar{k}_t = R(1-\theta)\pi^{\theta}q_t^* \equiv \mu^* \quad (3.13)$$

şeklinde elde edilmektedir.

Finansal araçların yer aldığı bir ekonomideki sermaye artış oranının, finansal aracısız bir ekonomideki sermaye artış oranından daha büyük olduğunun söylenebilmesi için $\mu > \mu^*$ olduğunun ortaya konulması gerekmektedir. $\mu > \mu^*$ koşulunun sağlanabilmesi için gerekli koşullardan biri, q_t^* 'ın belirleyenlerinden biri

olan γ 'nın, yani bireylerin riskten kaçınma derecesinin yeterince büyük olmasıdır. Çünkü γ değeri büyüdükçe q_t^* değeri sıfıra yaklaşmaktadır. Dolayısıyla genç bireyler yeterince riskten kaçınan bireyler ise $q_t > q_t^*$ olacaktır. Yine sermaye malı üretimi gerçekleşmeden, vadeden önce likidasyon sonucu elde edilen gelirin (x), çok küçük olması durumu da $\mu > \mu^*$ eşitsizliğinin sağlanması için yeterli bir koşul olarak gösterilmektedir. Çünkü x 'in çok küçük olması durumunda sermaye yatırımları büyük oranda illikit olacaktır. Dolayısıyla otofinansmanın söz konusu olması durumunda bireysel tasarruf sahipleri büyük ölçüde likit varlık tutacaklardır.

Sonuç olarak Bencivenga ve Smith (1991) etkin bir finansal sistemin olmadığı ekonomilerde, tasarrufların büyük bir kısmının üretken olmayan likit varlıklar şeklinde tutulurken, finansal sistemin gelişmesiyle beraber bu durumun tersine döneceğini ve üretken olmayan likit varlıklar şeklinde tutulan tasarrufların, bankacılık sistemi aracılığıyla üretken, likit olmayan varlıklara dönüştürüleceğini belirtmişlerdir. Bankacılık sisteminin gelişmesiyle birlikte, girişimcilerin ortaya çıkabilecek ani likit ihtiyaçları bankalarca karşılanabileceğinden, üretken sermaye yatırımlarının gereksiz yere likidasyonu da böylelikle engellenmiş olacaktır. Bunun sonucunda ise tasarrufların bileşimi üretken sermaye yatırımlarına kanalize edilmiş olacağından iktisadi büyüme tetiklenecektir.

3.3.2.2 Bencivenga, Smith ve Starr Modeli (1995)

Bencivenga, Smith ve Starr (1995) da çalışmalarında finansal kurumların, tasarruf sahiplerinin karşı karşıya kaldığı likidite riskini azalttığını ifade etmektedirler. Tasarruf sahibi bireyler finansal piyasalar aracılığıyla, likidite ihtiyacıyla karşı karşıya kaldıkları anda gerek ellerindeki hisse senetlerini satarak, gerekse yatırım projeleri tamamlanmadan, mevduatlarının bulunduğu bankadan nakit çekim talebinde bulunarak, likidite riskini ortadan kaldırebilmektedirler. Böylelikle finansal aracılık sistemi yoluyla likide dönme endişesinden kurtulan bireylerin, uzun dönemli projelere yatırım yapma çekinceleri de ortadan kalkmaktadır.

Bencivenga, Smith ve Starr (1995) çalışmalarında bir ekonomide üretkenliği yüksek olan teknolojilerin oluşumunun uzun dönem gerektirdiğini ifade etmektedirler. Bu nedenle bu tür teknolojiler ancak ikincil sermaye piyasalarının yeterince likit olması durumunda fonlanabilir. Modelde ikincil piyasaların likiditesinde meydana gelen artış anlamında kullanılan finansal gelişme, daha

retken teknolojilerin finanse edilmesine imkân verecek, aynı zamanda tasarruf güdüsünün de artmasına neden olacaktır.

alışmalarında önemle üzerinde durdukları noktalardan biri işlem maliyetlerine ilişkindir. İşlem maliyetlerinin azaltılması uzun dönemli yatırım projelerinin net verimliliğini arttırmak suretiyle, tasarrufların net getiri oranını yükselterek ekonomideki toplam tasarruf düzeyini de olumlu yönde etkileyecektir.

3.3.2.3 Greenwood ve Smith Modeli (1997)

Greenwood ve Smith (1997) de yaptıkları çalışmada finansal piyasalar ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu konuyu incelemek üzere işsel piyasa oluşumuna ilişkin kurdukları modelde, finansal piyasaların (bankaların ve hisse senedi piyasalarının) fonları, iktisadi sistem içinde en yüksek değeri sağlayacak olan kullanım alanlarına dağıtmadaki rolünü incelemişlerdir.

Greenwood ve Smith (1997)'e göre finansal piyasalar iktisadi gelişme üzerinde son derece önemli bir rol oynadığı kadar, iktisadi gelişim de zaman içinde yeni piyasaların oluşumuna yol açmaktadır. Bu görüşten hareketle özellikle şu noktalar üzerinde durmuşlardır.

İlk olarak piyasaların verdiği hizmetlerden biri, iktisadi sistem içerisinde mevcut olan kaynakları, sosyal getirisinin en yüksek olduğu alanlara dağıtmaktır. Bu şekilde kaynak dağılımında etkinlik sağlanarak iktisadi büyümede artış sağlanır. Piyasalar, fiyat sinyalleri ve sundukları diğer bilgiler aracılığıyla bu dağılıma katkıda bulunur. Aynı zamanda piyasaların sağladığı risk bölüşümü fonksiyonu da etkin kaynak dağılımının sağlanmasında önemli rol oynar. Çünkü finansal piyasaların sağladığı bu risk bölüşümü, iktisadi ajanların özel durum riskini elimine ederek tasarruflarını, daha üretken yatırımlara dağıtmalarına imkân verir.

İkinci olarak finansal piyasaların oluşumu, uzmanlaşmanın artmasını sağlar. Üretim teknolojilerinin zaman içerisinde gelişmesi artan ölçüde uzmanlaşmış girdiler (specialized inputs) gerektirir ve buna bağlı olarak da artan ölçüde uzmanlaşmış/özellikli çıktılar (specialized outputs) sağlar. Bu teknolojik ilerlemelerden yararlanabilmek için, iktisadi ajanların uzmanlaşmış/özellikli mal ve hizmetleri alıp satabildikleri türde piyasaların bulunması gerekir. Finansal piyasalar da bu doğrultuda girişimcilikteki uzmanlaşmayı, girişimciliğin gelişimini ve yeni teknolojilerin uygulanmasını hızlandırır.

Üçüncü olarak piyasa yapıları iktisadi ajanların diğer varlık türlerinin yanı sıra, çeşitli fiziki ve beşeri sermaye türlerini biriktirme nedenlerini de etkiler. Çünkü piyasa yapısında meydana gelen değişimler, çeşitli yatırımlara ilişkin algılanan getiriye ve bunlara ilişkin riskleri etkiler.

Dördüncü olarak modelde esas alınan bir diğer önemli nokta, piyasaların oluşumunun içsel bir süreç olarak kabul edilmesidir. Finansal hizmetlerin sunulması, finansal araçların alınıp satılması bazı harcamaların yapılmasını gerektirmektedir. Bankacılar, borsa acenteleri, sigorta acenteleri ve finansal sistemde yer alan diğer araçların, var oluş amaçlarını yerine getirebilmeleri için belli bedeller talep etmeleri gerekir. Ancak fakir ekonomilerde iktisadi ajanların söz konusu hizmetleri satın alabilmeleri için yukarıda belirtilen maliyetlere katlanabilmeleri kolay değildir. Zengin ekonomilerde ise bu maliyetler rahatlıkla karşılanabilir. Dolayısıyla bir ülkedeki iktisadi büyüme finansal faaliyetleri arttıracak, finansal faaliyetlerin hacminin artması ise daha hızlı büyümeyi tetikleyecektir.

Son olarak, piyasada finansal hizmetlerin sağlanmasında bir rekabet ortamı olduğu takdirde söz konusu hizmetler piyasa katılımcıları tarafından en etkin şekilde yerine getirilecektir. Bir diğer ifadeyle her alanda olduğu gibi finansal alanda ortaya çıkan rekabet de, ekonomide etkinlik yaratarak hizmetlerin sağlanmasında olumlu etkileri beraberinde getirecektir.

Greenwood ve Smith (1997)'in yaptıkları bu çalışmada, Bencivenga ve Smith (1991)'in kurdukları modelin benzer bir şekli uygulanmıştır. Onların modelinde de finansal araçlar tasarrufların sosyal bileşimini likidite tedariki yolu ile daha üretken ve likit olmayan sermaye yatırımlarına kaydırmaktadır. Bu model Bencivenga ve Smith (1991)'in modellerine göre bazı yenilikler içermektedir. İlk olarak Greenwood ve Smith (1997)'in modelinde Bencivenga ve Smith (1991)'inkinden farklı olarak aracılık faaliyetleri büyümeyi kesin olarak arttırıcı etkiler yaratmaktadır. Ayrıca burada hisse senedi piyasalarının oluşumunun büyümeyi mutlaka arttırması beklenmemekte, yalnızca söz konusu piyasaların daha hızlı bir büyüme oranını desteklemesi için gerekli ve yeterli koşullar türetilmektedir. Diğer yandan Greenwood ve Smith (1997)'in modelinin çatısı bankacılık ve hisse senedi piyasalarının içsel oluşumuna izin verecek şekilde genişletilmiştir. Bu doğrultuda aracılık piyasası zayıf koşullar altında oluşsa da, eğer hisse senedi piyasalarına

katılımın maliyeti bankalarla ticaretin maliyetinden daha küçük değilse, o ekonomide hisse senedi piyasalarının hiçbir zaman oluşmayacağı belirtilmektedir.

Modelde otofinansman, bankacılık piyasası ve hisse senedi piyasası olmak üzere üç farklı finansal piyasa yapısı göz önüne alınmış ve genç bireylerin tasarruf davranışları hangi finansal piyasaya girdiklerine dayandırılmıştır. Finansal piyasaların oluşumu ilk olarak dışsal olarak alınmış, daha sonra içselleştirilmiştir.

Genç bireyler t döneminin başında üretim faaliyetinde bulunup gerçekleştirdikleri üretim sonucunda w_t gelirini elde ederler ve daha sonra, ϕ değeri gerçekleşmeden önce portföylerini nasıl oluşturacaklarına dair karar verirler. Yani genç iktisadi ajanlar herhangi bir tasarruf kararı vermeden önce tüketimde bulunmazlar; çünkü bu dönemde gerçekleştirecekleri tüketimin kendileri için fayda doğurup doğurmayacağını bilmezler. Portföy seçimleri yapıldıktan sonra her genç bireye ilişkin ϕ değeri gerçekleşir. $\phi = 1$ olan bireyler, varlıklarını likide etmeyerek yaşlılık dönemlerine kadar bekler ve varlıklarını $t+1$ döneminde likide ederek tüketimde bulunurlar. Bununla beraber $\phi = 0$ değerine sahip olan bireyler, yatırım sürecini tamamlamadan erken likidasyona giderek t döneminde tüketim yapmayı tercih ederler.

Modelde ilk olarak ele alınan otofinansman durumunda genç iktisadi ajanlar mallarını kendileri stoklamakta ve kendi sermayelerini kendileri biriktirmektedirler. $\phi = 0$ olan bireyler sermaye yatırımlarını yitirdikleri için finansmanlarını kendi stoklarından karşılamaktadırlar. Kendi kendini finanse eden bir bireyin elde ettiği w_t gelirinden mallar stokuna ayırdığı kısım s_t^a , sermayeye ayırdığı kısım ise K_{t+1}^a ile gösterilmektedir. Bu durumdaki bireylerin mal stoklarının getirisi n , sermaye getirisi ise sıfır değerindedir. $\phi = 1$ olan bireyler ise yatırılan her birim cari tüketim için $t+1$ döneminde R birim sermaye elde ederler. Her birim sermaye ρ_{t+1} fiyatına kiralanırsa, yatırılan sermayenin t ve $t+1$ dönemleri arasındaki getirisi $R\rho_{t+1} = RA\theta$ olur. Kendi kendini finanse eden bireylerin portföylerindeki sermayenin payı $q_t^a = Q^a(RA\theta) = K_{t+1}^a / w_t$ ise bireyler portföylerinin $Q^a(RA\theta)w_t$ kadarlık kısmını sermayeye yatıracaklardır. Bu yatırımın $(1-\pi)$ kadarlık kısmı, $\phi = 0$ olan bireyler tarafından $t+1$ 'den önce likide edilecektir. Bu nedenle bu yatırımdan $t+1$

dönemindeki sermaye stok miktarına (k_{t+1}) aktarılan sermaye, yalnızca π kadarlık kısımdır;

$$k_{t+1} = \pi R Q^a (RA\theta) w_t \quad (3.14)$$

Modeldeki $w_t(i) = (1 - \theta) A k_t$ denkleminde hareketle sermaye stokunun ve çıktının artış oranı;

$$k_{t+1} = (1 - \theta) RA \pi Q^a (RA\theta) \equiv \sigma^a \quad (3.15)$$

olarak elde edilmektedir.

Yatırımların otofinansman yolu ile finanse edilmesi durumundaki sermaye stoku artışı bu şekilde incelendikten sonra, ekonomide bankacılık piyasasının yer aldığı durum ele alınmıştır. Modelde bankalar, sermayeye yatırmak ve rezerv olarak bulundurmak üzere genç iktisadi ajanlardan mevduat topladığı varsayılan kuruluşlardır.

Mevduatını t döneminde yatırıp yine aynı dönemde çekmek isteyen ($\phi = 0$ olan) bir mudiye bankanın ödemeyi taahhüt ettiği miktar birim başına r_{1t} 'dir. Aynı mudi mevduatını $t+1$ 'de çekmeye karar verirse ($\phi = 1$) banka birim başına r_{2t} miktarında ödemedede bulunacaktır.

Bireylerin, gençlik dönemlerindeki tasarruflarının tamamını mevduata yatırdıkları varsayımı altında bir bankanın toplayacağı mevduat miktarı kişi başına w_t olacaktır. Bu mevduatın s_t^b kadarını banka rezerv olarak ayırır, K_{t+1}^b kadarını ise sermaye yatırımları için kullanır.

Bankanın çok sayıdaki mudisinin $(1 - \pi)$ kadarlık kısmı mevduatını t döneminde çekmek isteyecek ($\phi = 0$), π kadarlık kısmı ise $t+1$ döneminde çekmek isteyecektir ($\phi = 1$). Bankanın portföyünde yer alan sermayenin payı $q_t^b = K_{t+1}^b / w_t$ ise banka, yaptığı maksimizasyon sonucunda portföyünün,

$$q_t^b = Q^b (RA\theta) \equiv \eta(RA\theta) / [1 + \eta(RA\theta)] \quad (3.16)$$

miktarını sermayeye yatıracaktır. Modelde $\eta(RA\theta) = \pi(RA\theta/n)^{-\gamma/(1+\gamma)} / (1 - \pi)$ olarak verilmektedir.

Ekonomide bankaların yer aldığı durumda hiçbir sermaye üretken hale gelmeden likide edilmemektedir. Dolayısıyla t döneminde gerçekleştirilen sermaye yatırımının tamamı ($Q^b(RA\theta)w_t$), $t+1$ dönemi sermayesine aktarılır;

$$k_{t+1} = RQ^b(RA\theta)w_t = (1-\theta)RAQ^b(RA\theta)k_t \quad (3.17)$$

Bu durumda iktisadi büyüme oranı $(1-\theta)RAQ^b(RA\theta)k \equiv \sigma^b$ olarak gerçekleşecektir.

Greenwood ve Smith (1997) otofinansman ve bankacılık kesimi ile finansman durumlarındaki sermaye artış oranlarını bu şekilde ortaya koyduktan sonra, bankaların yer aldığı bir ekonominin büyüme oranının otofinansman yönteminin kullanıldığı bir ekonomininkinden kesinlikle daha yüksek olacağını önermiş, bunu $Q^b(RA\theta) > \pi Q^a(RA\theta)$ olduğunu göstererek ispat etmişlerdir. Bankalar ya tasarrufları sermayeye kaydırarak ya da en azından sermayenin vadeden önce likidasyonunu önleyerek ekonomideki sermaye stok miktarının artmasını sağlamaktadır.

Her iktisadi ajanın t dönemindeki ϕ değeri belli olduktan sonra, $\phi = 0$ olan bireylerin sermaye sürecindeki alacaklarını (claims to capital in process), depolama alacakları (claims to storage) karşılığında $\phi = 1$ olan bireylere satacakları bir hisse senedi piyasası açılmaktadır. z_t , bir birim sermaye karşılığındaki birim depolama sayısını göstermektedir. Yani z_t , t döneminde hisse senedi piyasasındaki sermayenin nispi fiyatıdır. Hisse senedi piyasasının t döneminde işleyeceğini bilen iktisadi ajanlar bir depolama düzeyi (s_t^e), ve bir sermaye yatırım düzeyi (K_{t+1}^e), seçerler. Genç bir bireyin portföyünde tuttuğu sermayenin payı $q_t^e \equiv K_{t+1}^e / w_t$ ise optimal bir q_t^e seçimi,

$$q_t^e = \begin{cases} 1, & z_t > 1 \text{ ise} \\ 0, & z_t < 1 \text{ ise} \end{cases}, \quad z_t = 1 \text{ ise } q_t^e \in [0,1] \quad (3.18)$$

sağlar. Greenwood ve Smith (1997) hisse senedi piyasasının dengede olması durumunda $z_t = 1$ olduğu, dolayısıyla $q_t^e = \pi$ olduğu sonucuna varmışlardır. Yani bir ekonomide hisse senedi piyasalarının varlığı durumunda, tasarrufların π kadarlık

kısmı sermaye yatırımlarında kullanılacak ve bu yatırımların hiçbir vadesinden önce likide edilmeyecektir. Bu nedenle $t+1$ dönemine aktarılan sermaye miktarı,

$$k_{t+1} = \pi R w_t = (1 - \theta) R A \pi k_t \quad (3.19)$$

olacak ve ekonomideki büyüme oranı ise,

$$\pi(1 - \theta) R A \equiv \sigma^e \quad (3.20)$$

olarak gerçekleşecektir.

Greenwood ve Smith (1997) otofinansman, bankalar ile finansman ve hisse senedi piyasaları yolu ile finansman durumlarını açıkladıktan sonra elde ettikleri bulguları kullanarak $\sigma^e > \sigma^a$ olduğunu ve sadece eğer $\gamma > 0$ ise $\sigma^e > \sigma^b$ olacağını önermiştir. Buna göre bir ekonomide yatırımların hisse senedi piyasaları yoluyla finansmanı yöntemi iktisadi büyümeyi otofinansman yöntemine nazaran arttırmaktadır. Diğer yandan sadece ve sadece eğer iktisadi ajanlar yeterince riskten kaçınan bireyler ise hisse senedi piyasaları ekonomideki büyüme oranını bankalara göre daha fazla artırır. Özellikle bankaların mevcut olduğu durumda iktisadi ajanlar ne kadar riskten kaçınan bireyler ise tasarruflarının o kadar az bir kısmı sermaye yatırımına gider. Büyümeyi azaltıcı olan bu etki hisse senedi piyasalarının mevcut olduğu durumda yoktur. Dolayısıyla hisse senedi piyasalarının söz konusu olduğu bir ekonomide sadece eğer ajanlar yeterince riskten kaçınan bireyler ise büyüme hızlı olacaktır.

3.3.3 Finansal Aracılığın İzleme ve Kurumsal Kontrol Fonksiyonundan Hareket Eden Modeller

3.3.3.1 Greenwood ve Jovanovic Modeli (1990)

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini inceleyen en önemli çalışmalardan biri Greenwood ve Jovanovic (1990) tarafından gerçekleştirilmiştir.

Greenwood ve Jovanovic (1990) finansal aracılığın ve iktisadi büyüme oranının içsel olarak belirlendiği bir model kurmuşlardır. Kurdukları modele göre finansal aracılık hizmetlerinin gelişmesi ekonomide yatırımların etkinliğini arttıracak, yatırımlarda sağlanan etkinlik artışı ise iktisadi büyüme oranını yükseltecektir. Bunun nedeni, yapılan yatırımların etkinliğinin artmasının, sermaye üzerinden daha yüksek bir getiri elde edilmesine imkân vermesidir. Bu suretle

meydana gelen iktisadi büyüme ise, daha gelişmiş finansal yapıların oluşmasına imkân verecektir.

Greenwood ve Jovanovic (1990)'e göre bir ülkenin finansal yapısı ile reel yapısı arasında önemli bir bağ vardır. Ülkenin finansal yapısı, fonların iktisadi sistem içinde en yüksek getiriye sağlayacak şekilde dağılımına imkân vererek iktisadi büyümeyi arttırır. İktisadi büyümedeki artış, kurumsal sermayeye yatırımı, kurumsal sermayeye yapılan yatırım ise sonraki büyümeyi besler. Modelde aracılık hizmetleri sunan kurumlar içsel olarak oluşmakta ve iktisadi sistem içindeki fon ticaretini kolaylaştırmaktadır. Kurumlar bu fonksiyonu iki şekilde yerine getirmektedir.

Aracılık hizmeti sunan kurumlar ilk olarak, yapılan yatırımlardan elde edilen beklenen getiri oranlarının daha yüksek olmasını sağlar. Bu noktada özellikle bilgi çok önemlidir, çünkü bu sayede yatırımcılar, projelerin bütüncül durumu hakkında fikir sahibi olurlar. Aracılık hizmeti sunan kurumlar, en yüksek getiriye sağlayacak olan yatırım fırsatlarını bulmak için gerekli olan bilgileri toplar ve bunları analiz eder. Böylelikle bireyler bir aracı vasıtasıyla yatırım yapmak suretiyle diğer bireylerin servet deneyimlerine giriş sağlamış olurlar.

Aracılık hizmeti sunan kurumlar ikinci olarak, riski çok sayıdaki yatırımcı arasında dağıtma şeklindeki geleneksel rolü de üstlenir. Dolayısıyla bireyler yatırımlarını aracılar vasıtasıyla yapmak suretiyle, yalnızca daha yüksek getiri elde etmekle kalmazlar, fakat aynı zamanda daha güvenli bir getiri elde etmiş olurlar. Çünkü aracı kurumlar yatırımcıları projeye ilişkin riske karşı da korur.

Modelde yatırımcılar için kurumsal sermayeye yatırım yapmak maliyetli bir işlemdir. Bu nedenle ancak yüksek gelir seviyesine sahip olan gelişmiş ekonomiler bu tür maliyetleri karşılayabilir. Bir diğer ifadeyle yüksek gelir seviyesine sahip olan gelişmiş ekonomiler, bu tür finansal yapılara ilişkin maliyetleri karşılamada düşük gelir seviyesine sahip olan az gelişmiş ekonomilere göre daha yetkindir.

Greenwood ve Jovanovic (1990) bir ekonominin gelişim sürecinin dinamiklerini şu şekilde açıklamaktadır. Gelişimin ilk safhalarında ekonomilerde finansal piyasalar yer almamaktadır. Bununla birlikte ekonomi, büyüme devresinin orta safhasına ulaştıkça finansal yapı şekillenmeye başlar. Bu aşamada ekonomideki mevcut büyüme ve tasarruf oranının her ikisi de yükselir; zengin ve fakir kesim arasındaki gelir dağılımı farkı açılır. Ekonomi olgunlaşma safhasına girdikçe yaygın

bir finansal aracılık yapısı gelişir. Nihayet gelişimin son safhasında bireyler arasındaki gelir dağılımı dengelenir, tasarruf oranları düşer ve iktisadi büyüme oranı, gelişimin bebeklik döneminde olduğundan daha yüksek bir seviyeye yakınsar.

Modelde Lebesgue ölçüsüyle, λ , $[0,1]$ aralığında sürekli dağılım sergileyen bireylerden oluşan bir ekonomiden hareket edilmektedir. Bireyin amacı,

$$E_0 \left[\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \ln c_t \right] \quad 0 < \beta < 1 \quad (3.21)$$

şeklindeki beklenen hayat boyu faydasını maksimize etmektir. c_t , bireyin t dönemindeki tüketim akımıdır, β ise iskonto faktörüdür.

Modelde her iktisadi ajan için iki tür yatırım projesi olduğu varsayılmaktadır. Bunlardan ilki nispeten güvenli fakat düşük bir getiri sağlamaktadır. $t-1$ dönemi sonunda yatırılan i_{t-1} birim sermaye, t döneminde δi_{t-1} birim çıktı sağlamaktadır; δ proje sabitidir. Dolayısıyla $y_t = \delta i_{t-1}$ 'dir. İkinci yatırım fırsatının ise beklenen getirisi daha yüksek olduğu gibi, bu tür bir yatırımın riski de daha yüksektir. Söz konusu yatırım, $y_t = (\theta_t + \varepsilon_t)i_{t-1}$ sürecinde gerçekleşmektedir. $\theta_t + \varepsilon_t$, birleşik proje şokunu gösterir. Her proje bir dönem içerisinde bireyler tarafından yalnızca bir kere gerçekleştirilebilir. Her t döneminin başında, bireyin belli miktarda bir serveti olacaktır, k_t . Birey bu serveti, cari dönem tüketimi için de kullanabilir, gelecek dönemdeki üretimde kullanılmak üzere sermayeye de yatırabilir.

Proje şokunun t dönemine ilişkin iki bileşeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki (θ_t) , var olan projelere ilişkin, ekonominin genelinden kaynaklanan derneşik distorsiyonu gösterir; genel ekonomiye ilişkin şoklar olması nedeniyle bütün projeler söz konusu şoklardan etkilenir. Proje şokunun ikinci bileşeni (ε_t) , ise projeye özgü şoku gösterir. Bireyin herhangi bir maliyete katlanmaksızın gözlemleyebileceği yalnızca, kendi projesine ilişkin getiri ve risklerdir. Bireylerin toplam şoklara ilişkin araştırma yapmaları oldukça maliyetli bir iştir. Dolayısıyla bireysel yatırımcılar bir bedel ödeme pahasına olsa dahi, söz konusu bilgiyi elde etmek üzere, bu bilgiyi sunan aracı kurumlara başvurma ihtiyacı duyacaklardır. Bunun sonucu olarak bu bireyler için gereken bilgiyi toplamak ve analiz etmek üzere finansal araçlar doğacak ve faaliyette bulunacaktır.

Modelde derneşik şokun, θ_t , zaman içinde sabit olan dağılım fonksiyonu, $F(\theta_t)$, tarafından belirlendiği varsayılmaktadır. Ayrıca her $j \in [0,1]$ bireyi için özel durumla ilgili şokların $(\varepsilon_t(j))$, dağılım fonksiyonundan $(G(\varepsilon_t(j)))$, çekildiği varsayılmaktadır.

Modeldeki varsayımlardan bir diğeri bireylerin finansal araçlarla yaptıkları sözleşmelerin kurulmasının maliyetli olmasıdır. Aracı kurumsal yapının kurulmasının maliyetli olduğu durumda kurumsal oluşum daha az kullanılarak tasarrufa gidilecektir.

Bireylerin, bilgiyi toplamak ve işlemek amacıyla kendi aralarında bir koalisyon $(A, j \in [0,1])$, oluşturmaları üretim faaliyetini koordine eder ve projeler arasında riski yayar. Modelde ilk olarak her bireyi ticaret sendikasına dâhil etmeye ilişkin bir defalık bir götürü maliyetin olduğu varsayılarak koalisyon kurmanın sabit bir maliyeti olduğu ve bu maliyetin $\alpha \int_A d\lambda(j)$ olacağı belirtilmiştir. İkinci olarak her dönem her bireyin sendikaya yatırdığı fon miktarına uygulanan $1 - \gamma$ oranında bir maliyet olduğu farzedilmiştir. Sonuç olarak verili bir dönemde birey j , kooperatife $i(j)$ birim sermaye yatırır, finansal yapının işleyişiyle ilgili toplam değişken maliyet $(1 - \gamma) \times \int_A i(j) d\lambda(j)$ olacaktır. Eğer ticaret anlaşmaları/sözleşmeleri doğacak olursa bu oransal maliyetler açıkça çok yüksek olamaz.

Modelin varsayımlarından bir diğeri γ , δ ve $F(\cdot)$ 'nin, $\int \theta dF(\theta) < \int \gamma \max(\delta, \theta) dF(\theta)$ kısıtına göre belirlenebilir olduğudur. Bireyler arasında bu şekilde koalisyonlar kurulduğu durumda bilgi, kamu malı haline gelmekte, her girişimci, gerçekleşen proje getirileriyle ilgili bilgiye ulaşabilmektedir. Bu bilgi, derneşik şokun büyüklüğü hakkında yararlı bilgiler içereceğinden, girişimcinin üretime yönelik daha iyi kararlar alabilmesini sağlar (ancak böyle bir bilgi kamu malı halinde olsa bile, hiçbir bireysel girişimci bunu ilk olarak kendisi üretmek istemeyecek, bekleyerek diğerlerinin deneyimlerini görmeyi tercih edecektir. Dolayısıyla bireysel girişimcilerin üretim planlamalarının içinde bulunan bir koordinasyon sorunu vardır. Ticaret anlaşmaları ile bu sorunun üstesinden gelinebilecektir). Bireyler arasında kurulan koalisyonların bir diğer faydası, bireysel

üretim projeleriyle ilgili özel durum riskini dağıtmaya ilişkindir. Son olarak da, bireye tüketimini zaman içinde transfer edebilme fırsatı sağlamasıdır.

Aracılar sundukları hizmet karşılığında belirlenmiş rekabetçi bir ücret talep eder. Modelde ekonomideki bir bireyin $t-1$ döneminde, bir birey kümesi (A_{t-1}), için (α maliyetine) bir aracılık rolü üstlendiği farzedilmiştir. Bu aracı, bir defaya mahsus olarak talep ettiği bir q ücretinin yanısıra, bireyin projesini işletme hakkına sahip olmasına karşılık olarak, $t+j-1$ gibi herhangi bir dönemde yatırımı yapılan birim sermaye başına, $r(Q_{t+j})$ getirisi sağlayacağı sözünü vermektedir. Aracının amacı kâr maksimizasyonu olduğundan, gerçekleştirdiği aracılık faaliyetinde mümkün olan en etkin planı uygulayacaktır. Bu sonucu takiben aracı t dönemi için, her dönemde aşağıdaki gibi bir yatırım planı izler.

Öncelikle j kişinin, $t-1$ dönemi sonunda aracıyla $i_{t-1}(j)$ birim sermaye yatırımı yaptığı farzedilmektedir. Bu durumda aracının, yatırılan bu miktardan t döneminde yatırımını yapması gereken derneşik sermaye miktarı, $\gamma \times \int_{A_{t-1}} i_{t-1}(j) d\lambda(j)$ 'dir. Aracı yüksek riskli – yüksek getirili projeleri (bu tür projeler τ ile gösterilmiştir) A_{t-1} kümesinden tesadüfî olarak seçmektedir; seçilen bu proje kümesi A_{t-1}^e ile ifade edilmektedir. Seçilen bu deneme projelerinin her biri, $\gamma K_t = [\gamma \int_{A_{t-1}} i_{t-1}(j) d\lambda(j)] / [\int_{A_{t-1}} d\lambda(j)]$ miktarıyla fonlanmakta olup bu projeler üzerinden gerçekleşen ortalama net getiri oranı, $\hat{\theta}_{t\tau}$;

$$\hat{\theta}_{t\tau} = \frac{\gamma}{\tau} \left(\theta_{t\tau} + \sum_{m=1}^{\tau} \epsilon_{tm} \right) \quad (3.22)$$

şeklinde dir. Eğer $\hat{\theta}_{t\tau} > \gamma\delta$ durumu söz konusu ise aracının işlettiği diğer yüksek riskli – yüksek getirili projelerin her biri γK_t birim sermayeyle fonlanacaktır; aksi takdirde aracı, kaynaklarını güvenli projelere yatıracaktır.

Araştırma amacıyla seçilen üretim teknolojilerinin sayısı, aracının proje portföyünün büyüklüğüne göre önemsizdir. Daha açık olarak deneysel projeler kümesinin, A_{t-1}^e , (Lebesgue) ölçüsü sıfırdır. Sonuç olarak bu deneme projelerinin oynadığı bilgisel rol önemlidir; onun dışında söz konusu projelerin aracının elde

ettiği kâr üzerindeki etkisi ihmal edilebilir niteliktedir. Dolayısıyla aracının üretim faaliyetlerinin net getiri oranı veya $z(\theta_t, \hat{\theta}_{t\tau})$,

$$z(\theta_t, \hat{\theta}_{t\tau}) = \begin{cases} \frac{\gamma \int_{A_{t-1}-A_{t-1}^e} [\theta_t + \epsilon_t(j) d\lambda(j) + \hat{\theta}_{t\tau} \int_{A_{t-1}^e} d\lambda(j)]}{\int_{A_{t-1}} d\lambda(j)} = \gamma \theta_t & \hat{\theta}_{t\tau} > \gamma \delta \text{ ise,} \\ \frac{\gamma \delta \int_{A_{t-1}-A_{t-1}^e} d\lambda(j) + \hat{\theta}_{t\tau} \int_{A_{t-1}^e} d\lambda(j)}{\int_{A_{t-1}} d\lambda(j)} = \gamma \delta & \hat{\theta}_{t\tau} \leq \gamma \delta \text{ ise} \end{cases} \quad (3.23)$$

şeklindedir. Buna göre şu ön sav belirtilebilir; $\tau \rightarrow \infty$ oldukça, $z(\theta_t, \hat{\theta}_{t\tau}) \rightarrow \gamma \max(\delta, \theta_t)$ olacağı hemen neredeyse kesindir. Eğer $\theta_t = \delta$ ise bu durumda $\hat{\theta}_{t\tau}$ 'nin değeri ne olursa olsun $z(\theta_t, \hat{\theta}_{t\tau}) = \gamma \delta$ olur. O halde burada $z(\theta_t, \hat{\theta}_{t\tau}) = \gamma \max(\delta, \theta_t)$ 'dir. Alternatif olarak $\theta_t \neq \delta$ olduğunu düşünelim. Bu durumda $\tau \rightarrow \infty$ oldukça, hemen hemen kesinlikle $\hat{\theta}_{t\tau} \rightarrow \gamma \theta_t$ olur. Bu nedenle $\theta_t \neq \delta$ olduğu durumda $\tau \rightarrow \infty$, $z(\theta_t, \hat{\theta}_{t\tau}) \rightarrow \gamma \max(\delta, \theta_t)$ olacağı hemen neredeyse kesindir.

Rekabetçi dengede finansal aracılık nedeniyle gerçekleşen kâr, sıfırdır. Çünkü α maliyetine tabi olmaya gönüllü ekonomideki her birey, kendisini bir aracı olarak belirleyebilir.

Aracılık için sıfır kâr koşulu aşağıdaki gibidir:

$$[\gamma \max(\delta, \theta_t) - r(\theta_t)] \int_{A_{t-1}} i_{t-1}(j) d\lambda(j) + \gamma \max(\delta, \theta_t) (q - \alpha) \int_{A_{t-1}^e} d\lambda(j) = 0 \quad (3.24)$$

A'_{t-1} , $t-1$ döneminde aracıyla ilk defa sözleşme yapan ajanları göstermektedir. Aracıların yatırım sahibi bireylere sundukları getiri oranı i) şirketten kaynaklanan özel üretim riskinden yoksun ve ii) riskli teknolojinin derneşik getirisi, taahhüt edilen kaynakların fırsat maliyetinin altına düştüğünde, ortaya çıkabilecek potansiyel kayıplardan korunmuş niteliktedir. Yatırımcılar aynı zamanda, aracıyla iş anlaşması kurmanın bir defaya mahsus maliyetini tam olarak kompanse eden yalnızca götürü

bir ücretle yükümlüdür. Ayrıca araçlar iktisadi sistemdeki kaynakları, en yüksek getiriye elde edecekleri yerlere dağıtır.

Bu çalışmada Greenwood ve Jovanovic (1990) araçların bilgiyi toplama ve analiz etmedeki rolünü ve bu vasıta ile fonların ekonomide en yüksek sosyal getiriye getirecekleri yere ulaşmasını kolaylaştırmadaki rolünü vurgulamaktadır. Yukarıda belirtilen modele, endüstriye özgü şoklar katılmış ve riskli teknolojinin çeşitli sektörlerde etkili olduğu varsayılmıştır. Riskli teknoloji modelde, $y_t = [\theta_t + v_t(l) + \varepsilon_t(j)]i_{t-1}$ şeklinde formülize edilmektedir. Araçlar her l endüstrisi için $\theta_t + v_t(l)$ 'yi riske karşı koruyamayabilmektedir. Eğer ekonominin derneşik durumu garanti edilmiş durumdaysa, yani eğer bazı endüstriler için $\theta_t + v_t(l) > \gamma\delta$ ise fonlar, en yüksek v_t 'ye sahip sektörlerle yönlendirilecektir. Aksi takdirde kaynaklar güvenli teknolojiye yatırılacaktır.

Cari yatırım sözleşmesinin koşulları bütün bireyler için cazip olmayabilir. Bireylerin, aracılık teknolojisine girerek elde etmeyi bekledikleri getiri miktarı, bu katılım için katlanılması gereken maliyete değmeyebilir. Bu noktada aracılık sektörüne katılımın incelenmesi gerekir.

Cari dönemde aracılık sektörünün dışında olan bir bireyin t dönemindeki karar alması nasıl gerçekleşecektir? Bu bireyin bu dönemdeki hareketleri modelde şu dinamik programlama probleminin sonucuyla özetlenmektedir:

$$w(k_t) = \max_{s_t, \phi_t} \{ \ln(k_t - s_t) + \beta \int \max [w(s_t(\phi_t(\theta_{t+1} + \varepsilon_{t+1}) + (1 - \phi_t)\delta)), \nu(s_t(\phi_t(\theta_{t+1} + \varepsilon_{t+1}) + (1 - \phi_t)\delta) - q)] dF(\theta_{t+1}) dG(\varepsilon_{t+1}) \} \quad (3.25)$$

Burada s_t , bireyin t dönemindeki tasarruf miktarı ve ϕ_t , bireyin portföyündeki yüksek riskli-yüksek getirili yatırımlarının oranıdır. $\nu(s_t(\phi_t(\theta_{t+1} + \varepsilon_{t+1}) + (1 - \phi_t)\delta) - q)$ ise eğer birey aracılık sektörüne $s_t(\phi_t(\theta_{t+1} + \varepsilon_{t+1}) + (1 - \phi_t)\delta) - q$ birim sermayeyle girerse, bireyin $t+1$ 'deki elden çıkarma durumunda gerçekleşecek olan beklenen hayat boyu faydasını temsil eder. Bu maksimizasyon problemine göre birey, $t+1$ döneminde hangi seçimin en yüksek beklenen faydayı sağlayacağına bağlı olarak aracılık sektörüne girer veya onun dışında kalır. Buradan $w(k_t)$, k_t birim sermayesi olan bir bireyin, aracılık sektörüne katılmamayı seçtiği durumda, t dönemindeki beklenen hayat boyu faydasını verir.

Cari dönemde aracılık sektörünün içinde olan, t dönemindeki bir birey için söz konusu olan dinamik programlama modeli ise şu şekilde verilmektedir:

$$v(k_t) = \max_{s_t} \left\{ \ln(k_t - s_t) + \beta \int \max[w(s_t r(\theta_{t+1})), v(s_t r(\theta_{t+1}))] dF(\theta_{t+1}) \right\} \quad (3.26)$$

Herhangi bir t döneminde k_t miktarındaki bir sermaye donanımı, aracılık sektöründe işlem yapan bir yatırımcı için, söz konusu sektörün dışında olan bir yatırımcı için olduğundan daha değerlidir; yani $v(k_t) > w(k_t)$ 'dir. Çünkü aracı ile değişim yapıldığı takdirde, birim sermaye başına, otofinansmanın sağladığından daha iyi bir getiri dağılımı sağlanır. Böyle bir durumda ise bir birey aracılık sektörüne bir kere girerse bir daha bu sektörden çıkmayacaktır.

Cari t dönemine kadar, aracıyla ticaret yapmaya ilgisi olmayan rasgele seçilmiş bireyler kümesinde, bu bireylerin her biri şimdi aracılık sektörüne girip girmeyeceğine karar vermelidir. Aracılığa giriş maliyetinin götürü olduğu durumda, $\bar{k} \geq \underline{k}$ eşik seviyesinin üzerinde bir donanım miktarına sahip bireyler değişim ağına katılacak, buna karşın $\underline{k} > 0$ seviyesinin altında bir sermaye stokuna sahip bireyler ise değişim ağının dışında kalacaktır.

Özetle rekabetçi bir dengede⁷,

(i) Piyasa sektöründe yer alan yatırımcı bireyler için $w(k_t)$ ve $r(\theta_{t+1})$ verili iken $v(k_t)$ ve $s(k_t)$ fonksiyonları (3.26)'yı çözer. Yatırımcılar t döneminde bu sektörde kalmaya veya sektörden çıkmaya $v(k_t) > veya < w(k_t)$ olma durumuna göre karar vereceklerdir.

(ii) Piyasa sektörü dışındaki yatırımcı bireyler için $v(k_t)$, $r(\theta_{t+1})$ ve q verili iken $w(k_t)$, $s(k_t)$ ve $\phi(k_t)$ fonksiyonları (3.25)'i çözer. Bireyler t döneminde $v(k_t - q) < veya > w(k_t)$ olma durumuna göre aracıyla işlem yapmayı veya yapmamayı seçerler.

(iii) Bütün aracılar $r(\theta_{t+1}) = \gamma \max(\delta, \theta_{t+1})$ miktarında bir getiri ödeyerek ve $q = \alpha$ miktarında bir üyelik ücreti alarak sıfır kâr elde ederler.

⁷ Greenwood ve Jovanovic (1990) **rekabetçi dengeyi**, değerler fonksiyonları ($v(k_t)$ ve $w(k_t)$), tasarruf kuralları ($s(k_t)$ ve $\phi(k_t)$) ve fiyatlandırma fonksiyonları ($r(\theta_{t+1})$ ve q), kümesi şeklinde tanımlamaktadır.

Yapılan bu tanım doğrultusunda rekabetçi dengenin yarattığı dağılımlar Pareto optimaldir.

Sonuç olarak Greenwood ve Jovanovic (1990) finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu ileri sürmektedirler. Finansal sektör ekonomideki fon ticaretini iki yolla kolaylaştırmaktadır. Bunlardan ilki, bireylerin kendi çabalarıyla piyasadan kolaylıkla elde edemeyecekleri bilgiyi toplayarak analiz etmeleri ve bunu yatırım yapmak isteyen bireylere belli bir bedel karşılığında sunmalarıdır. Böylelikle ekonomide daha yüksek bilgi seviyesine ulaşan bireyler, fonlarını daha yüksek getirili yatırımlara yönlendirebileceklerdir. İkinci olarak ise finansal kurumlar bireysel yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları riski yaymak suretiyle daha güvenli yatırım olanakları sağlar. Fonların daha yüksek getirili ve daha güvenli yatırım projelerine kanalize edilmesi iktisadi büyümeyi artırır. Ekonomide gerçekleşen büyüme ise bireylerin gelir seviyelerini yükselterek, maliyetli olan finansal kurumlarda işlem gerçekleştirebilmeleri için gerekli olan kaynağı sağlayarak finansal hizmetlere olan talebin artmasına neden olur. Böylelikle büyümenin bir sonucu olarak finansal hizmet talebinin artması ile birlikte finansal yapı daha da gelişecektir. Sonuç olarak Greenwood ve Jovanovic (1990) kurdukları modelde bir ülkedeki finansal sistemin gelişimiyle iktisadi büyüme arasında pozitif ve çift yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

3.3.3.2 King ve Levine Modeli (1993b)

İçsel büyüme temeline dayalı finans literatürüne yapılmış olan bir diğer katkıyı, King ve Levine'in 1993 yılında yaptıkları çalışma teşkil etmektedir (King, Levine, 1993b). King ve Levine (1993b) çalışmalarında finansal sistemler ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi ele almışlardır. Bu çalışmada finansal sistemin, muhtemel girişimcileri değerlendiren, tasarrufları, verimliliği artırması en umut verici olan faaliyetleri finanse edecek şekilde mobilize eden, yenilik (innovation) faaliyetleriyle ilgili riskleri çeşitlendiren ve mevcut yöntemlerle mevcut malların üretiminden ziyade, yenilik faaliyetlerinden beklenen kârları ortaya koyan içsel bir büyüme modeli kurmuşlardır. Daha gelişmiş finansal sistemler başarılı yeniliklerin yapılmasını daha olası kılacak ve bu nedenle iktisadi büyümeyi hızlandıracaktır. Benzer şekilde finansal sektördeki çarpıklıklar da, yeniliklerin yapılma oranını azaltarak iktisadi büyüme oranını düşürecektir.

King ve Levine (1993b) finansal aracıları, yenilikçi faaliyeti finanse etmek için kurulan, işletme dışı fonları mobilize eden kurumlar olarak tanımlamaktadır. Finansal aracılar, yüksek maliyetler gerektiren yeniliğin yapılması sürecinde önemli bir rol oynamamakta, fakat yenilik tanımlandıktan sonra, bu yeniliğin piyasada kullanıma hazır hale gelmesinde, dolayısıyla verimliliğin artması sürecinde rol oynamaktadır. Yine aracıların etkinliği de yenilik faaliyetlerini etkiler; çünkü yapılan başarılı yeniliklerin mükâfatı, piyasaya, yeni veya geliştirilmiş finansal ürünlerin getirilmesine bağlıdır. Bu nedenle modelde aracılar yenilik faaliyetlerini direkt olarak finanse etseler bile, modelin temel sonuçları, yeni ürünlerin ve üretim yöntemlerinin piyasaya yayılması sürecinde yer alan finansal sistemlere ilişkindir.

King ve Levine (1993b) modellerini, yeniliklerin, geçici tekellere kâr arayışı ile tetiklendiği meşhur Schumpeterci görüşe dayandırmaktadır. Modelde finansal aracıların en iyi üretim teknolojilerini belirlemelerinin yanı sıra, yeni ürünleri ve üretim süreçlerini başarılı bir şekilde başlatma şansının en yüksek olduğunu öngördükleri girişimcileri de belirleyerek, teknolojik yeniliklerin meydana gelmesine destek olmaları şeklindeki diğer Schumpeterci görüş de yer almaktadır⁸.

King ve Levine (1993b)'in modelde ele aldıkları yenilikçi faaliyet tanımında, yeni ürünlerin icat edilmesinin yanı sıra mevcut ürünlerin geliştirilmesi, yüksek maliyetlerle diğer ülkelerden teknolojinin elde edilmesi ve mevcut malların yeni üretim veya iş yöntemleri kullanılarak üretilmesi de yer almaktadır. Bu modelde de Schumpeter (1911)'de olduğu gibi finans-yenilik ilişkisinin iktisadi büyüme sürecinin temeli olduğuna inanılmaktadır.

Modelin temelinde rasyonel yatırım kararları sonucunda meydana gelen verimlilik artışı, içsel olarak belirlenmektedir. Bu süreçte finansal sistem verimlilik arttırıcı faaliyetlere yapılan yatırım kararlarını iki yolla etkiler. İlk olarak finansal sistemler muhtemel girişimcileri değerlendirerek, en çok gelecek vaat eden girişimcilere finansman imkânı sağlar. Finansal kurumlar bu araştırmaları, değerlendirmeleri ve denetleme hizmetlerini bireysel bir yatırımcının yapabileceğinden çok daha etkin ve çok daha düşük bir maliyetle gerçekleştirebilir. Diğer yandan finansal kurumlar kaynakları mobilize ederek girişimcilere daha uygun

⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. Joseph Schumpeter (1911); "Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker and Humblot", [The Theory of Economic Development, 1912, İngilizce Çeviri: R. Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.]

finansman koşulları sağlar. Netice itibariyle girişimcilerin değerlendirilmesi ve sınıflandırılması, verimlilik arttırıcı faaliyetlere yapılan yatırımların maliyetini düşürür. Bu nedenle finansal sektörde meydana gelmiş olan bozulmalar (distortions) iktisadi büyüme oranını düşürebilir.

King ve Levine (1993b)'in yapmış oldukları bu çalışmada son zamanlardaki teorik çalışmalardan farklı olarak finansal kurumların girişimsel faaliyetleri değerlendirmede, yönetmede ve finanse etmede önemli bir rol oynadıkları vurgulanmaktadır. Finansal kurumların ifade edilen bu rolleri verimlilik artışına yol açar. Verimlilik artışı ise iktisadi büyüme üzerindeki temel rolünden ötürü, finansın baskın (dominant) etkiye sahip olduğu kanalı teşkil etmektedir.

Finans ve yenilikçi faaliyet ilişkisini kurmak için King ve Levine (1993b) finansal sistemin sunduğu dört hizmete olan talebi vurgulayan temel bir model oluşturmuşlardır. İlk olarak yatırım projeleri değerlendirilerek bu projelerden en çok 'gelecek vaat edenler' belirlenmelidir. Muhtemel girişimcilerin projelerini değerlendirmenin sabit maliyetleri yüksek olduğundan, bu görevi yerine getirmesi için bu konuda uzmanlaşmış kurumlara ihtiyaç vardır.

İkinci olarak projelerin gerçekleştirilmesi için gerekli olan kaynak miktarının büyüklüğü, fonların çok sayıdaki küçük tasarruf sahibi bireyden toplanmasını gerekli kılmaktadır. Bu nedenle finansal sistemlerin söz konusu projeler için yeterli miktardaki kaynağı mobilize etmesi önemlidir.

Üçüncü olarak yenilik (inovasyon) girişimlerinin sonuçları belirsizdir. Bu nedenle finansal sistemlerin bireylere ve girişimcilere bu belirsizlikten doğabilecek olan riskleri çeşitlendirmek için araçlar sağlaması arzu edilir.

Dördüncü olarak verimlilikte artış sağlanabilmesi için bireylerin mevcut yöntemlerle mevcut malları üretmesinden ziyade, yenilik getirici riskli faaliyetlerle uğraşması gerekir. Gerçekleştirilen yeniliklerin beklenen karşılığı, bir endüstrinin verimlilik lideri olmaktan dolayı artan kâr akışı olduğundan, finansal sistemin bu karların beklenen iskontolu değerini doğru bir şekilde ortaya koyması önemlidir. Dolayısıyla King ve Levine (1993b)'in modeli finansal sistemin sunduğu dört hizmete bir talep doğurmaktadır. Bu nedenle daha gelişmiş bir finansal sistem daha yüksek nitelikli girişimci ve projeleri seçerek, bu girişimciler için dış finansmanı daha etkin bir şekilde mobilize ederek, yenilikçi faaliyetlerin riskini çeşitlendirmek

için daha üstün araçlar sağlayarak ve belirsizlik içeren yenilik faaliyetleriyle ilgili potansiyel yüksek karları daha doğru bir şekilde ortaya koyarak verimlilik artışını hızlandıracaktır. Finansal sistemlerin gelişmiş olması, verimlilik artışını bu yollarla hızlandırarak iktisadi büyümeyi tetikler.

King ve Levine (1993b)'in kurdukları modelde yer verilen yenilik faaliyetleri, belli bir girişimciye, birçok sayıdaki yarı mamulden birini geçici olarak rakiplerinden daha düşük bir maliyete üretmesine izin vermektedir. Halkın üstlendiği yenilikçi faaliyetlerin kapsamı iktisadi büyüme oranını belirlemektedir. Dolayısıyla King ve Levine (1993b) çalışmalarında finansal sistemin, büyümenin ana motoru için gerekli olan, yağa benzer bir işlev gördüğünü ifade etmektedir. Finansal hizmetlerin daha gelişmiş olması yenilikçi faaliyetlerin kapsamını genişletmekte, etkinliğini arttırmakta ve bu suretle iktisadi büyümeyi hızlandırmaktadır.

King ve Levine (1993b) yenilikçi faaliyetlerin belirsizlik içermesinden ötürü riskli olması nedeniyle, söz konusu riski çeşitlendirmenin teknolojik gelişme anlamında yenilik faaliyetlerini tetikleyebileceğini göstermiştir. İktisadi ajanlar kârlı bir piyasa bölümü elde edebilmek için sürekli bir biçimde teknolojik gelişme sağlamaya çalışırlar. Bununla birlikte yenilik faaliyeti risk içeren bir faaliyettir. Bireylerin portföylerinde bulundurdıkları yenilik yaratıcı projeler ne kadar çeşitli ise risk de o kadar azalır. Söz konusu bu durum, büyümeyi arttırıcı olan yenilik yaratıcı faaliyetlere yapılan yatırımı destekler. Dolayısıyla risk çeşitlendirmeyi kolaylaştıran finansal sistemler teknolojik değişimi ve iktisadi büyümeyi de hızlandırabilir.

3.3.4 Diğer Modeller

3.3.4.1 Pagano Modeli (1993)

Pagano 1993 yılında yaptığı çalışmasında finansal piyasaların gelişiminin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini incelemiş ve söz konusu çalışmada en basit içsel büyüme modeli olan AK modelini kullanmıştır. Bu nedenle Pagano (1993)'nun kurduğu model bu konuda yapılan son çalışmaların özlü bir gösterimini sağlamaktadır.

Modelde üretim fonksiyonu,

$$Y_t = AK_t \quad (3.27)$$

şeklinde verilmektedir. Y_t , derneşik çıktıyı ve K_t , derneşik sermaye stokunu gösterir. A parametresi sermayenin sosyal marjinal verimliliğini ifade etmekte olup sermaye stokunda meydana gelen değişim,

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \quad (3.28)$$

ile gösterilmektedir. Burada Pagano (1993) örtülü olarak nüfus artışının sabit olduğunu ve yatırım ve tüketim için yalnızca bir malın üretildiğini varsaymaktadır. Bu nedenle ekonomide gerçekleşen brüt yatırım miktarı (I_t), yapılan net yatırım miktarı ($K_{t+1} - K_t$) ile ayrılan amortisman miktarının (δK_t) toplamına eşittir (δ amortisman oranıdır). Bir başka deyişle (3.28) numaralı denklem her dönem δ oranında değer yitiren sermayeye dönem başına yapılan brüt yatırımı ifade etmektedir.

Devletin yer almadığı kapalı bir ekonomi varsayıldığında milli gelir özdeşliğine göre brüt tasarruf miktarı (S_t), brüt yatırım miktarına (I_t) eşit olmaktadır. Pagano (1993) tasarrufların üretken projelere dağıtılmasının finansal araçlar bakımından oransal bir maliyetinin olduğunu varsaymış ve bu maliyeti $(1 - \phi)S_t$ ile göstermiştir. Dolayısıyla brüt sermaye teşekkülüne tahsis edilebilen tasarruf miktarını şu şekilde göstermektedir;

$$\phi S_t = I_t \quad (3.29)$$

Modelde (3.27) numaralı eşitlikten,

$$\frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{K_t - K_{t-1}}{K_{t-1}} = g_t \quad (3.30)$$

ifadesi elde edilmiştir. Dolayısıyla burada t dönemindeki büyüme oranı g_t olarak ifade edilmektedir. Diğer yandan brüt tasarruf oranı $s_t = S_t / Y_t$ şeklinde tanımlanmaktadır. (3.28) numaralı denklem bir dönem gecikmeli olarak alınarak, elde edilen ifade yukarıdaki denklemde kullanıldığında ve (3.29) ve (3.30) numaralı denklemler de kullanılarak durağan durum büyüme oranı,

$$g = A(I / Y) - \delta = A\phi s - \delta \quad (3.31)$$

şeklinde elde edilmiştir.

Bu eşitlikten yola çıkarak Pagano (1993), finansal aracılığın, yatırımlara kanalize olan tasarruf miktarını (ϕ) değiştirmek ve sermayenin sosyal marjinal verimliliğini (A) ve brüt tasarruf oranını (s) etkilemek suretiyle durağan durumdaki iktisadi büyüme oranını arttırabileceği sonucuna ulaşmıştır. İlk olarak finansal aracılığın gelişmesi ile ϕ oranı artabilir. Söz konusu oranın artması, aracılık sürecinde meydana gelen etkinlik artışı nedeniyle finans sektöründe daha az sızıntı olması anlamına gelir. Diğer bir deyişle $(1-\phi)$ oranının azalması ile tasarrufların daha büyük bir kısmı yatırımlara kanalize olacaktır. İkinci olarak finansal aracılık faaliyetleri çeşitli yollarla sermayenin üretkenliğini arttırabilir. Finansal kurumların özellikle mevcut yatırım projelerini elemesi ve denetlemesi ve riski iktisadi ajanlar arasında yeniden dağıtması ve bu şekilde, tasarrufların en üretken yatırım projelerine kanalize olmasını sağlaması nedeniyle toplam sermaye verimliliğini arttırması beklenir. Üçüncü olarak ise finansal gelişme tasarruf oranını etkileyebilir. Bireyleri daha az tasarruf etmeye teşvik eder; çünkü etkin bir risk dağılımı, ihtiyati tasarruflara olan ihtiyacı azaltır ve çünkü daha çok kredi elde edilebilir hale geldikçe, var olan likidite kısıtı rahatlar. Bununla birlikte Pagano (1993) literatürde, finansal piyasalar geliştikçe tasarruf oranının yükseldiği modellerin de yer alması nedeniyle, tasarruf oranı üzerindeki toplam etkinin kesin olmadığını belirtmektedir.

Finans piyasalarında meydana gelen gelişme her ne kadar ϕ ve A 'yı kesin olarak yükseltse de Pagano (1993), finansal gelişmenin brüt tasarruf oranı üzerindeki etkisinin belirsiz olduğunu vurgulamaktadır. Bir ekonomide finansal aracılığın oluşmasıyla, tasarruf sahiplerine daha sağlam getiri sağlanacağından, finansal araçların ortaya çıkmasının brüt tasarruf oranı ve dolayısıyla iktisadi büyüme üzerindeki etkisi belirsiz olacaktır. Bunun nedeni ihtiyati tasarruf literatürüne dayanan, tasarrufun riske olan tepkisinin, tasarruf sahiplerinin riskten kaçan bireyler olmasına bağlı olduğu görüşüdür. Diğer yandan sınırlayıcı borç kısıtları, hane halklarını daha fazla tasarruf etmeye teşvik eder ve dolayısıyla iktisadi büyümenin artmasına neden oluşturur. Bu yüzden borçlanma kısıtlarını rahatlatan finansal gelişme, büyüme oranını düşürebilir. Son olarak tasarrufların reel getirilerini arttıran finansal serbestleşme aynı zamanda, tasarrufların reel faizlere olan tepkisinin belirsiz olması nedeniyle brüt tasarruf oranı ve iktisadi büyüme oranı üzerinde de belirsiz etkilere sahip olabilir.

3.3.4.2 Berthelemy ve Varoudakis Modeli (1996b)

Finansal gelişme ve büyüme ilişkisini içsel büyüme modelleri çerçevesinde ele alan bir diğer çalışma Berthelemy ve Varoudakis (1996b) tarafından gerçekleştirilmiştir. Berthelemy ve Varoudakis (1996b)'in modeli, finansal sektör ve reel sektör arasındaki etkileşime dayanmaktadır. Bu iki sektör arasında meydana gelen karşılıklı dışsallıklar, *yaparak öğrenme* süreciyle gerçekleşen içsel büyüme çatısında ele alınmak suretiyle bir model oluşturulmuştur.

Çalışmada, ekonomideki reel ve finansal sektörler arasında karşılıklı etkileşimin olduğu içsel bir büyüme modeli çerçevesinde meydana gelen çoklu durağan durum dengeleri ele alınmaktadır. Söz konusu durağan durumlardan biri, finansal sektörün olmadığı ve ekonominin durgun olduğu bir yoksulluk tuzağına yol açmaktadır. İkinci durağan durum ise pozitif bir içsel büyümeyle ve finansal aracılık faaliyetlerinin normal bir gelişmişlik düzeyinde olmasıyla karakterize edilmektedir.

Berthelemy ve Varoudakis (1996b)'in çalışmasında reel sektördeki *yaparak öğrenme* dışsallıkları, uzun dönemli büyümenin kaynağını oluşturmaktadır. Modelde finansal sektör Cournot tipi bir oligopol çerçevesinde işlemektedir. Finansal sektördeki rekabetin amacı hane halkı tasarruflarını toplamaktır. Modelde finansal sektör büyüklüğünün, piyasada rekabet eden banka sayısına bağlı olarak, finansal aracılığın temerküzü ve kâr marjı üzerinde negatif bir etkisi olduğu vurgulanmaktadır. Bir diğer ifadeyle finansal aracılık hizmeti sunan bankaların sayısı arttıkça ortaya çıkan rekabet çerçevesinde söz konusu aracı kurumların bu hizmetler dolayısıyla elde edecekleri kâr marjı da azalacaktır. Ancak ortaya çıkan rekabet çerçevesinde bankacılık sektörünün gelişimi tasarrufların net getiri miktarını yükseltecek ve sermaye birikimini hızlandırarak büyümeyi arttıracaktır.

Sonuç olarak Berthelemy ve Varoudakis (1996b) finansal sektörün, sermayenin etkinliği ve dolayısıyla büyüme üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu ve reel sektörün de, tasarruf hacmi aracılığıyla finans sektörü üzerinde dışsal bir etki yarattığını ifade etmektedir. Finansal sektör, yatırım fırsatlarına ilişkin gereken bilgileri toplayarak ve topladığı bu bilgileri analiz ederek tasarrufları verimli kullanım alanlarına kanalize edecektir. Buna karşın reel sektörde meydana gelen bir büyüme tasarruf hacminde artışa yol açacaktır. Finansal piyasaların hacminde meydana gelen genişleme, *yaparak öğrenme* yolu ile bu sektördeki rekabeti ve teknik etkinliği arttıracaktır. Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında gerçekleşen bu

iki yönlü nedensellik ilişkisi kümülatif bir süreci beraberinde getirecek, bu da çoklu dengenin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Berthelemy ve Varoudakis (1996b)’e göre finansal gelişme yeterli bir düzeye ulaşamaz ise, bu durum ülkelerin yoksulluk tuzağına düşmelerinin bir nedeni olabilecektir.

3.4 Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme İlişkisine Temel Teşkil Eden Çalışmalar

3.4.1 Gershenkron Modeli (1962)

Gershenkron (1962) finansal gelişme ve büyüme ilişkisini özellikle bankacılık sektörünün bu konudaki önemini vurgulayarak açıklamaya çalışmıştır. Analizinde yer alan temel kavram “iktisadi geri kalmışlık”tır. Sanayileşmenin arifesinde olan bir ülkenin sanayileşme sürecindeki rotası bazı hususlar bakımından, iktisadi geri kalmışlık derecesine bağlı olarak, kendisinden önce sanayileşme sürecine giren ve iktisadi geri kalmışlık düzeyi kendisinininkinden farklı olan bir diğer ülkeye göre değişiklik gösterebilir. Geri kalmış ülkeler, iktisadi büyümeyi hızlandıracak kurumlara ilişkin birtakım önkoşullara sahip olmadıkları taktirde bu eksikliklerini, yatırım bankaları kurmak ve sosyal sabit sermaye ile sanayi sektörüne yönelik kamu harcamaları yapmak suretiyle giderebilir ve kendilerinden önce sanayileşen ülkelerin kişi başına gelir ve işgücü verimlilik düzeylerini yakalayabilirler.

Gershenkron (1962) Avrupa ülkelerini “gelişmiş”, “ılımlı geri kalmış” ve “aşırı geri kalmış” olarak üç gruba ayırmıştır. Geliştirdiği hipoteze göre, bir ülkenin sanayileşmenin başlangıcındaki iktisadi gelişmişlik derecesi, bankacılık sektörünün o ülkedeki rolünü belirlemektedir. Gelişmiş ekonomi olarak adlandırdığı İngiltere’de sanayileşmenin aktif bir finansal sektöre ihtiyaç duyulmadan gerçekleştirildiğini belirten Gershenkron (1962), bunun sebebini bu ülkede sanayileşme döneminin başlangıç aşamasında yatırımların küçük ölçekli olmasına ve buna bağlı olarak az miktarda sermayeye ve uzmanlaşmış girişimciliğe ihtiyaç duyulmasına bağlamaktadır. Ilımlı geri kalmış bir ülke olarak nitelendirdiği Almanya ise sanayileşmeye girerken ileri düzeyde bir teknoloji seviyesine ve büyük ölçekli yatırımlara sahip bir ülke durumunda olması nedeniyle, bu ülkede sanayileşme sürecinde bankacılık sektörü özellikle sermaye tedarikinde önemli bir rol oynamıştır. Gershenkron (1962)’a göre diğerlerine göre daha geri kalmış bir ülke konumundaki

Rusya ise sanayileşme sürecinde daha güçlü bir finansal sektöre ve devletin itici gücüne ihtiyaç duymuştur.

3.4.2 Patrick Modeli (1966)

Patrick (1966) finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini özellikle nedensellik boyutu çerçevesinde incelemiş ve bu ilişkiyi iki boyutta ele almıştır. Her birini iktisadi gelişmenin belirli aşamalarına atfettiği bu iki boyuttan ilkinin “talep çekişli” süreç, diğerini ise “arz itişli” süreç olarak adlandırmıştır.

Patrick (1966)’e göre talep çekişli süreç finansal hizmetlerin talep yanını vurgular. Talep çekişli süreçte ekonomi büyüdükçe finansal hizmetlere ilişkin talepler artar ve söz konusu hizmetlere ilişkin yeni talepler ortaya çıkar; ortaya çıkan bu talepler doğrultusunda finansal hizmetler de gelişir. Bu bakış açısından ele alındığında az gelişmiş ülkelerdeki finansal hizmetlerin az gelişmişliği, bu ülkelerde bu kurumların sunduğu hizmetlere olan talebin son derece sınırlı olmasından kaynaklanmaktadır. Talep çekişli modelde finansal hizmetlerin gelişmesi ve modern finansal kurumların oluşturulması, ekonomideki yatırım ve tasarruf sahiplerinin talebine cevaben gerçekleşmektedir. Yeni oluşan finansal sistemler gerek iktisadi çevre ve kurumsal çatı gibi nesnel nitelikli değişikliklere göre ve gerekse bireysel alışkanlıklar, zevkler ve tercihler gibi öznel niteliklere göre şekillenir.

Reel milli gelirdeki artış oranı ne kadar hızlı olursa, girişimcilerin kendi birikimleri dışındaki fonlara olan ihtiyaçları ve bu nedenle de finansal aracılık hizmetlerine olan ihtiyaç o kadar fazla olacaktır. Farklı sektörler ya da endüstriler arasındaki büyüme oranlarına ilişkin farklılık/değişim arttıkça, tasarrufları, yavaş gelişen endüstrilerden daha hızlı gelişenlere aktarmak amacı ile finansal aracılığa olan ihtiyaç da artacaktır. Böylelikle büyüme sürecinde finansal sistem öncü sektörleri destekleyecektir. Patrick (1966) çalışmasında finansal sektördeki girişimcilik arzının, finansal hizmetlerden sağlanan kâr olanaklarındaki artışa karşı oldukça elastik bir yapı sergilediğini varsaymaktadır. Bu nedenle ekonomideki finansal kurumların sayısı ve çeşitliliği artmakta ve finansal aracılığın gelişimini destekleyen hukuki, kurumsal ve iktisadi çevre koşulları da elverişli hale gelmektedir.

Talep çekişli süreci bu şekilde açıkladıktan sonra Patrick (1966) çalışmasında arz itişli süreci ele almaktadır. Arz itişli süreç, talep itişli süreçten farklı olarak,

henüz finansal hizmet talebi oluşmadan finansal hizmet arzının arttırıldığı durumu ifade etmektedir. Burada finansal aracılığın iktisadi büyümeyi iki yolla tetiklediği belirtilmektedir. İlk olarak ekonomide fonlar küçük tasarruf sahiplerinden büyük yatırımcılara aktarılır. İkinci olarak ise yine finansal sektör aracılığıyla kaynaklar geleneksel sektörden modern sektöre kanalize edilir ve böylelikle modern sektörün gelişimine katkıda bulunulur. Bu süreçte finansal sektör büyümeyi uyaran bir işlev görmektedir.

Patrick (1966) arz itişli süreçteki en önemli unsurun, yaratacağı psikolojik etkilerle ilgili olduğunu ifade etmektedir. Arz itişli süreçte, finansal aracılık hizmetleri doğrultusunda ortaya çıkan büyük miktardaki fonlar ve bu fonların elde edilebilir hale gelmesi, girişimciler üzerinde önemli beklentisel ve psikolojik etkiler yaratacaktır. Patrick (1966) yaratılan bu fonların girişimcileri “büyük” düşünmeye sevkettiğini ve hatta bu süreçte ortaya çıkan en önemli etkinin bu olduğunu ileri sürmektedir.

Ekonomilerde talep çekişli ya da arz itişli süreçlerden hangisinin yaşanacağı genellikle o ülkenin içinde bulunduğu iktisadi gelişmişlik düzeyine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Genellikle iktisadi gelişimin ilk aşamalarında arz itişli süreç hâkim olurken, ekonomi geliştikçe bu durum yerini talep çekişli sürece bırakmaktadır. Dolayısıyla başlangıçta finansal gelişme ve büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi finanstan büyümeye doğru gerçekleşirken, iktisadi büyüme sağlandıkça nedenselliğin yönünün de değiştiği görülmektedir.

3.4.3 Cameron Modeli (1967)

Rondo Cameron 1967 yılında yaptığı çalışmasında hem finansal sistemlerin büyümeyi tetiklediğini ve hem de büyümenin finansal sistemler üzerinde tetikleyici rol oynadığını ileri sürmüştür. Finans ve büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi ortaya koyarken Gerschonkron (1962) ve Patrick (1966)’ten farklı olarak, sunulan finansal hizmetlerin özellikle türünün ve kalitesinin çok önemli olduğu noktasından hareket etmiştir. Bu çerçevede finansal piyasalar içinde özellikle bankacılığın önemine dikkat çekmiştir.

Cameron (1967) finansal aracılığı, küçük fonların, riskten kaçınan tasarruf sahiplerinden, riske karşı nispeten daha az ihtiyatlı yaklaşan girişimci ruhlu bireylere aktarılmasında bir araç olarak nitelendirmektedir. Diğer yandan aracılık

hizmetlerinin yatırımcılar açısından önemli bir teşvik mekanizması olduğunu vurgulamıştır. Borçlanma maliyetlerinin düşmesi, girişimcileri daha büyük ölçekli yatırımlar yapmaları yönünde teşvik edecektir. Finansal sektörün genişlemesi borçlanmanın maliyetini de, bölgelere ve kullanıcılara göre farklılaşma olmaksızın, daha belirgin hale getirecektir. Bir diğer ifadeyle finansal hizmetlerin gelişmesiyle, borçlanmanın maliyeti, borcun kim tarafından ve hangi bölgeden alındığına göre farklılık göstermeyecektir.

Cameron (1967)'a göre bankacılık sisteminin bir diğer önemli katkısı dağılım fonksiyonuna ilişkin olup fonların daha etkin kullanımlara yönelik dağılımını içermektedir. Finansal kurumlar sanayileşmenin ilk aşamalarındaki, genellikle üretken olmayan başlangıç servet stokunun, daha etkin bir biçimde dağılımını mümkün kılacaktır.

Son olarak Cameron (1967) bankaların teknolojik ilerlemeyi arttırmadaki rolü üzerinde durmuştur. Teknik yeniliklerin büyük bir kısmının, özellikle bankacılık hizmetlerinden yararlanan firmalar tarafından gerçekleştirildiğini ifade etmiş, firmaların bankacılık hizmetlerinden yararlanma imkânları ve dolayısıyla borçlanma kabiliyetleri arttıkça finansal yeniliklerin de bu yolla artacağını belirtmiştir.

3.4.4 Goldsmith Modeli (1969)

Goldsmith (1969) finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini incelerken, bir ülkenin finansal yapısının büyüklüğünün, o ülkenin iktisadi büyüme hızında ve niteliğinde ölçülebilir bir farklılık yaratıp yaratmadığı sorunsalından hareket etmiştir.

Goldsmith (1969)'e göre tasarruf ve yatırım fonksiyonlarının birbirinden ayrılması hipotezini gerçekleştirecek bir durumun oluşturulması zor değildir. Bu durum, finansal kurumların oluşturulması ve bunu takiben mevcut finansal varlıkların hacminin genişletilmesinin yanı sıra, yeni finansal varlıkların ortaya çıkarılmasıyla mümkün hale gelecektir. Bunun sonucunda yatırımların etkinliği artacak ve sermaye oluşumunun milli gelire oranı yükselecek, bu yollarla da büyüme oranı artacaktır.

Burada Goldsmith (1969)'in ileri sürdüğü temel fikir, bir ülkedeki finansal yapı ne kadar gelişmiş ise o ülkenin iktisadi büyüme oranının o derece büyük olacağıdır. Bir diğer deyişle burada finansal gelişmenin iktisadi gelişme ve büyüme üzerinde pozitif bir etkisi olduğu temel savından hareket edilmektedir. Goldsmith'in

bu savı iki temel varsayıma dayanmaktadır (Goldsmith, 1969, 372–409). İlk olarak analizde iktisadi ajanların heterojen oldukları kabul edilmektedir. Yani iktisadi ajanların girişimcilik yetenekleri, risk karşısındaki tutumları, bugünkü ve gelecekteki tüketime verdikleri önem ve varlıkları kullanma şekilleri birbirinden farklılık gösterir. İkinci olarak iktisadi hayatta ölçek ekonomileri ve dışsallıkların olduğu kabul edilmektedir.

Finansal kurumlar, girişimcilik yeteneği olmayan ancak elde ettiği gelir düzeyi harcama miktarını aşan iktisadi birimlerin, finansal varlıklar aracılığıyla tasarruf etmelerine, diğer yandan girişimcilik yeteneği olmakla birlikte gelir-harcama düzeyi arasındaki fark, harcamaları lehine olan birimlerin tasarruf eksikliklerini gidererek yatırım yapabilmelerine imkân tanır. Goldsmith (1969)’e göre bu durum yalnızca ekonomideki tasarruf ve yatırım düzeylerini arttırmakla kalmayacak, fakat aynı zamanda yatırımların etkin dağılımını da sağlayacaktır. Bunların bir sonucu olarak finansal piyasaların gelişmesi iktisadi büyüme üzerinde olumlu yönde bir etki meydana getirecektir.

Finansal gelişme iktisadi büyümeyi çeşitli yollarla etkiler. Finansal kurumlar ilk olarak, bu kurumların olmadığı bir durumda iktisadi birimlerin ancak kendi tasarrufları kadar yatırım yapabilme durumunu değiştirerek, tasarruflar ile yatırımlar arasındaki bu “çözülmez bağı” (indissoluble tie) serbest hale getirir (Goldsmith, 1969, 393). Finansal kurumlar iktisadi birimlerin yapacakları yatırımın, tasarruflarına oranla daha az ya da daha çok olmasına imkân verir. Goldsmith (1969) finansal varlıkları “kanal” olarak nitelemekte ve tasarruf edilen kaynakların, bu varlıklar kanalıyla yatırımlara dönüşebileceğini ifade etmektedir. Tasarruf sahipleri yaptıkları tasarruf karşılığında gelir elde ettikçe daha fazla güdülenerek daha büyük miktarlarda tasarruf yapmaya yöneleceklerdir.

Goldsmith (1969)’in ikinci olarak önemle üzerinde durduğu konulardan biri de girişimciler arasında önemli beceri farklılıklarının olmasıdır. Girişimsel olanakların iktisadi ajanlar arasında eşit dağılmamış olması ve farklı iktisadi ajanların farklı becerilere ve amaçlara sahip olması, tasarrufların ve yatırımların hızlandırılmasında finansal kurumlara ve araçlara ihtiyaç doğurur. İktisadi ajanlar aynı girişimsel beceri ve fırsatlara sahip olsalar, yaptıkları yatırımlar üzerinden aynı getiri oranını elde ederler. Bu durumda finansal aracılık mekanizması ile tasarruf ve yatırım fonksiyonlarının birbirinden ayrılması ve yatırım amacıyla tasarrufların

iktisadi ajanlar arasında el değiştirmesinin sağlanması, milli gelir üzerinde pozitif yönlü herhangi bir etki yaratmaz. Ancak gerçek dünyada iktisadi ajanların girişimcilik yetenekleri ve sahip oldukları fırsatlar birbirinden önemli ölçüde farklılaşmaktadır.

Goldsmith (1969) nc olarak özellikle yüksek getirili yatırımların bölünmez olduğu hususunu vurgulamaktadır. Bu nitelikteki büyük ölçekli yatırımlara girişebilmek de, dağınık vaziyetteki küçük miktarlı tasarrufları toplulaştıran ve bölünmez yatırımlar için gerekli olan büyük hacimli tasarrufların oluşumunu sağlayan finansal kurumlara olan ihtiyacın başka bir gerekçesini oluşurmaktadır. Gerçek hayatta üretim süreçlerinin çoğu, herhangi bir üretim biriminin tek başına sağlayamayacağı büyük miktarlarda bir finansmanı gerektirir. Bu nedenle finansal gelişme bu tür yatırımların yapılabilirliğini birçok yatırımcı açısından mümkün hale getirerek büyümeyi pozitif yönde etkiler.

Goldsmith (1969) finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini ampirik boyutta ele alıp inceleyen ilk kişidir. Goldsmith (1969)'in ampirik bulguları çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde ele alınacaktır. Bu alanda yapılmış olan ilk ampirik çalışmayı gerçekleştiren kişi olması nedeniyle Goldsmith (1969)'in çalışması büyük önem taşımaktadır. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan lkelerdeki finansal gelişme-büyüme ilişkisini incelemek üzere daha sonra yapılacak olan birçok çalışmanın tetikleyicisi olmuş, ortaya koyduğu sonuçlar bakımından da birçok ülkenin politika yapıcıları üzerinde önemli etkiler yaratmıştır.

3.5 Finansal Baskı Okulu

Finansal baskı okulu çatısı altında toplanan iktisatçıların ortak görüşleri, kamunun finans piyasalarına müdahalesine ilişkindir. Bu görüşün mensupları kısaca, devletin özellikle öncelikli sektörlere düşük faizli kredi uygulamasının yalnızca finansal piyasaların işleyişini bozmakla kalmayıp, ekonomideki toplam tasarruf miktarını azaltacağını ve bunun da etkin olmayan yatırımlara yol açacağını ileri sürmektedir. Temel görüşleri bu şekilde olan finansal baskı okulu mensuplarının görüşlerine aşağıda ayrıntılı olarak yer verilmiştir.

3.5.1 McKinnon ve Shaw Modeli (1973)

McKinnon (1973), özellikle az gelişmiş ekonomiler için geliştirdiği modelinde reel mevduat faizi oranlarının tasarrufları, yatırımları ve büyümeyi nasıl etkilediğini açıklarken iki temel varsayımdan hareket etmiştir.

Bu varsayimlardan ilki, ekonomide yatırım kararı alan tüm iktisadi birimlerin kendi kendini finanse etmelerine ilişkindir. Ekonomide tasarrufun ve buna bağlı olarak yatırım talebinin artması reel para balanslarına olan talebi de arttıracaktır. Yatırım talebi ile reel para balansları talebi arasındaki bu pozitif yönlü ilişki, veri bir gelir düzeyinde yatırım talebinin artması durumunda reel para balansları talebinin gelire oranını da arttıracaktır.

McKinnon (1973)'ın modelinde yer alan ikinci temel varsayım yatırımların bölünmezliğine ilişkindir. Fiziki sermaye yatırımı yapmak isteyen iktisadi ajanlar söz konusu hedeflerini gerçekleştirmek üzere, para balanslarını biriktirme yoluna gideceklerdir. McKinnon (1973) bunu “tamamlayıcılık hipotezi” olarak adlandırmaktadır. Burada para ile fiziki sermaye tamamlayıcı unsurlar olarak kabul edilmektedir.

Ekonomide yatırım harcamalarının toplam harcamalar içerisindeki payı arttıkça, toplam para talebi de artacaktır. Fon biriktirme sürecini etkileyen faiz oranlarının yüksekliği gibi teşvikler, iktisadi ajanların yatırım yapma arzusunu arttıracaktır. Bir diğer ifadeyle para tutumunun reel getirisi arttıkça, yatırım gerçekleştirmek amacıyla tasarruf yapmanın maliyeti azalmaktadır. McKinnon (1973) modelinde, faiz hadlerine ilişkin bir artışın tasarruf kararlarını olumlu yönde etkileyeceğini, dolayısıyla fiziki sermaye birikiminin de bu nedenle artacağını ifade etmektedir. Ekonomide para, fiziki sermaye birikiminin sağlanmasında bir “kanal” niteliği taşımakta olup, buna paranın “kanal etkisi” adı verilmiştir.

Para ile fiziki sermaye arasında ortaya çıkan tamamlayıcılık ilişkisi aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir:

$$\frac{M}{P} = f\left(Y, \frac{I}{Y}, d - \pi^e\right) \quad (3.32)$$

Burada M/P reel geniş para stokunu (real broad money stock), Y reel gayri safi milli hâsılayı, I/Y brüt yatırımların gayri safi milli hâsılaya oranını ve d nominal mevduat faiz oranını, π^e ise beklenen enflasyon oranını göstermek üzere $d - \pi^e$

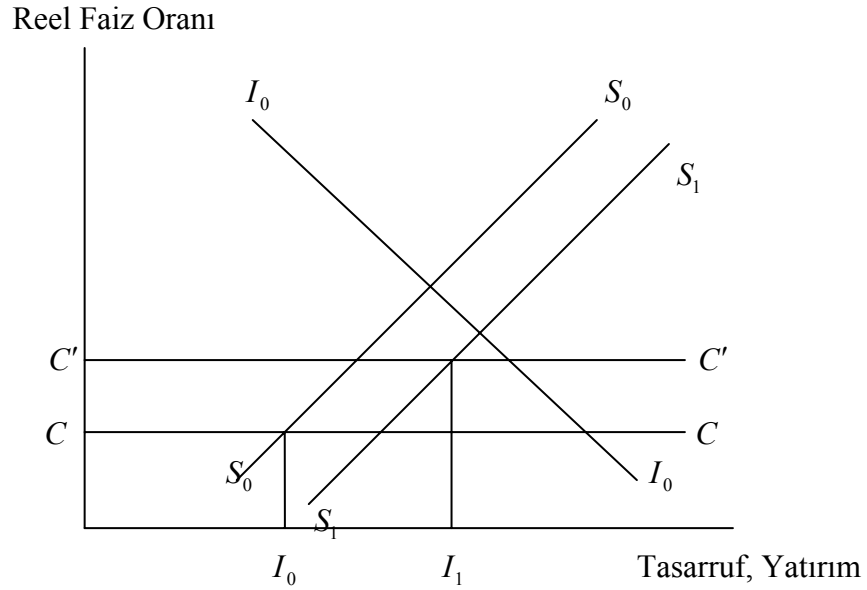
mevduatların reel faiz oranını ifade etmektedir. McKinnon (1973) tamamlayıcılık hipotezini yatırım fonksiyonunu kullanarak şu şekilde göstermektedir:

$$\frac{I}{Y} = f(r^t, d - \pi^e) \quad (3.33)$$

r^t fiziki sermayenin ortalama getirisini ifade etmektedir (McKinnon, 1973, 61). McKinnon (1973) tamamlayıcılık hipotezinin geçerli olabilmesini, aşağıdaki kısmi türevlerin sıfırdan büyük olması şartına bağlamıştır:

$$\frac{\partial(M/P)}{\partial(I/Y)} > 0; \quad \frac{\partial(I/Y)}{\partial(d - \pi^e)} > 0 \quad (3.34)$$

Fry (1988), McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'un finansal sektör modelinin grafiksel bir yorumunu sunmaktadır. Aşağıdaki şekilde tasarruf (S_0S_0) reel faiz oranının pozitif bir fonksiyonudur, yatırım (I_0I_0) ise reel faiz oranının negatif bir fonksiyonudur. Serbest piyasa koşulları söz konusu olduğunda ekonomideki tasarruf ve yatırım miktarı, denge faiz oranı düzeyinde eşitlenecek ve yatırımlar söz konusu faiz oranına göre optimal bir şekilde dağılacaktır. Ancak ekonomide finansal baskı politikaları uygulandığını ve tasarruflar üzerine bir faiz tavanı (CC) konduğunu farzedelim; bu durumda tasarruf arzı I_0 düzeyinde gerçekleşecek ve yatırımı kısıtlayacaktır. Ekonomi bir dengesizlik hali içindedir, çünkü bu durumda ekonomide geçerli olan faiz düzeyinde aşırı bir yatırım talebi oluşmuştur. Bu durumda finansal kurumlar sınırlı miktardaki tasarrufları uygun alternatif yatırım projeleri arasında dağıtabilmek için fiyat dışı tayinlama yöntemlerine başvuracaklardır. Örneğin kredi verirken maddi teminat isteyebilecek, mevcut teminat miktarını arttırma yoluna gidebilecek, karşılık olarak mevduat tutma şartı getirebilecek veya kredi talebini tümüyle reddedebileceklerdir. Böylelikle baskılanmış faiz oranları finansal kurumların kredi verirken risk alma cesaretlerini kıracaktır. Bu nedenle de ekonomide potansiyel yatırımcıların büyük bir kısmının yatırım fonu talebi karşılanamamış olacaktır.



Şekil 3.1: Reel Faiz Oranlarının Tasarruflar ve Yatırımlar Üzerine Etkileri

Faizler üzerindeki baskının hafifletilmesi durumunda ise acaba bunun tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisi nasıl olacaktır? McKinnon (1973) analizinde özellikle bu nokta üzerinde yoğunlaşmaktadır. Faizler üzerindeki baskının hafifletilmesi durumu faiz tavanının CC' 'den $C'C''$ 'ne çıkarılmasıyla gösterilebilir. Grafikte de görüldüğü gibi faiz oranlarındaki bir artış, tasarruf fonksiyonu S_0S_0' 'den S_1S_1' 'e kaydırmakta ve tasarruf arzı artırarak yatırımlar I_1 düzeyine yükselmektedir. Böylelikle ekonomide tasarruf edilen fon miktarı arttığı için daha fazla sayıdaki potansiyel yatırımcının kredi ihtiyacı karşılanabilecek, dolayısıyla ekonomideki toplam yatırım miktarı artacaktır. Yatırımlarda meydana gelen artış ile ekonomideki gelir düzeyinde de bir artış sağlanacaktır, bu ise bireylerin tasarruf miktarını arttıracaktır. McKinnon (1973) söz konusu analizden hareketle, finansal baskının olduğu ekonomilerde faiz tavanının yükseltilerek hem tasarrufların hem de yatırımların arttırılabileceğini ileri sürmüştür.

Faiz oranlarının baskı altında tutulması sadece sermaye birikimini engellemeyecek, fakat aynı zamanda ticari işletmelerin dönen varlıklarına da zarar verecektir. Kredilerin kıt olması durumunda girişimcilerin kapasite kullanımı da sermayelerini sınırlayacaktır, çünkü bu durumda girişimciler dönen varlıklarını finanse etmek üzere kredi elde etmede de zorluk çekeceklerdir, bu da firmaların çıktı miktarlarını ve dolayısıyla satış düzeylerini düşüreceklerdir. Doğal olmayan bir düşük

getiriye yol açan baskılanmış faiz oranları aynı zamanda para balans tutumlarını da azaltacak ve finansal aracılığı yavaşlatacaktır. Diğer yandan kredilerin, faiz oranları dışında bir takım araçlarla tayinlanması, uzun dönemli finansman ihtiyacı karşılanamayan girişimcilerin fon bulmada piyasa dışı yollara başvurmalarına neden olacaktır.

3.5.2 Kapur Modeli (1976)

Kapur 1976 yılında yaptığı çalışmasında az gelişmiş ekonomilere uygulanabilir türde, fiyat istikrarına dayanan bir model geliştirmiştir. Modelin temel özellikleri; ticari bankacılık sistemini içermesi, gerçek enflasyon oranının enflasyonist beklentilere ve talep fazlasına bağlı olması ve son olarak da reel üretimdeki artışın içsel olmasıdır. Kapur (1976) kurduğu modelde, para tutumlarına ödenen ortalama nominal faiz oranında başlangıçta gerçekleştirilen bir artış ile sağlanan istikrarın reel üretim üzerindeki kısa dönemli etkilerinin, parasal genişleme oranının azaltılmasıyla sağlanacak bir istikrardan daha elverişli olduğunu ileri sürmektedir.

Kapur (1976) modelinde Harrod-Domar tipi bir üretim fonksiyonundan hareket etmektedir:

$$Y = \sigma K \quad (3.35)$$

Y nihai reel üretim, σ hâsıla sermaye oranı olarak ifade edilen sabit, K ise Y 'nin üretiminde kullanılan toplam sermaye miktarıdır. Kullanılan toplam sermaye miktarı, sabit sermaye (αK) ve işletme sermayesi ($(1-\alpha)K$) olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Kapur (1976) modelinde ekonomide kullanılmayan sabit bir sermaye miktarı olduğunu ve bu nedenle üretim düzeyi üzerindeki bağlayıcı kısıtı işletme sermayesinin oluşturduğunu ileri sürmektedir. Her dönemde işletme sermayesinin sabit bir kısmı, $\theta(1-\alpha)K$, kullanılmaktadır. Söz konusu işletme sermayesinin banka kredileri aracılığıyla finanse edildiği kabul edilmektedir.

Modelde önemli olan hususlardan biri yeni bir ödünç alımına gitmeden önce eski ödünçlerin geri ödenmiş olmasıdır. Bir diğer ifadeyle girişimciler bankalardan herhangi bir dönemde kredi alırken daha önceki dönemde işletme sermayesi olarak alıp kullandıkları krediyi geri ödemiş olmalıdırlar. Böylelikle bankalar her dönemde $\theta(1-\alpha)K$ miktarını yeniden ödünç verebilmektedir. Bunun anlamı işletme

sermayesini sabit bir seviyede sürdürebilmek için, bankalardan ihtiyaç duyulan kredi miktarının $\dot{P}\theta(1-\alpha)K$ olduğudur; $\dot{P}$ fiyat seviyesindeki yükselişi göstermektedir. $\pi (= \dot{P}/P)$ ekonomideki enflasyon oranını, $\dot{L}$ ticari banka kredilerindeki nominal değişikliği göstermek üzere sermaye birikim oranı modelde şu şekilde gösterilmektedir:

$$\dot{K} = \frac{1}{(1-\alpha)} \left[\frac{\dot{L} - \dot{P}\theta(1-\alpha)K}{P} \right] \quad (3.36)$$

Modelde bankaların kredi arzının reel para talebi ve parasal genişleme oranı tarafından belirlendiği ifade edilmektedir. Kapur (1976) modelinde Cagan tipi bir para talebi fonksiyonu⁹ kullanmıştır:

$$\frac{\hat{M}}{P} = Y e^{-a(\pi^* - d)} \quad (3.37)$$

a pozitif parametre olmak üzere, d para tutumuna ödenen ortalama nominal faiz oranını, π^* beklenen enflasyon oranını göstermekte olup, $\hat{M}/P$ reel para talebini ifade etmektedir.

Kapur (1976) nominal para stokunu aşağıdaki şekilde tanımlamaktadır:

$$M = C + L \quad (3.38)$$

Nominal para stoku parasal taban (high powered money) (C), ile ticari bankalar tarafından verilen kredilerden (L), oluşmaktadır. C 'nin devletin yaptığı transfer ödemeleri aracılığıyla oluşturulduğu kabul edilmektedir. Kredilerden sağlanan kazançların bir kısmı piyasada nakit olarak kullanılmakta ve bir kısmı da yeniden mevduat olarak bankaya yatırılmaktadır. Basitlik sağlamak amacıyla halkın, arzu edilen ve gerçekleşen nakit-mevduat oranı ile bankaların, arzu edilen ve gerçekleşen rezerv-mevduat oranının zaman içerisinde değişmediği varsayılmaktadır. Bu nedenle L/M ve C/M sabit olup $L/M = q$ olarak, $C/M = 1 - q$ olarak gösterilmektedir. $\dot{C}/C = \mu$ 'yü ifade ettiği için q 'nun sabit olması nedeniyle $\dot{L}/L = \dot{M}/M = \mu$ 'dür.

Kapur (1976) bu varsayım ve tanımlamaların ardından sermaye birikim oranını şu şekilde yeniden düzenlemektedir:

⁹ Cagan tipi para talebi fonksiyonu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız; Cagan, Phillip (1956). The Monetary Dynamics of Hyper-Inflation. **Studies in the Quantity Theory of Money**. Edt. by M. Friedman. University of Chicago Press.

$$\begin{aligned}\dot{K} &= \frac{1}{(1-\alpha)} \left[\frac{\dot{L}}{P} - \pi\theta(1-\alpha)K \right] \\ &= \frac{1}{(1-\alpha)} \left[\mu q \frac{M}{P} - \pi\theta(1-\alpha)K \right]\end{aligned}\quad (3.39)$$

Durağan durumda $\pi^* = \pi$ olacağından, bir diğer ifadeyle beklenen enflasyon gerçekleşen enflasyona eşit olacağından ve Kapur (1976)'un talebin birim gelir esnekliği varsayımı çerçevesinde, $\pi^* = \pi = \mu - \gamma$ olacaktır.

Kapur (1976) para talebi fonksiyonunu ve nominal para stokunu bu şekilde gösterdikten sonra durağan durumdaki iktisadi büyümeyi aşağıdaki şekilde tanımlamaktadır:

$$\gamma = \mu \frac{\sigma q}{(1-\alpha)} e^{-a(\mu-\gamma-d)} - \mu\theta + \gamma\theta \quad (3.40)$$

Kapur (1976)'un durağan durumdaki iktisadi büyümeye ilişkin yaptığı tanıma bakıldığında, parasal genişleme oranının, mevduat faizi oranının, rezerv oranının ve enflasyon oranının iktisadi büyüme üzerinde meydana getirdiği etkiler görülebilir. Buna göre belli bir eşik değerinin altında, parasal genişleme ile büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Konuyu mevduat faizleri açısından değerlendirdiğimizde mevduat faizi oranlarındaki bir değişimin, büyüme ile aynı yönlü etkiye sahip olduğu görülmektedir. Diğer taraftan yukarıdaki eşitlikte yer alan q miktarının artırılması, yani $(1-q)$ ile ifade edilen rezerv oranının azaltılması büyüme oranını pozitif yönde etkileyecektir. Son olarak $\mu - \gamma$ ile gösterilen enflasyon oranı ile büyüme arasında da negatif yönlü bir ilişki bulunduğu görülmektedir.

Kapur (1976)'un modelinde yer alan bir diğer husus, bir takım finansal baskı tedbirlerinin mevcut olması halinde, durağan durum koşullar söz konusu olsa bile, paranın yansızlığının ortadan kalkmasıdır. Fry (1988), Kapur (1976)'un modelini analiz ederken durağan durum koşullarında bile paranın yansızlığının ortadan kalkmasının **üç** nedenden kaynaklandığını ifade etmektedir. İlk olarak d ile ifade edilen sabit mevduat faiz oranı, enflasyon oranındaki bir artışla birlikte reel para talebinin ve dolayısıyla reel kredi arzının değişmesini sağlar. İkinci olarak nominal faiz oranları rekabetçi bir ortamda belirlenmiş olsa bile, enflasyon oranındaki bir

artıŖa baēlı olarak, karŖılık oranının getirilmesi nedeniyle reel mevduat oranı ve reel para talebi azalıŖ gösterebilir. Paranın yansız olmayıŖının nc nedeni ise θ ile gösterilen finansman ayarlamalarında yatmaktadır. Modelde net iŖletme sermayesi yatırımının tamamının, yenileme sermayesinin ise yalnızca bir kısmının banka kredileriyle finanse edildiēi varsayılmaktadır. Bankalar iŖletme sermayesini yenileme maliyetindeki, enflasyondan kaynaklanan artıŖların yalnızca θ oranını karŖılayacaēından (bear), verdikleri net reel borçları enflasyon yoluyla süresiz olarak uzatabilirler. Dolayısıyla reel iktisadi büyüme oranı, parasal geniŖleme oranının monotonik artan bir fonksiyonudur.

Kapur (1976)'un modelinin temel eksikliēi, modelde davranıŖsal bir tasarruf fonksiyonunun ve/veya arz kısıtının olmaması Ŗeklinde deēerlendirilmektedir. Bir diēer ifadeyle model kapsamında yatırımlara iliŖkin herhangi bir kısıt getirilmemiŖtir. Bu nedenle yatırımlar sonsuz miktarda arttırılabilir durumdadır ve dolayısıyla toplam üretim miktarını aŖabilecektir.

3.5.3 Mathieson Modeli (1980)

Mathieson (1980) da Kapur (1976) gibi Harrod-Domar tipi büyüme fonksiyonundan hareketle, McKinnon-Shaw (1973) tarafından ortaya konulan savı destekleyici nitelikte bir model kurmuŖtur.

Kapur (1976) ve Mathieson (1980)'un alıŖmaları birbirine son derece yakın olan alıŖmalar olduēundan, bu iki alıŖma literatürde zaman zaman Kapur-Mathieson modeli olarak bile anılmaktadır. Mathieson'un geliŖtirdiēi model Kapur (1976)'un modelinden iki noktada farklılaŖmaktadır. Söz konusu farklılıklardan ilki, Mathieson (1980)'un modelinde kullanılmayan sabit sermaye bulunmamasıdır. Ancak hatırlanacaēı üzere Kapur (1976) sabit sermayenin bir kısmının kullanılmadıēını varsaymaktaydı. Dolayısıyla Mathieson (1980)'un modelinde üretim seviyesi üzerindeki kısıtı yalnızca iŖletme sermayesi deēil, fakat aynı zamanda sabit sermaye de oluŖturmaktadır. İkinci olarak iki model arasında yer alan diēer farklılık ise Mathieson (1980) modelinde bütün sermayenin sabit bir kısmının, θ , banka kredilerince finanse edildiēinin kabul edilmesidir. Dolayısıyla L nominal kredi stokunu göstermek üzere talep edilen toplam reel kredi miktarı,

$$\frac{L}{P} = \theta K \quad (3.41)$$

şeklinde ifade edilmektedir.

Firmalar ihtiyaç duydukları tüm sermayeyi bankalardan alacakları kredi şeklindeki borçlanmalar ile karşılayacaklarından sermaye birikim oranı, hem sermayenin reel getirisindeki (r') değişimlere, hem de reel kredi oranına ($l - \pi^*$) bağlıdır. Bir diğer ifadeyle Y yurtiçi mallar arzını göstermek üzere sermaye birikimi,

$$\hat{K} = s(r' - l + \pi^*)Y \quad (3.42)$$

şeklinde belirtilmektedir. Sermaye birikimi firmanın tasarruf davranışınca açıklanmakta olduğundan bu eşitlik aynı zamanda banka kredilerine olan talebi de göstermektedir.

Mathieson (1980)'un modelinde karşılık oranı ve mevduat talebi, bankaların kredi arzını belirleyen önemli faktörlerdir. Kapur (1976)'un tanımından hareketle ($l - q$) karşılık oranı olup, D mevduat düzeyini göstermek üzere buradan aşağıdaki denkleme varılmaktadır:

$$\frac{L}{P} = (q) \frac{D}{P} \quad (3.43)$$

Yukarıdaki denklem kredi piyasalarındaki denge durumunu göstermektedir. Mathieson (1980) daha sonra mevduat talebine ilişkin denklemi ortaya koymuştur:

$$\frac{D}{P} = f(d - \pi^*)Y \quad (3.44)$$

Buradan ise büyüme fonksiyonuna ulaşmıştır:

$$\gamma = s(r' - l + \pi^*)\sigma \quad (3.45)$$

Mathieson (1980)'un ortaya koyduğu bu denklem aracılığıyla şu sonuçlara varılabilmektedir: bir ekonominin büyüme oranı, sermayenin reel getiri oranı (r') ile, beklenen enflasyon (π^*) ile ve hâsıla-sermaye oranı (σ) ile pozitif ilişkidir. Bunlardan herhangi birindeki bir artış iktisadi büyümeyi de arttıracaktır. Diğer yandan nominal kredi oranı (l), ise iktisadi büyüme ile negatif ilişki içindedir.

Rekabetin söz konusu olup, bankacılık maliyetlerinin sıfır olduğu durağan bir durumda denge mevduat oranını (d) belirleyecek olan, ödünç talebi ile ödünç arzı arasındaki etkileşimdir. Bir diğer ifadeyle finans piyasalarında denge, ödünç talebi

ile ödünç arzının birbirine eşit olması ile sağlanmaktadır. Bu doğrultuda (3.41) ve (3.43) numaralı denklemlerden hareketle,

$$\frac{D}{P} = \frac{1}{q} \theta K \quad (3.46)$$

olmaktadır. Bankalarca finanse edilen yatırımların miktarı oransal olarak arttıkça, karşılık oranı yükseldikçe ve hâsıla-sermaye oranı düştükçe, denge reel mevduat oranı $(d - \pi^*)$ daha yüksek düzeyde gerçekleşecektir. Bununla birlikte denge reel mevduat oranı yüksek düzeyde oluştukça, kredi oranı yükselecek ve bu da iktisadi büyümeyi düşürecektir.

Mathieson (1980) yine birtakım finansal baskı tedbirlerinin mevcut olması durumunda Kapur (1976) gibi, paranın yansızlığının ortadan kalkacağını ifade etmektedir. Eğer nominal kredi oranı (l) ve denge mevduat oranı (d) rekabetçi denge düzeylerinin altında ise veya karşılık oranı $(1-q)$ sıfırdan büyükse bu durumda para yanlı olacaktır. Ayrıca eğer bankacılık sisteminin rekabetçi olduğu durumda sadece kredi oranı sabit ise, mevduat oranı ile kredi oranı $d=ql$ bağlamında yine de ilişkili olacaktır. Eğer nominal kredi oranı, rekabetçi denge düzeyinin altındaki bir seviyede sabit tutulursa, bu durumda denge mevduat oranı (d) optimal-altı olup, L/P , rekabetçi denge düzeyinin altında olacaktır ve bu nedenle K da rekabetçi denge düzeyinin altında kalacaktır. Fakat nominal kredi oranının düşük seviyede tutulmasıyla, (3.42) no'lu denklemden yüksek bir tasarruf oranı gerçekleşecektir. Açıkça bu dengesizlik durumunda tasarruf fonksiyonu sağlanmış olmamaktadır.

Bu durumda denge düzeyine yeniden ulaşabilmek için Mathieson (1980), kredi oranlarına sınır getirilmesinden kaçınılmasını, enflasyon oranı ile zorunlu karşılık oranlarının azaltılmasını önermektedir.

3.5.4 Galbis Modeli (1977)

Galbis 1977 yılında yaptığı çalışmasında, McKinnon-Shaw (1973)'un, *geleneksel teorinin öngördüğü, finansal gelişmenin baskı altında tutulması yoluyla paranın getiri oranının düşürülerek refahın arttırılması* yönündeki görüşlerine karşı çıkışını destekleyen bir model geliştirmiştir. Literatürde, finansal baskı okulunda yer alan Galbis (1977) de, bu okul çatısındaki diğer iktisatçıların öne sürdüğü gibi, az gelişmiş ekonomilerde finansal baskının ortadan kaldırılması suretiyle finansal gelişmenin ve buradan iktisadi büyümenin sağlanabileceğini ortaya koymuştur.

Galbis (1977) az gelişmiş ekonomilerin gelişiminde finansal aracılığın rolünün vurgulanmasında, daha önce yapılan çalışmalarda, ne finansal derinleşme ne de reel faiz oranı yaklaşımlarının, finansal aracılık ile reel gelişme arasındaki ilişkiyi tam olarak açıklayamadığını ileri sürmektedir. Bu nedenle geliştirdiği iki sektörlü modelinde, yüksek reel faiz oranlarının, sermaye stokunun niteliğini arttırmak suretiyle büyümeyi arttırıcı bir rol oynadığını göstermiştir.

Galbis (1977) çalışmasında az gelişmiş ekonomileri “bölünmüş” (fragmented) ekonomiler olarak değerlendirmektedir. Bu bölünmüşlüğün nedeni, söz konusu ekonomilerde fiziki yatırımların getiri oranlarının çeşitli sektörler arasında önemli ölçüde farklılaşabilmesi varsayımı ile açıklanmaktadır. Diğer yandan yine modelde fiziki sermayenin bölünmezliği varsayımı esas alınmıştır.

Az gelişmiş ülkelerin bu dualistik yapısını ortaya koymak üzere Galbis (1977), iki sektörlü bir model kurmuştur. Modelde yer alan birinci sektör, sermayenin getirisinin, r_1 , düşük olduğu geleneksel sektördür. İkinci sektörde ise sermayenin getirisinin, r_2 , yüksek olduğu, modern ekonomi yer almaktadır. Her iki sektör de rekabetçi sektörler olup, $r_1 < r_2$ ’dir. Bu iki sektörlü modelde ekonomide gerçekleşecek olan toplam üretim miktarı,

$$Y = Y_1 + Y_2 = r_1 K_1 + w_1 L_1 + r_2 K_2 + w_2 L_2 \quad (3.47)$$

şeklinde ifade edilmektedir. K_1 birinci sektörde kullanılan sermaye miktarını, K_2 ise ikinci sektörde kullanılan sermaye miktarını göstermektedir. w_1 birinci sektörde çalışan işgücüne ödenen ücreti, w_2 ise ikinci sektörde çalışan işgücünün elde ettiği ücreti belirtmektedir. Galbis (1977) bu denklemin aynı zamanda sermayenin, düşük teknolojili sektörlerden yüksek teknolojili sektörlerle yeniden dağılımını tanımlamada da kullanılabileceğini ifade etmektedir. Modelde toplam sermaye stokunun sabit olduğu ($K = K_1 + K_2$) ve sermayenin tamamının kullanıldığı varsayımları altında, ikinci sektörde kullanılan sermayedeki artış, ancak ve ancak birinci sektörde kullanılan sermayenin aleyhine olmak üzere gerçekleştirilebilecektir. Birinci sektörden ikinci sektöre doğru gerçekleştirilecek bir sermaye aktarımı, bu sektördeki getirinin daha yüksek olması nedeniyle toplam geliri arttırıcı yönde etki edecektir.

Galbis (1977) modelin temel yapısını bu şekilde kurduktan sonra, sektörlerin yatırımlarını finanse ederken kullandıkları yöntemden hareketle, finansal aracılık sürecini modeline katmıştır. Geleneksel sektör, yatırımlarını otofinansman yöntemi ile finanse etmekte olup banka kredisi alma imkânı bulunmamaktadır. Bu sektördeki yatırım kararları ilk olarak, yatırımlardan elde edilen reel getiriye, ikinci olarak elde edilebilir finansal varlıkların getirilerine bağlıdır. Basitlik sağlamak amacıyla birinci sektörün elde edebileceği finansal varlıkların yalnızca banka mevduatlarıyla sınırlı olduğu varsayılmaktadır. Buna göre geleneksel sektördeki toplam yatırım miktarı r_1 ve $(d - \dot{P}^* / P)$ tarafından belirlenmekte olup aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir:

$$I_1 = H_1(r_1, d - \dot{P}^* / P)Y_1 \quad (3.48)$$

$$\frac{\partial H_1}{\partial r_1} > 0; \quad \frac{\partial H_1}{\partial (d - \dot{P}^* / P)} < 0 \quad (3.49)$$

d mevduat faizi oranını, $\dot{P}^* / P$ ise beklenen enflasyon oranını ifade etmektedir.

Geleneksel sektörde banka kredisi kullanma imkânı olmayıp, otofinansman söz konusu olduğundan $Y_1 > C_1 + I_1$ olup $I_1 < S_1$ 'dir. Çünkü bu sektörde yer alanlar yalnızca banka mevduatları aracılığıyla birikimde bulunabilmektedir. Belirtilen bu kısıtlar altında tasarruf yatırım ilişkisi şu şekilde gösterilmektedir:

$$S_1 = I_1 + d(M_1 / P) / dt \quad (3.50)$$

Yukarıdaki özdeşlikte, $d(M_1 / P) / dt$ reel mevduat birikimini ve S_1 ise geleneksel sektördeki tasarruf miktarını ifade etmekte olup tasarruflar gelirin sabit bir oranı şeklindedir.

Modelde geleneksel sektörün finansman olanakları ve yatırım tasarruf ilişkisi bu şekilde ortaya konduktan sonra, modern sektördeki yatırım ve finansman olanakları ele alınmaktadır. İkinci sektör daha önce de ifade edildiği gibi bankacılık sisteminden borçlanabilmekte ve daha geniş finansman olanaklarına erişebilmektedir. Bu kapsamda modern sektörde,

$$I_2 = S_2 + d(M_1 / P) / dt \quad (3.51)$$

olup, yatırım fonksiyonu aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$I_2 = H_2(r_2, b - \dot{P}^* / P) Y_2 \quad (3.52)$$

$$\frac{\partial H_2}{\partial r_2} > 0 \quad \frac{\partial H_2}{\partial (b - \dot{P}^* / P)} < 0$$

$(b - \dot{P}^* / P)$ banka kredilerinin reel faiz oranını belirtmektedir. Burada Galbis (1977) r_2 ile $(b - \dot{P}^* / P)$ arasındaki farkın oldukça büyük olduğuna dikkat çekmekte ve bu durumun, bu sektörde yatırım yapmak için önemli bir teşvik unsuru olduğunu ileri sürmektedir.

Diğer yandan modelde $(d - \dot{P}^* / P)$ düştüğünde, $d(M_1 / P)dt$ de düşecek ve I_1 artacaktır. Galbis (1977) baskıcı tedbirler çerçevesinde mevduat faizi oranlarının denge seviyesinin altındaki bir düzeyde sabitlenmesinin I_2 'yi azaltacağına ve bu durumun, $r_2 > r_1$ olması nedeniyle gelir düzeyini düşüreceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede getirdiği öneri, faiz hadleri üzerindeki finansal baskının kaldırılarak geleneksel sektördeki verimsiz yatırımlarda kullanılan kaynakların, bankacılık sistemi aracılığıyla modern teknolojiye ve yüksek verimliliğe sahip olan ikinci sektöre aktarılması yönündedir.

3.5.5 Fry Modeli (1982)

Fry 1982 yılında yaptığı çalışmada McKinnon ve Shaw (1973)'un tezlerini destekleyen bir görüş ileri sürmüştür.

Fry (1982)'ın modeli tasarruf, yatırım ve uzun dönem iktisadi büyüme arasında ilişki kuran üç parçalı denklemden oluşmaktadır. Modelde normal veya uzun dönem büyüme oranı γ^* ile gösterilmektedir. Fry (1982), nispi gelir teorisi, stok ayarlaması teorisi veya yaşam boyu tasarruf teorisi seçildiğinde, ekonometrik tahmin için türetilen fonksiyonun daima γ^* 'yı ve başlangıçta bir dengesizlik durumu olduğu varsayılırsa önceki dönemin tasarruf oranını, $(S_n / Y)_{t-1}$, içereceğini belirtmektedir; modelde yer alan S_n yurtiçi tasarrufu ifade etmektedir.

Modelde d , nominal mevduat faizini ve π^* , beklenen enflasyon oranını göstermek üzere, tasarruf sahiplerine teklif edilen reel faiz oranı $(d - \pi^*)$ yurtiçi tasarruf oranını da etkileyebilir. Ancak gelir etkisi ikame etkisinden daha büyük olabileceği için söz konusu etkinin yönü belirsizdir. Gözlemlenen pozitif bir ilişki,

her durumda yalnızca milli gelir hesaplarında tasarruf şeklinde kayıtlı olmayan fiziki mallar şeklindeki tasarruf ile kayıtlı olan finansal varlıklar şeklindeki tasarruf arasında ikame olduğuna işaret edebilir. Bu durumda yüksek bir reel mevduat faiz oranı, gerçekleşen tasarruf oranını yükseltmekten ziyade üretken yatırım için daha çok kaynak oluşmasını sağlar. Yani yüksek reel faizlerin gerçek etkisi yapılan yatırımların hacmi üzerinde değil, ortalama etkinliği üzerinedir. Tasarruf oranı, üretken yatırımlar kendi kendine finanse edilebildiği ölçüde, aynı zamanda bu yatırımlardan beklenen reel getiri oranına (r^*) bağlı olabilecektir.

S_f , cari hesap/işlemler üzerindeki ödemeler dengesi açığı, eksi, yurtdışından elde edilen net faktör gelirlerini ifade etmek üzere S_f/Y yurtdışı tasarruf oranıdır. Modelde S_f/Y de dâhil edilmektedir, bunun nedeni yurtdışı tasarrufların yurtiçi tasarruflara bir ikame teşkil etmesidir. Yurtdışı tasarruf akımlarındaki bir artışa, gelecek dönemin yanı sıra cari dönemde de daha çok tüketerek tepki göstermek rasyonel bir iktisadi davranıştır.

Fry (1982) yurtiçi tasarruf fonksiyonunu,

$$\frac{S_n}{Y} = f(\gamma^*, S_f/Y, d - \pi^*, r^*, S_n/Y_{t-1}) \quad (3.53)$$

$$\frac{\partial S_n/Y}{\partial \gamma^*} > 0; \quad \frac{\partial S_n/Y}{\partial S_f/Y} < 0; \quad \frac{\partial S_n/Y}{\partial d - \pi^*} > 0; \quad \frac{\partial S_n/Y}{\partial r^*} > 0; \quad \frac{\partial S_n/Y}{\partial S_n/Y_{t-1}} > 0$$

şeklinde göstermektedir. Bu tasarruf fonksiyonu hem McKinnon (1973)'un tamamlayıcılık hipoteziyle hem de Shaw (1973)'un borç aracılığı teorisiyle tutarlıdır.

Modelde yatırım oranı (I/Y), yatırımın beklenen reel getirisine (r^*) ve etkin reel ödünç faiz oranına ($l - \pi^*$) (l , etkin nominal ödünç oranı) bağlıdır. Fry (1982)'a göre kısıtlayıcı bir mevduat faiz tavanının etkisi ve reel para talebi üzerinde herhangi bir etkisi olmayan fiyat dışı banka rekabetinin etkisi, yatırımdan faiz oranları aracılığıyla arz edilen fon miktarına, örneğin tasarruflara doğru olan geri bildirimi ortadan kaldıracaktır. Bu nedenle l , yatırımları, önceden belirlenmiş tasarruf oranına eşitleyecek şekilde uyarlanacaktır.

Modelde normal veya uzun dönemli büyüme oranı (γ^*), önceki yılda gerçekleşen yatırım oranı ve bu yatırımın etkinliği tarafından belirlenmektedir. Eğer

etkinliğin, hâsıla/sermaye oranıyla yakın ilişkili olduğu varsayılırsa, bu durumda söz konusu oran yalnızca reel mevduat faizlerince belirlenecektir:

$$\sigma' = f[(d - \pi^*)_{t-1}] \quad (3.54)$$

$$\frac{\partial \sigma'}{\partial (d - \pi^*)_{t-1}} > 0$$

Yukarıdaki fonksiyonda $\sigma' = \gamma_t^* / (I/Y)_{t-1}$ 'dir. Yapılan yatırımlardan bir yıl sonra üretime başlanmaktadır. Bu nedenle cari yılda ölçülen marjinal hâsıla/sermaye oranı, önceki yılda yapılan yatırımların etkinliğine bağlı olmaktadır. $(I/Y)_{t-1} = (S_n/Y)_{t-1} + (S_f/Y)_{t-1}$ olması sebebiyle,

$$\gamma^* = \frac{f(\gamma^*, S_f/Y, d - \pi^*, r^*, s_n/Y_{t-1})_{t-1} + S_f/Y_{t-1}}{1/f[(d - \pi^*)_{t-1}]} \quad (3.55)$$

olacaktır. Ekonomi durağan durum denge düzeyinde iken gerçekleşen büyüme oranı (γ), normal büyüme oranına (γ^*) eşittir.

Modelde enflasyon, kişi başına nominal para arzındaki artış oranı ile, kişi başına reel para talebindeki artış oranı arasındaki farkla belirlenmektedir. Fry (1982), enflasyonist süreci anlayabilmek için nominal para arzının ve reel para talebinin belirleyicilerinin kendi başlarına analiz edilmesi gerektiğini belirtmektedir. Para arzı mekanizması farklı ülkelerde farklı şekiller almaktadır. Bu para arzı modelini Fry (1982), bankacılık ve ödemeler dengesi sistemlerinin sıkı bir şekilde düzenlendiği ve faiz tavanlarının sürekli bir aşırı kredi talebi meydana getiren düzeyde olduğu gelişmekte olan bir ekonomi için oluşturmuştur. Reel para talebi aşağıdaki standart şekliyle belirtilmektedir:

$$m = Y^{*b} e^{a(d - \pi^*)} \quad (3.56)$$

Burada m , kişi başına reel para dengelerini ve y^* ise kişi başına reel sürekli geliri ifade etmektedir. n , nüfus artış oranını; γ^* , kişi başına reel sürekli gelirdeki değişim oranını göstermek üzere enflasyon oranı şu şekilde gösterilmektedir:

$$\pi = \mu - n - b\gamma^* - a\Delta(d - \pi^*) \quad (3.57)$$

Tasarrufları ve vadeli mevduatların yanı sıra dolaşımdaki parayı ve vadesiz/çekli mevduatları da içeren geniş bir para tanımı kullanarak gelişmekte olan ülkelerdeki b değeri iyi bir şekilde tahmin edilebilecektir.

Kısaca McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'un öncülüğünü yaptığı, finansal baskı okulu olarak kategorize edebileceğimiz bu iktisatçıların ortak fikri, rekabetçi faiz oranının büyümeyi maksimize eden faiz oranı olduğudur.

3.5.6 Roubini ve Sala-i-Martin Modeli (1992)

Roubini ve Sala-i-Martin'in 1992 yılında yaptıkları çalışma aslında literatürde finansal baskı okuluna dâhil olan çalışmalar arasında yer almamaktadır. Ancak adı geçen iktisatçılar söz konusu çalışmalarında, devletin kredi piyasalarına müdahalesini ve bunun piyasalarda yarattığı etkileri içsel dinamiklerle ele alarak, finansal baskı okulu mensuplarınca işlenen konuları yeni büyüme modeli çerçevesinde yeniden incelemişlerdir.

Roubini ve Sala-i-Martin (1992) finansal baskının, özellikle hükümetin enflasyon vergisi matrahını genişletmek için kullanabileceği bir araç haline geldiği bir model geliştirmişlerdir. Dolayısıyla modelde finansal baskı, kamu harcamalarını finanse etmek için yüksek bir senyoraj imkânı sağlamaktadır. Roubini ve Sala-i-Martin (1992) hükümetin tasarrufunda olan vergileme araçlarının enflasyon vergisi ve gelir vergisi olduğu optimal bir vergileme çerçevesinde, ekonomideki gelir vergisi kaçakçılığının yüksek seviyelerde olması durumunda, politika yapıcılarının finansal sistemi baskılama yoluna gittiğini ve enflasyon vergisinden yüksek miktarlarda gelir elde edebilmek için, hükümetin yüksek oranlardaki enflasyona izin verdiğini göstermektedir. Uygulanan finansal baskı politikaları ise sermayenin verimliliğini düşürdüğü ve tasarrufları azalttığı için büyümeye engel olmaktadır.

Roubini ve Sala-i-Martin (1992) finansal baskıyı, AK içsel büyüme modeli kapsamında ve sermayenin azalmayan getirisinin söz konusu olduğu bir çerçevede incelemişlerdir.

$$Y_t = \phi(A)K_t \quad (3.58)$$

Y çıktı miktarını, K geniş bir sermaye stoku ölçüsünü göstermekte olup, $\phi'(A) > 0$ 'dır. Üretimin (Y), geniş sermaye tanımının (K) doğrusal bir fonksiyonu olduğu varsayılmaktadır. Bu sermaye stoku özel fiziki varlıkları olduğu kadar beşeri

sermayeyi de içerebilmektedir. Modelde durağan duruma doğru uzun geçiş süreci tanımlanan bir ekonomi anlatılmaktadır.

Roubini ve Sala-i-Martin (1992) A parametresinin finansal gelişme düzeyi ile ilişkili olduğunu varsaymakta, basitlik sağlamak amacıyla modele bilgi ve kamu harcamaları gibi faktörleri dâhil etmemektedirler. Finansal sektörün, ekonominin tamamında mikro ekonomik etkinliği sağladığı düşünülmektedir. Finansal sektörün sunduğu hizmetlerin çok pahalı olduğu veya finansal sektörün bulunmadığı bir durumda girişimciler kendi yatırım projelerini kendileri finanse edecektir. Bu durum girişimcilerin, kolay elde edilebilir finansman kaynaklarının bulunduğu durumdakine göre daha küçük ve daha az etkin olan projeleri üstlenmelerine neden olacaktır. Makroekonomik açıdan bakıldığında söz konusu bu durumlar, finans sektörü gelişmiş olan ekonomilerin belli miktardaki sermayeyi daha büyük miktarda bir çıktıya dönüştürebileceği anlamına gelmektedir.

Modelde basitlik sağlamak amacıyla devletin borçlanmaya gitmediği ve bu doğrultuda bütçe açığının söz konusu olmadığı varsayılmaktadır. Ayrıca kamu artan miktarlarda kaynak harcaması yapmaktadır. Diğer yandan ekonomideki vergi geliri, gelir vergisine bağlı olup, $T = \pi k$ olduğu kabul edilmektedir. Son olarak hükümetin nominal para arzı artışını sabit bir seviyede belirlediği varsayılmaktadır; $\dot{M} / M = \mu$.

Bu varsayımlar doğrultusunda Roubini ve Sala-i-Martin (1992) devlete ilişkin aşağıdaki nihai bütçe kısıtı fonksiyonunu elde etmişlerdir:

$$g = \mu\beta(A)c / \alpha R + \tau(\phi(A) - \delta)k \quad (3.59)$$

Yukarıdaki ifadede μ para arzı artışı; A , finansal gelişme düzeyi; c , kişi başına tüketim düzeyi; τ , gelir vergisi oranı; k , kişi başına sermaye düzeyi; R , vergi sonrası nominal faiz düzeyidir ($R = r(1 - \tau) + \pi = (\phi(A) - \delta)(1 - \tau) + \pi$). Yukarıdaki denklemde toplam kamu harcamalarının toplam vergi gelirine eşit olması gerektiği ifade edilmektedir. Vergi geliri, enflasyon vergisi ve gelir vergisinin toplamına eşittir. γ_m reel para dengelerindeki artışı göstermek üzere durağan durumda enflasyon düzeyi $\pi = \mu - n - \gamma_m$ 'dir. Yukarıdaki denklemin sağ tarafındaki ilk terim senyorajı göstermektedir.

Senyoraj finansal gelişme derecesine (A) üç kanaldan bağlıdır. İlk olarak veri nominal faiz düzeylerinde finansal gelişmenin daha yüksek bir düzeyde olması kişi

başına para talebini düşürür; bu $\beta(A)$ terimidir. İkinci olarak finansal gelişmenin daha yüksek bir seviyede olması reel faiz oranlarını, dolayısıyla nominal faiz oranının ilk bileşenini yükseltir; bu ise para talebini azaltır. Üçüncü olarak ise daha yüksek seviyedeki bir finansal gelişme iktisadi büyüme oranını yükseltir ve bu da durağan durum enflasyon oranını düşürür. Bu etki verili reel faiz oranı seviyesinde nominal faiz oranını düşürme doğrultusunda işler. Nominal faiz oranlarının düşmesi ise reel dengelere olan talebi artırır. Fayda fonksiyonu doğrusal olmadıkça birinci ve ikinci etki, üçüncü etkiden daha kuvvetli olur. Bu nedenle kişi başına reel para stoku, finansal gelişme düzeyinin azalan bir fonksiyonudur.

Modelde daha sonra regülasyonlar ve diğer piyasa dışı müdahaleler ile hükümetin finansal gelişme derecesini (A) kontrol edebildiği varsayılmaktadır. Veri para arzı artışı (μ) ve gelir vergisi oranı düzeyinde hükümet enflasyon – gelir vergisi trade-off’uyla karşı karşıya kalır; finansal gelişme, geliri ve dolayısıyla gelir vergisi matrahını artırırken, diğer yandan da reel para talebini ve bu nedenle de enflasyon vergi matrahını azaltır. A ’nın toplam kamu gelirine göre türevi alındığında,

$$\partial GELİR / \partial A = \frac{\mu c}{\alpha R} \beta'(A) - \frac{\mu \beta(A) c}{\alpha R^2} (\partial R / \partial A) + \tau \phi'(A) \quad (3.60)$$

elde edilmekte olup türevin sonucu belirsizdir. Roubini ve Sala-i-Martin bunun anlamının, modeldeki parametrelere bağlı olarak bazı *miyop hükümetlerin*¹⁰ kolay yoldan gelir elde edebilmek için finansal sektörü baskılamayı seçecekleri olduğunu ifade etmektedir. Hükümetler özellikle eğer $\phi'(A)$ değeri küçük ise ekonomiyi baskılama yoluna gideceklerdir, bu durumda finansal baskı cari GSYİH’yı az miktarda etkileyecektir. Ayrıca yüksek enflasyon vergileri elde etmek için finansal sektörü bilerek baskılayan hükümetler aynı zamanda yüksek enflasyon oranlarını tercih etme eğiliminde olacaktır. Çünkü enflasyon oranının yüksek olduğu durumda vergi matrahı da vergi oranı da daha yüksek olacaktır.

Roubini ve Sala-i-Martin (1992) kurdukları modeli genişleterek gelir elde eden bireylerin vergi kaçırma unsurunu da modele dâhil etmişlerdir. Bunun sonucunda, gelirden meydana gelen artışın, bireylerin devlete beyan ettikleri gelir

¹⁰ “Miyop hükümet” terimi ile Roubini ve Sala-i-Martin (1992)’in ifade etmek istedikleri, politikalarını, gelecekte ne olacağını ve gelecekte nasıl gelir elde edeceğini düşünmeksizin belirleyen hükümetlerdir. Hükümetler finans sektörünü baskılama yolunu seçtiklerinde hem cari gelir vergisi matrahı daralacak ve hem de iktisadi büyüme oranı düşeceğinden gelir vergisi hâsılası ve gelecekteki reel para dengeleri azalacaktır. Bu her iki etki gelecekteki gelir miktarını azaltacaktır.

miktarında bir değışmeye yol açmadığı, diğer bir ifadeyle gelir vergisi kaçakçılığının yüksek oranlarda olduğu ölkelerdeki hükümetlerin, para talebini genişletmek ve para üzerinden vergi oranını yükseltebilmek için finansal sektörü baskılama yoluna gidecekleri sonucuna ulaşmışlardır.

Kısaca finansal baskı konusunu sermayenin azalmayan getirisinin söz konusu olduğu AK içsel büyüme modeli kapsamında ele aldıkları çalışmada Roubini ve Sala-i-Martin (1992), hükümetlerin kolay enflasyon geliri yaratabilmek için finansal baskı politikaları uygulamayı seçebileceklerini göstermektedirler. Yaratılan finansal baskı bireyleri, daha büyük miktarda nominal para stoku taşımaları yönünde teşvik edecek, taşınan nominal para stoku miktarının artması ise enflasyon vergisi için bir matrah teşkil edecektir. Vergi kaçırmaya bağlı yüksek gelir vergisinin söz konusu olduğu bir durumda hükümetler, finansal sektörü baskılamayı ve enflasyonu hızlandırmayı tercih edecek, ancak finansal baskının sermayenin verimliliği ve tasarruf miktarı üzerindeki negatif etkisi nedeniyle iktisadi büyüme oranı düşecektir.

4. İÇSEL BÜYÜME VE PANEL VERİ ANALİZİ

Çalışmamızın bu bölümünde öncelikle büyümenin, literatürde üzerinde önemle durulan bazı kaynaklarına/belirleyicilerine yer verilecektir. Bu doğrultuda, ortaya konulan teoriler çerçevesinde teknolojinin gelişiminin ve bu bağlamda beşeri sermayenin, kamu harcamalarının, dış ticaretin ve enflasyonun iktisadi büyümede sahip olduğu öneme ve büyüme üzerindeki etkilerine değinilecektir. Bölümün izleyen kısmında ise finansal piyasaların en önemli iki ayağını oluşturan bankacılık kesiminin ve hisse senedi piyasalarının gelişiminin, 21 yükselen ülke ekonomisi üzerinde yarattığı etki, büyüme olgusu çerçevesinde ve panel veri analizi kapsamında incelenecektir.

4.1 İçsel Büyüme Olgusu

İçsel büyüme teorileri, Solow (1956) büyüme modelinde dışsal olarak ele alınan teknolojik gelişme değişkenini, model tarafından açıklanabilen, bir başka deyişle içsel bir değişken konumuna getirme çabalarının ürünleri olarak ortaya çıkmıştır.

Büyüme olgusuna ilişkin 1950’li yılların ortalarında ve 1960’lı yıllarda ortaya konan literatür, büyümenin, teknolojik gelişime bağlı olarak ortaya çıktığını ileri sürmüştür. Gelişmiş ülkelere yönelik çalışmalar emek ve sermaye faktörlerinin büyümeye katkısının yaklaşık %50 civarında olduğunu ortaya koymuştur. Bu koşullar altında neoklasik teori söz konusu ülkelerdeki büyümenin %50’sini teknolojik faktörlerle ilişkilendirmektedir (Paya, 1997, 434). Bu durumda teknolojik gelişme dışsal bir olgu olduğu için büyümeyi arttırmada dışsal faktörler önem taşımaktadır. 1960’lı yıllarda iktisadi büyüme kuramı neo-klasik modellerin ortaya koyduğu görüşler çerçevesinde şekillenmiş olmasına karşın, 1970’li yıllardan 1980’li yılların ortalarına kadar iktisat literatüründe büyüme ve gelişme olgularına yer verilmemiş, bu dönemlerdeki tartışmalar genellikle kısa dönemli para ve konjonktür analizleri üzerinde yoğunlaşmıştır (Yay, 2001).

Bilindiği üzere Solow (1956)'un büyüme modeli, ölçeğe göre sabit getirili üretim fonksiyonu, her bir girdiye ilişkin azalan marjinal ürün, teknolojik gelişme ve nüfus artışının dışsal olarak belirlenip, tasarruf oranının sabit olduğu temel varsayımlarına dayanmaktadır. Bu varsayımlar çerçevesinde herhangi bir teknolojik gelişme olmadığında, uzun dönemde kişi başı çıktı düzeyinin sabit olacağı (durağan durum) sonucuna ulaşılmaktadır. Bu çıkarsamada sermayenin azalan verimliliği merkezi bir rol oynamaktadır. Sermayenin azalan verimliliği durumunda, ekonomide kişi başına sermaye stoku arttıkça, kişi başına çıktı azalan oranda artmakta, bir noktadan sonra -durağan durumda-, yapılan yeni yatırım ancak mevcut sermayenin yıpranmasını (amortisman) ve nüfus artışını karşılayabilmektedir. Bu nedenle kişi başına sermaye stoku ve kişi başına çıktı düzeyi sabit kalmakta ve uzun dönemde (durağan durum) iktisadi büyüme gerçekleşmemektedir. Uzun dönemde iktisadi büyüme, ancak teknolojik gelişme ile mümkün olmaktadır. Solow (1956) modelinde, büyüme sürecindeki anahtar konumuna karşın teknolojik gelişme dışsal bir değişken olarak ele alınmaktadır. Bir başka deyişle, teknolojik gelişme model tarafından açıklanmayan bir kara kutu (black-box) niteliği taşımaktadır.

Büyümenin önemli bir kaynağı olan teknolojik gelişmenin modelde açıklanmaması ve verilerin, Solow (1956) modelinin öngördüğü; gelişmekte olan ülkelerin daha hızlı büyüyerek uzun dönemde gelişmiş ülkelerin gelir seviyesine yakınsayacağı hipotezini (mutlak yakınsama hipotezi) doğrular görünmemesi nedeniyle büyüme teorisyenlerinin hoşnutsuzlukları giderek artmış, 1980'lerin ortalarından itibaren büyüme konusu yeniden gündeme gelmiştir. Bu gelişmede, Robert Summers ve Alan Heston (1991) ile Angus Maddison (1995) tarafından, satın alma gücü paritesine uyarlanmış fiyatlar kullanılarak uluslararası gelir seviyelerine ilişkin kapsamlı veri setleri oluşturulmasının da rolünün olduğu söylenebilir (Parente, 2001). Büyümenin yeniden ele alınmaya başlandığı bu dönemde makroiktisatçılar ekonomilerin büyüme oranlarındaki farklılıkları açıklayacak yeni değişkenler tanımlamışlardır. Bu kapsamda, bilginin fiziki sermaye stokunda meydana gelen artışın bir sonucu olarak yayılması, yaparak öğrenme (learning by doing), teknoloji transferi, araştırma ve geliştirme faaliyetleri ve beşeri sermaye yatırımlarının iktisadi büyümede önemli role sahip olduğu vurgulanmıştır (Yay, 2001). Bu sayede iktisatçılar, uluslararası gelir farklılıklarını ve bunların zaman içindeki gelişiminin resmini tam olarak görme imkânına sahip olmuştur. Bunun

yanında, matematiğin modelleme sürecinde, ekonometrinin ise bu modellerin sınanmasında giderek artan şekilde kullanılmasıyla, geleneksel olarak analizlerde daha önce kapsanmayan faktörler dikkate alınır hale gelmiştir (Fine, 2000).

Büyümenin dışsal faktörlerle belirlendiğini ileri süren neoklasik büyüme literatürüne karşın “içsel büyüme” teorileri, bir yandan sınırsız büyümeyi olası hale getirecek, bir yandan da ülkeler arasındaki gelir farklılıklarını yaratan değişkenleri modelde içsel olarak ele alacak analizleri ortaya koymaktadırlar. Öncü çalışmalar, Romer (1986, 1990) ve Lucas (1988)’ın çalışmalarıdır. Lucas (1988) modelinde varolan fiziki sermayeye beşeri sermaye dâhil edilerek, bu genişletilmiş sermaye için azalan olmayan getiri öngörülmektedir. Beşeri sermayeden sağlanan dışsal faydalar fiziki sermayenin azalan getirisini karşılayabilmekte, böylelikle fiziki sermayenin azalan getirilere sahip olduğu varsayımı ortadan kalkmaktadır. Romer (1986, 1990)’da ise yeni fikir/bilgiler kendisi de biriktirilebilen bir girdi olarak üretim fonksiyonuna dâhil edilmiş, bu yeni girdi sayesinde makro üretim fonksiyonunda ölçeğe göre artan getiriler rasyonalize edilmiştir. Böylelikle sınırsız büyüme olgusu tümüyle modelde içsel değişkenlerle açıklanabilir hale gelmektedir. Bu nedenle bu tür modeller “içsel büyüme modelleri” olarak adlandırılmaktadır.

İçsel büyüme teorileri, büyümenin çeşitli türdeki kaynaklarıyla nitelenmektedir: beşeri sermaye, yaparak öğrenme (learning-by doing), araştırma ve geliştirme faaliyetlerine bağlı teknolojik yenilikler bunların başlıcalarıdır. Büyümenin yukarıda belirtilen kaynaklarının önemi aslında uzun zaman önce iktisat tarihçileri (Gerschenkron (1952), Abromowitz(1986)) tarafından ortaya konmuş, ancak bunlar formel bir modelleme ile ilk defa içsel büyüme teorisyenleri tarafından gerçekleştirilmiştir.

4.1.1 İktisadi Büyümeyi Teknolojik Değişim ile Açıklayan Modeller

Büyümeyi içsel dinamiklerle açıklamaya çalışırken teknolojinin büyüme için sahip olduğu öneme vurgu yapan teoriler çalışmamızda iki ana başlık altında incelenecektir:

- 1- Teknolojik değişmeyi doğrudan açıklamayan modeller: Y yaparak öğrenme modeli (Arrow, 1962) ve beşeri sermaye modeli (Lucas, 1986).
- 2- Teknolojik değişimi açıklayan modeller
 - a) Romer (1987, 1990) modeli,

b) Artan ürün kalitesine dayanan modeller (models of expanding product quality) (Aghion-Howit, 1992).

4.1.1.1 Teknolojik Değişmeyi Doğrudan Açıklamayan Modeller: Yaparak Öğrenme (Arrow, 1962) ve Beşeri Sermaye Modeli (Lucas, 1988)

İşsel büyüme modellerinin otaya çıkışı Arrow (1962)'un yaparak öğrenme (learning-by doing) modeline dayanmaktadır¹¹. Arrow'un modelinin temel varsayımı, bilgi birikimini, üretimin artan bir fonksiyonu olarak ele almasıdır. Bu varsayım, Lundberg'in İsviçre'deki bir demir fabrikasına ilişkin yaptığı çalışmada elde edilen bulgulara dayanmaktadır. Bu fabrikada Lundberg, yeni yatırım yapılmamasına rağmen yıllık yüzde iki verimlilik artışı gerçekleştiğini gözlemiştir. Söz konusu verimlilik artışı, üretim artışının tetiklediği yaparak öğrenme etkisine dayandırılmaktadır (Arrow, 1962).

Arrow (1962)'un modelinde bilgi stoku kümülatif brüt yatırımlar ile artmakta, artan bilgi stoku sermayenin azalan getiriler özelliğini ortadan kaldırmaktadır. Üretimde yeni makine kullanımına bağlı olarak yaparak öğrenme etkisi süreklilik göstermekte, kazanılan eski deneyimler her yeni üretim çevresine kendini aktarabilmektedir. Ekonomi bütününde ölçeğe göre artan getirilerin söz konusu olması ise bir firma ve/veya endüstride yaparak öğrenmeye bağlı olarak elde edilen bilgi birikiminin, herhangi bir maliyet olmaksızın diğer firmalara/endüstrilere yayılması (spillover) ile açıklanmaktadır. Model sermaye birikiminin büyüme üzerindeki rolünü, bilgi birikimini de beraberinde getirmesi ile genişletmektedir. Öte yandan bilgi, üretim girdilerinden birinin –sermayenin– birikimi ile açıklandığından, model, işsel bir büyüme modeli niteliği taşımaktadır.

Lucas (1988)'ın modeli beşeri sermaye birikimini büyümenin motoru olarak ele almaktadır. Modelde beşeri sermaye birikimi eğitim (schooling) ve yaparak öğrenme – iş başında eğitim (on the job training) – yoluyla sağlanmaktadır.

Model biri nihai mallara ilişkin üretim sektörü, diğeri ise beşeri sermayeye ilişkin üretim sektörü (eğitim sektörü) olmak üzere iki sektörlüdür. Beşeri sermaye, bireylerin fiziksel, entellektüel ve teknik yeteneklerini içeren “genel beceri seviyesi” olarak açıklanmaktadır. Beşeri sermaye sektöründe beşeri sermaye oluşumu ve

¹¹ Arrow (1962)'un modeli bilgi birikimini, salt üretim faaliyetlerinin bir fonksiyonu olarak ele alması itibarıyla çoğu iktisatçı tarafından yarı endojen (semi-endogenous) büyüme modeli olarak anılmaktadır.

birikimi, üretim sektöründe kullanılmayan, eğitim yoluyla birikimi sağlanan beşeri sermaye ile gerçekleştirilir. Nihai mallar sektöründe üretim ise fiziki sermaye ve beşeri sermaye kullanılarak, azalmayan, en azından sabit marjinal verimlilikle meydana gelmektedir.

Nihai mallar sektöründeki üretim fonksiyonu Cobb-Douglas formunda şu şekilde gösterilmektedir:

$$Y_t = AK_t^\alpha (u_t h_t L_t)^{1-\alpha} h_{at}^\beta \quad (4.1)$$

Yukarıdaki fonksiyonda Y_t , toplam çıktı miktarını, A , sabit olduğu varsayılan teknoloji seviyesini, K_t , fiziki sermaye stokunu ve L_t , işgücü girdi miktarını belirtmektedir. u_t , işgücünün üretim için harcadığı süreyi, h_t , işgücünün beşeri sermaye düzeyini, h_{at} , beşeri sermayeye ilişkin dışsal etkiyi temsil etmektedir. Romer (1986)'ın modeline benzer şekilde bu dışsallığın, ekonomi genelindeki ortalama beşeri sermaye düzeyini temsil ettiği düşünülebilir.

Lucas (1988) beşeri sermayenin iki etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Bu etkilerden ilki, içseldir ve beceri kazanan bireylerin kendi verimliliklerini etkiler. Beşeri sermayenin ikinci etkisi dışsaldır ve bireylerin sahip oldukları beşeri sermaye birikiminin, diğer bireylerin verimliliklerine olan olumlu etkisini içerir. Söz konusu bu dışsal etki ekonomi bütününde ölçeğe göre artan getiriyi olası kılarak sınırsız büyümeyi olanaklı hale getirmektedir.

Modelde beşeri sermaye üretim fonksiyonu şöyle belirtilmektedir:

$$\tilde{h}_t = \delta h_t (1 - u_t)$$

Yukarıdaki beşeri sermaye üretim fonksiyonunda, $\tilde{h}_t$, beşeri sermaye düzeyindeki değişimi, $(1 - u_t)$ ise eğitim için harcanan süreyi temsil etmektedir. $\delta > 0$ 'dır ve bu varsayım, ilave bilginin faydasının, halihazırda sahip olunan bilgi düzeyine bağlı olduğunu ifade eder. Beşeri sermayeye göre azalan getiriler söz konusu olmadığından, sınırsız büyüme olanaklıdır. Modelde uzun dönemli büyüme, beşeri sermaye birikimiyle belirlenmektedir.

Lucas (1988)'ın ikinci modeli yaparak öğrenme yoluyla beşeri sermaye birikimine dayanmaktadır. Birçok iktisatçının gözlemlediği gibi, iş başında eğitim

(on the job training) veya yaparak öğrenme (learning-by-doing) beşeri sermayenin formasyonunda en az okul eğitimi (schooling) kadar öneme sahiptir (Lucas, 1988, 27). Modelde ilk modele benzer bir şekilde, fiziksel sermaye yer almamakta, nüfus artışı sabit varsayılmaktadır. Farklı olarak bu modelde tüm beşeri sermaye birikimi yaparak öğrenme yoluyla biriktirilmekte, sermayenin sadece dışsal etkisi olduğu varsayılmaktadır. Her mal için üretim ve yetenek birikimi yalnızca içinde bulundukları endüstrinin ortalama yetenek düzeyine bağlıdır (Lucas, 1988, 28). Üretim faaliyetleri esnasında gerçekleşen yaparak öğrenme ilk başta hızlı olmakta ancak zamanla hızı azalmaktadır. Böyle bir durumda azalan getiri söz konusu olacaktır. Ancak yaparak öğrenme süreci sürerken aynı zamanda yeni ürünler de ortaya çıkmakta, eski malların üretiminde uzmanlaşmış beşeri sermaye yeni ürünlere geçmektedir. Dolayısıyla azalan getiri durumu ortadan kalkarak, beşeri sermaye büyümenin motoru kimliğini kazanmaktadır. Daha formel bir şekilde ifade etmek gerekirse beşeri sermaye birikimi ilk modelin aksine üretimde geçirilen süre ile orantılı olarak artmaktadır.

$$\tilde{h}_t = \delta h_t(u_t) \quad (4.2)$$

4.1.1.2 Teknolojik Değişimi Açıklayan Modeller

4.1.1.2.1 Romer (1986, 1990) Modeli

Romer'ın 1986 yılında yaptığı çalışmada, diğerlerinden farklı olarak teknolojik ilerleme, kâr amacıyla hareket eden girişimcilerin faaliyetlerinin bir sonucu olarak içselleştirmektedir. Bilgi birikimi ile açıklanan teknolojik gelişmeler, araştırma-geliştirme alanında yatırım yapan rekabetçi firmaların varlığının bir sonucu olarak meydana gelmektedir. Modeli, temel fikri anlatabilecek kadar basitleştirirsek makro düzeyde üretim fonksiyonunu şu şekilde yazabiliriz:

$$Y = K^\alpha (AL_Y)^{1-\alpha} \quad (4.3)$$

Bu denklemde Y çıktıyı, K sermaye stokunu, L_Y işgücünü, A ise yaratıcı fikir/bilgi stokunu ifade etmektedir. Denklemden görüldüğü üzere üretim fonksiyonu K ve L_Y 'ye göre sabit getiri özelliğini taşımakta ancak A bir üretim girdisi olarak gözönüne alındığında ölçeğe göre artan getiri meydana gelmektedir.

Romer (1986, 1990)'a göre bilgi, doğası gereği tüketiminde rekabetin olmaması (non-rival) özelliğini taşımaktadır. Bu nedenle bir bireyin mevcut bilgi

stokundan kullanımı, diğer bireylerin aynı bilgi stokundan aynı anda kullanımı üzerine bir sınır oluşturmamaktadır. Bilgiyi elde etmede rekabetin söz konusu olmaması üretimde ölçeğe göre artan getiriye sebep olmakta, bu durumda piyasa yapısı tam rekabet modelinden uzaklaşarak aksak rekabet biçimini almaktadır. Yaratılan yeni yaratıcı bilginin sıfır marjinal maliyetle kullanılabilir olması durumunda, üretim ölçeği arttıkça birim maliyetler düşecektir. Ancak bununla beraber ileriki yeni bilgilerin ortaya çıkabilmesi için, yeniliği gerçekleştirecek olan firmanın, çıktısını, marjinal maliyetinin üzerinde fiyatlandırabilmesi gerekmektedir. Bu koşulun sağlanabilmesi için yasal zeminde, patent gibi, sahibinin belirli bir süre içinde ekonomik kâr elde etmesini sağlayan, fikri mülkiyet haklarının varlığı gerekmektedir. Bu nedenle belirtilen yasal koşulların ekonomide var olmaması halinde, yeni fikirlerin ortaya çıkabilmesi, aksak rekabetçi piyasa modelini de beraberinde getirecektir. Bilginin bir ikinci özelliği ise kısmen dışlanabilir (partially excludable) olmasıdır. Üretilen bilginin bir kısmı, ekonomi geneline yayılarak (spill-over), diğer firmalar ve araştırmacılar için pozitif bir dışsallık meydana getirmektedir. Bu özellikleri ile bilgi üretimde artan getirilerin varlığını mümkün hale getirmektedir.

Söz konusu yaratıcı fikir/bilgi üretim fonksiyonu aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\dot{A} = \delta AL_A \quad (4.4)$$

Burada L_A araştırma-geliştirme sektöründe istihdam edilen işgücü miktarını göstermektedir. δ , araştırmacı üretkenliğini gösteren bir sabittir. Denklemden görüldüğü üzere yaratıcı fikir stokunun artması, dolayısıyla büyüme sürecinin oluşması için, araştırma-geliştirme sektöründe istihdam edilen işgücü miktarının artması gerekmektedir¹². Bunun yanısıra yüksek toplam tasarım ve bilgi stoku, araştırma-geliştirme sektöründe çalışan mühendisin de verimliliğini arttırmaktadır (Romer, 1990, 83). İkinci etkinin varlığı, araştırma sektöründe çalışanların, o an'a kadarki mevcut bilgi stokundan serbestçe yararlanabilecekleri varsayımına dayandırılır. Bu iki etki aracılığıyla uzun dönem teknolojik büyüme oranının araştırma sektöründe faaliyet gösteren iş gücü miktarına bağlı olduğu sonucuna varılmaktadır.

¹² Sınırsız büyüme için nüfus artışının gerekliliğini ifade eden bu spesifikasyona, karşı bir görüş için bakınız Charles Johnes (1995).

4.1.1.2.2 Artan Ürün Kalitesine Dayanan Modeller (Models of Expanding Product Quality) (Aghion-Howitt, 1992)

Büyüme literatürünün bir diğer önemli kolunu Schumpeterci büyüme teorileri oluşturmaktadır. Bu teoriler Schumpeter anlamındaki teknolojik değişimin büyümenin motoru olduğu yaklaşımını dinamik bir genel denge çatısı içinde modelleştirdikleri için Yeni Schumpeterci modeller olarak adlandırılmaktadır (Yay, 2007, 246).

Romer (1986, 1990) modeli orjinal makalede teknolojik gelişmeyi (A'daki artış) üretimde girdi olarak kullanılacak aramalı çeşitliliğindeki artış olarak cisimleştirmektedir. Bunun yerine Schumpeterci bir yaklaşım olarak bilinen Aghion Howitt (1992) modeli teknolojik gelişmeyi var olan ara malların kalitesindeki artış şeklinde ele almaktadır. Söz konusu aramaların kalitesindeki artışlar, varolan mal ve tekniklerde sürekli bir şekilde iyileştirmeler olmasını gerektirmektedir. Kalite iyileştirme süreci teknolojik bir hamle (breakthrough) sonucunda meydana gelen iyileşme ile ilerleme (improvement) arasında bir ayırım yapılarak gösterilebilir. Hamle genellikle TV ve bilgisayar gibi yepyeni bir ürün yaratılması, ilerleme ise bu yeni üründe gelişmeler yaratarak masa bilgisayar ve renkli TV gibi daha gelişmiş ürünler yaratılması aşamasıdır (Yay, 2007, 247).

Modeldeki önemli varsayım, aynı aramalarının farklı kalitedeki versiyonları arasında güçlü bir ikame ilişkisi olduğu kabulüdür. Bir başka deyişle bir üst kalitedeki aramalının kullanılmaya başlanması, bir önceki kalitedeki aramalının kullanımını bütünüyle engellemektedir. Modelin Schumpeterci yönü bu noktada ortaya çıkmaktadır. Veri bir aramasında bir üst kaliteye ulaşan başarılı yenilikçi girişimciler bir önceki girişimcinin elde etmiş olduğu tekелci rantları bütünüyle imha ederek yaratıcı yıkım sürecini ortaya çıkarmaktadır. Bu modelde Romer (1990)'dan farklı olarak teknolojik gelişme her yeni ürün çeşidiyle (burada üst kalitedeki aramalı) eski ürün çeşidini (burada düşük kalitedeki) kullanılmaz duruma gelmesini ifade etmektedir. Bu farkın bir sonucu olarak merkezi olmayan bir ekonomide (decentralized economy) mevcut firmaların tekелci rantlardan yararlanmak için kalite iyileştirmeye ilişkin olarak çok fazla bir düzeyde ar-ge faaliyetine girişebilecekleri gündeme gelmektedir. Bunun dışında bu modelde de büyüme, araştırma maliyetlerindeki azalma diğer bir deyişle bir önceki denklem notasyonu ile veri A'yı daha düşük düzeyde bir L_A ile gerçekleştirme yolu ile sağlanmaktadır.

4.1.2 Diğer Büyüme Modelleri

Büyümenin belirleyicilerine (determinant) ilişkin olarak yukarıda ele aldığımız temel teorilerin yanı sıra, literatürde bu teorilerin bir anlamda uzantısı niteliğinde düşünebileceğimiz argümanlar da ileri sürülmüştür. Bunların en önemlilerinden bazıları, kamu harcamalarını modele katarak AK tipi bir büyüme modelinin elde edildiği Barro (1990) modeli, büyüme teorilerini uluslararası ticaretin söz konusu olduğu bir çerçevede ele alan model ile enflasyonun büyüme üzerindeki tartışmalı etkisini inceleyen modeldir. Büyüme literatüründe büyümenin belirleyicilerine ilişkin çeşitli ve çok sayıda faktör ileri sürülmüştür. Ancak çalışmamızda büyümenin yalnızca yukarıda ifade ettiğimiz belirleyicilerine ilişkin görüşlere değinilecektir.

4.1.2.1 Kamu Harcamaları Modeli

Barro (1990) kamu harcamalarının uzun dönem büyüme oranı üzerine pozitif etki yarattığına ilişkin bir model geliştirmiştir. Model, Cobb-Douglas tipi makro üretim fonksiyonu kullanılarak açıklanmaya çalışılmıştır.

Modelin temelinde, sermayeye göre azalan getirinin söz konusu olduğu Cobb-Douglas tipi makro üretim fonksiyonuna, kamu harcamalarının bir girdi olarak eklenmesi ile sermayeye göre sabit (veya artan) getirinin elde edilmesi yatmaktadır. Kamu harcamaları değişkeni üretim fonksiyonundaki diğer girdiler ile tamamlayıcı (complementary) bir ilişki içindedir. Diğer bir ifadeyle kamu harcamalarındaki bir artış öteki girdilerin marjinal ürününü arttırmaktadır. Kamu harcamalarının toplumsal getirisinin özel getirisinden yüksek olduğunun varsayıldığı modelde, kamu harcamalarının gayri safi yurtiçi hâsıla içindeki payının artması (verimliliğin belirlediği belirli bir pay aralığında) uzun dönem büyüme oranını arttırmaktadır. Ancak söz konusu bu etkinin gerçekleşebilmesi için, bütçe açığının olmaması ve kamu harcamalarının saptırıcı etkiler meydana getirmeyen (nondistortionary taxes) vergiler ile finanse edilmesi gerekmektedir.

4.1.2.2 Ticaret – Büyüme İlişkisi

Büyüme teorilerinin verimli bir uzantısını, uluslararası ticaretin büyüme üzerindeki etkilerine ilişkin teoriler oluşturmaktadır. Buna göre dış ticaret açıklığının büyüme üzerindeki rolü bir takım koşullara göre değişiklik gösterse de, genel eğilim

ticaret açıklığının büyümeyi olumlu etkilediği yönündedir¹³. Örneğin ticaret, teknoloji transferi yoluyla teknolojik bilgiyi ülkeler arasında aktarmada önemli bir araç olabilmektedir. Bu çerçevede Coe ve diğerleri (1997) dört temel teknoloji transferi kanalı tanımlamıştır. İlk olarak ticaret, ülkelerin daha bol miktarda ve çeşitte aramalı ve sermayeye ulaşmalarını sağlar. İkinci olarak ticaret, girişimcilerin ülkeler arasında iletişimini artırıcı bir özelliğe sahiptir. Ticaretin bu özelliği, girişimcilerin, üretim yöntemlerini, ürün tasarımlarını ve örgütsel yöntemlerdeki yeni gelişmeleri birbirlerine aktarmaları şeklinde ortaya çıkmaktadır. Üçüncü olarak ticaret, yabancı teknolojileri doğrudan taklit etmeye (imitating) de imkân vermektedir. Son olarak ticaret, ülkelerin yeni teknolojiler geliştirme üretkenliğini arttırabilmektedir.

Uluslararası ticaretin aynı zamanda araştırma ve geliştirme (ar-ge) faaliyetlerini arttırdığı da düşünülmektedir. Bu görüş iki argümana dayandırılmaktadır: ilk olarak dışa açıklık nedeniyle artan rekabet ortamının bu türden yenilikçi faaliyetleri tetikleyebileceği savunulmaktadır. İkinci olarak uluslararası pazarlara açılarak müşteri tabanını genişletmenin ar-ge faaliyetlerini uyaracağı düşünülmektedir.

Son olarak Grossman ve Helpman (1995) uluslararası ticaretin faktör fiyatları üzerindeki etkisini temel alan bir argüman ileri sürmüşlerdir. Buna göre serbest ticaret, niteliksiz emek yoğun bir ülkede beşeri sermaye malları ve dolayısıyla bunun üretiminde kullanılan beşeri sermayenin fiyatını azaltacaktır. Beşeri sermayenin büyümenin motoru olduğu bir modelde sonuç, düşen beşeri sermaye fiyatı nedeniyle ar-ge faaliyetlerinin maliyetinin azalması ve büyümenin olumlu etkilenmesidir.

4.1.2.3 Enflasyon-Büyüme İlişkisi

Enflasyonun büyümeyi pozitif yönde etkilediğine ilişkin Keynesyen görüş bilindiği üzere Philips eğrisi ile ifade edilmektedir. Bunun dışında, bireylerin, enflasyonun servetlerinde reel bir azalışa yol açması nedeniyle eski servet düzeylerini koruyabilmeleri için tasarruflarını arttırdıkları ileri sürülmüştür. Tasarruf artışı, faizlerin düşmesi ve dolayısıyla yatırımların artması sonucunu doğurması derecesinde büyümeyi destekleyici olabilmektedir (Mundell, 1963). Ek olarak

¹³ Örneğin niteliksiz emek ve doğal kaynak zengini bir ülke, söz konusu bu üretim faktörlerinin, üretiminde yoğun olarak kullanıldığı mallarda uzmanlaşarak büyümeyi destekleyecek beşeri sermaye yoğun malların üretimini ihmal edecektir. Ayrıntılı bilgi için bakınız Grossman, Helpman (1994, 1995)'e bakınız.

enflasyon ortamında nominal ücretlerin enflasyona eş zamanlı uyarlanamaması, hükümetlerin istikrar politikaları çerçevesinde reel ücretleri düşürücü önlemler almaları, tasarruf eğilimi yüksek kesimlerin reel gelirlerini arttırması dolayısıyla büyümeyi olumlu etkileyebilecektir (Berber, Artan). Bunların yanısıra hükümetlerin enflasyon vergisi yoluyla gelir elde ederek, bunu, büyümeyi artırıcı yatırımlarda kullanabilmeleri olasılığı da söz konusu olabilmektedir.

Enflasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkisine dair tartışmalar devam etmekle birlikte, görece enflasyonun büyümeyi negatif etkilediği yönünde bir eğilimin varlığından söz edilebilir (Khan, Senhadji, 2001). Yüksek enflasyon ve enflasyonun gelecekteki değerine ilişkin belirsizliğin büyüme üzerindeki negatif etkisiyle ilgili çeşitli argümanlar ileri sürülmüştür. Buna göre bu türden bir enflasyon ilk olarak fiyatların, sinyal işlevi görme yetilerini azaltarak etkin kaynak dağılımının önünde bir engel teşkil eder (Bruno, Easterly, 1998, Fischer, 1993). İkinci olarak enflasyon oranının yüksek ve dalgalı olduğu durumda, oluşan makroekonomik belirsizlikler sonucu uzun dönemli sözleşme yapmanın maliyeti yükselir. Bu durumda yatırımların yoğunlukla borçlanma yoluyla finanse edildiği ekonomilerde yatırım kararlarının ertelenmesi söz konusu olabilir (Pyndick, Solimano, 2003). Bir diğer görüşe göre, enflasyonist belirsizliğin aynı zamanda firmaların stoklarını arttırmasına yol açarak uzun dönemde büyümeyi destekleyecek Ar-Ge gibi yenilikçi faaliyetleri azaltacağı savunulmaktadır. Buna ek olarak, enflasyon ile finansal varlıkların değerinin düşmesi nedeniyle tasarrufların değerli maden ve gayri menkul olarak tutulmasının ülkedeki finansal derinliği ve dolayısıyla yatırımları olumsuz yönde etkileyebileceği düşünülmektedir (Berber, Artan, 2004). Yine enflasyonun ihraç mallarını pahalılaştırarak ülkenin uluslararası rekabet gücünü azaltacağına da işaret edilmektedir (Gokal, Hanif, 2004).

Teorik alt yapı yanında ampirik çalışmalara bakıldığında, enflasyon ile uzun dönemli büyüme arasında genellikle doğrusal olmayan bir ilişkinin varolduğunun belirlendiğini söyleyebiliriz (Fischer, 1993). Buna göre düşük enflasyon oranlarında enflasyon ile büyüme arasındaki ilişkinin pozitif olduğu buna karşın yüksek enflasyonun var olduğu durumda söz konusu ilişkinin negatife döndüğü düşünülmektedir¹⁴.

¹⁴ Örneğin Sarel (1996) bir eşik değer olarak %8 enflasyon oranını işaret etmektedir. Çalışmada, bu değerin altında olması durumunda enflasyonun büyüme üzerindeki etkisi pozitif fakat anlamlılığı

4.2 Panel Veri Analizi

Çalışmamızın bu kısmında panel veri ekonometrisinden faydalanılarak finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisi analiz edilecektir. Büyüme literatüründe yer alan çoğu ampirik çalışmada kişi başına gelirin durağan duruma yakınsayıp yakınsamadığı, eğer yakınsıyorsa bu yakınsamının hızı incelenmektedir. Barro ve Sala-i Martin (1995) çalışmalarında, kişi başına ortalama çıktı artışının, başlangıçtaki kişi başına çıktı miktarına bağlı olduğunu göstermektedir. Buradan yola çıkılarak bu çalışmada takip edilecek finans-büyüme modeli aşağıdaki şekilde kurulabilir:

$$\Delta Y = \alpha Y_0 + \eta H + \lambda F + \beta X + U$$

Modelde ΔY , kişi başına reel gayri safi yurtiçi hâsıla artışını; Y_0 , kişi başına başlangıç çıktı seviyesini; H , beşeri sermayeye ilişkin değişkeni; F , finansal değişkenleri; X ise politika değişkenlerini temsil etmekte olup; U hata terimidir.

Finansal gelişme ve derinleşme ile iktisadi büyüme ilişkisini inceleyen çok sayıda çalışma yapılmıştır. Ancak çalışmaların büyük bir kısmı, çok büyük ölçüde ülke ekonomileri için finansal gelişmenin en önemli ayağını oluşturan bankacılık kesimi ile büyüme ilişkisini incelemiş, hisse senedi piyasalarını analiz dışı bırakmıştır.

King ve Levine'in (1993a) çalışmaları 1960–1989 dönemine ait veri setiyle 77 ülkeyi birleştirilmiş cross country metodunu kullanarak analiz etmektedir. King ve Levine (1993a) finansal gelişmenin uzun dönemli büyümeye ne ölçüde katkı sağladığını incelemek için finansal sistemin likit yükümlülükleri¹⁵, banka kredileri/(banka ve merkez bankası kredileri toplamı), özel kesime verilen krediler/yurtiçi toplam krediler ve özel kesime verilen krediler/GSYİH olmak üzere dört farklı finansal derinlik ölçüsü kullandıkları çalışmalarında, modellerine büyümeyi etkileyen eğitim, politik istikrar, ticaret, para ve maliye politikaları değişkenlerini de eklemişlerdir. King ve Levine'in (1993a) elde ettikleri bütün bulgular finansal sektörün gelişiminin iktisadi büyümeyi, fiziki sermaye birikimini ve verimlilik artışını güçlü ve önemli derecede etkilediğine işaret etmektedir.

düşük düzeyde bulunurken, bu değer üzerinde olduğunda söz konusu etki negatif ve oldukça anlamlı olarak bulunmuştur. Benzer olarak Khan ve Senhadji (2001) gelişmiş ülkeler için %1, gelişmekte olan ülkeler için %11 olarak belirlediği eşik değerinin üstünde negative bir enflasyon-büyüme ilişkisinin varlığını ortaya koymuştur. Bu eşiklerin altında, ilişki pozitifdir.

¹⁵ Sözü edilen likit yükümlülükler dolaşımdaki para + bankaların ve banka dışı finansal araçların vadeli ve vadesiz yükümlülükler toplamına eşittir.

Arestis, Demetriades ve Luintel 2001 yılında yaptıkları çalışmalarında beş tane gelişmiş ekonomiye (Almanya, ABD, Japonya, İngiltere, Fransa) ait üçer aylık veri seti ve zaman serisi yöntemi kullanmışlardır. Modellerinde kullandıkları açıklayıcı değişkenler, hisse senedi piyasası kapitalizasyonu/GSYİH, yurtiçi banka kredileri/GSYİH, hisse senedi piyasalarının volatilitesi ve hisse senedi piyasalarının oldukça gelişmiş olduğu ABD ve İngiltere'ye ilişkin olmak üzere hisse senedi piyasası işlem hacmi ve devir oranıdır. Arestis, Demetriades ve Luintel'in (2001) çalışmalarında vardıkları sonuç, Almanya, Japonya ve Fransa'da bankacılık kesiminin ve hisse senedi piyasalarının gelişiminin büyümeye önemli derecede etki ettiği ancak bankacılığın gelişiminin etkisinin hisse senedi piyasalarının gelişiminden çok daha büyük olduğu yönündedir. ABD ve İngiltere'de ise finans ve büyüme ilişkisi zayıf olup, var olan bu zayıf ilişkinin nedenselliği büyümeden finansal gelişmeye doğrudur.

Rousseau ve Wachtel (2000) hisse senedi piyasaları ile bankacılığın gelişiminin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaları, panel teknikleri kullanmaları açısından önemli bir katkı oluşturmuştur. Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen dinamik panel yöntemi ile 47 ülkenin 1980–1995 dönemine ait verilerini kullanarak yaptıkları ampirik çalışmada Rousseau ve Wachtel'in (2000) kullandıkları açıklayıcı değişkenler piyasa kapitalizasyonu/GSYİH, işlem hacmi/GSYİH, kişi başına işlem hacmi, kişi başına piyasa kapitalizasyonu, kişi başına reel M3, açıklanmaya çalışılan değişken ise kişi başına reel GSYİH'dir. Analiz sonucunda Rousseau ve Wachtel'in (2000) ulaştıkları sonuç, hem bankacılığın ve hem de hisse senedi piyasalarının gelişiminin, büyümeye neden olduğuna işaret etmektedir.

Levine ve Zervos (1998) çalışmalarında iktisadi büyüme ile hisse senedi piyasaları ve bankacılığın gelişimi arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemişlerdir. 47 ülkenin 1976–1993 dönemine ait veri setiyle en küçük kareler (OLS) yöntemini kullanmışlardır. Bankacılığın gelişimini ölçmek üzere özel kesime verilen banka kredileri/GSYİH, hisse senedi piyasalarının gelişimini ölçmek üzere ise piyasa kapitalizasyonu/GSYİH, işlem hacmi/GSYİH ve devir oranı değişkenlerinin başlangıç analize tabi tutmuşlardır. Çalışmalarının sonunda Levine ve Zervos'un (1998) elde ettikleri bulgu, hisse senedi piyasalarına ve bankacılığa ilişkin ele aldıkları değişkenlerin başlangıç değerlerinin gelecek 18 yıl için büyümenin güçlü

tahmin edicileri olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Teori, bankacılığa ve hisse senedi piyasalarına ilişkin ele alınan değişkenlerle büyüme arasında ilişki olduğunu ileri sürmektedir, buna karşın Levine ve Zervos (1998) bu değişkenlerin başlangıç değerlerini ampirik teste tabi tutmuştur (Levine, 2002). Bu durum söz konusu çalışmanın bir zayıflığını teşkil etmektedir.

Atje ve Jovanovic (1993) finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisine yönelik olarak yaptıkları cross country çalışmada hisse senedi piyasalarının gelişimi ile bankacılığın gelişiminin etkilerini incelemişlerdir. 1980–1988 dönemine ait veri setini içeren çalışmaları, 40 ülkenin finans ve büyüme değişkenlerini analiz etmektedir. Atje ve Jovanovic (1993) hisse senedi piyasalarına ilişkin olarak hisse senedi piyasası işlem hacmi/GSYİH değişkenini, bankacılığa ilişkin olarak banka kredileri/GSYİH değişkenini kullanmışlardır. Ampirik çalışmaları sonucunda Atje ve Jovanovic'in (1993) elde ettikleri bulgular, hisse senedi piyasalarının büyüme üzerinde kuvvetli bir etkiye sahip olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte bankacılığın gelişimine ilişkin olarak benzer bulgular elde edememişlerdir.

Yukarıda kısaca özetlenen çalışmalardan haricinde, literatürde, finans – büyüme ilişkisini inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bunlardan bazıları aşağıdaki tabloda kısaca verilmiştir:

Tablo 4.1: Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Çalışmanın Yazarı	İncelenen Ülkeler	Ele Alınan Dönem	Temel Bağımlı Değişkenler	Bağımsız Finansal Değişkenler	Sonuçlar
Levine ve Zervos (1998)	Her gruptan 49 ülke	1976-1993 Cross-country büyüme regresyonu	Kişi başına reel GSYİH artışı Kişi başına sermaye stoku artışı Verimlilik artışı Brüt özel tasarruf oranı	İşlem hacmi/GSYİH Kapitalizasyon/GSYİH Hisse devir oranı Hisse getirilerinin volatilitesi Özel kesime verilen banka kredileri/GSYİH Uluslararası sermaye piyasalarına entegrasyon	Hisse senedi piyasalarının likiditesi ve bankacılığın gelişimi ile büyümenin bütün bileşenleri arasında güçlü bir ilişki vardır. Ancak diğer değişkenlerin başlangıç değerleri ile büyüme değişkeni arasında bir ilişki yoktur.
Rousseau ve Wachtel (1998)	ABD, Kanada, İngiltere, İsveç, Norveç	1871-1929 Granger nedensellik Vektör hata düzeltme modeli	Kişi başına reel çıktı artışı	Finansal kurum varlıkları/GSYİH (finansal kurum varlıkları+sermaye hisseleri+şirket tahvilleri)/ toplam finansal varlıklar	Finanstan büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi
Andres, Hernando ve Lopez-Salino (1999)	21 OECD ülkesi	1961-1993 Cross-country büyüme regresyonu Kısıtsız VAR	Enflasyon Kişi başına reel çıktı artışı	Bankacılık kesiminin likit yükümlülükleri/GSYİH Bankacılık kesiminin finans dışı sektöre verdiği krediler/GSYİH Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu/GSYİH	Piyasa kapitalizasyonu çıktı artışını etkileyen ve nedensellik ilişkisi bulunan tek değişkendir.
Rousseau ve Wachtel (2000)	47 ülke	1980-1995 Dinamik panel	Reel kişi başına GSYİH artışı	Piyasa kapitalizasyonu/GSYİH İşlem hacmi/GSYİH Kişi başına işlem hacmi Kişi başına piyasa kapitalizasyonu Kişi başına reel M3	İki aşamalı yatay kesit tahmin sonuçları işlem hacminin büyüme üzerindeki etkisine işaret etmektedir. Panel VAR sonuçları nedensellik ilişkisinin piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmi değişkenlerinden iktisadi faaliyetlere doğru olduğuna işaret etmektedir. M3 para arzı göstergesinin de reel kişi başına GSYİH artışında önemli olduğu bulgusu elde edilmiştir.

Tablo 4.1 - devam

Çalışmanın Yazarı	İncelenen Ülkeler	Ele Alınan Dönem	Temel Bağımlı Değişkenler	Bağımsız Finansal Değişkenler	Sonuçlar
Arestis, Demetriades ve Luintel (2001)	Almanya, ABD, Japonya, İngiltere, Fransa	1968-1998 Time series methods	Reel GSYİH	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu/GSYİH Yurtiçi banka kredileri / GSYİH Borsa volatilitesi Yalnızca İngiltere ve ABD için alternatif olarak: İşlem hacmi/GSYİH Hisse devir oranı	Almanya, Japonya, Fransa’da hem hisse senedi piyasalarının ve hem de bankaların GSYİH artışına önemli katkılar sağladığı ancak bankaların etkisinin daha büyük olduğu bulgusu elde edilmiştir. ABD ve İngiltere’de ise finans ve büyüme ilişkisinin zayıf olduğu ve var olan bu zayıf ilişkinin nedenselliğinin büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu sonucu elde edilmiştir.
Bassanini, Scarpetta ve Hemmings (2001)	21 OECD ülkesi	1971-1998 Hata düzeltme panel regresyonu	Kişi başına reel çıktı artışı	Likit yükümlülükler/GSYİH Mevduat bankalarının özel kesime verdiği krediler/GSYİH Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu/GSYİH	Hisse senedi piyasalarının etkisi yüksektir. Bankcılığın ise yalnızca modele enflasyon eklendiği durumda söz konusudur.
Leahy, Schich ve diğerleri (2001)	19 OECD ülkesine ilişkin bankacılık değişkenleri 16OECD ülkesine ilişkin hisse senedi değişkenleri	1970-1997 1976-1997 Hata düzeltme panel regresyonu	Kişi başına reel çıktı artışı	Likit yükümlülükler/GSYİH Mevduat bankalarının özel kesime verdiği krediler/GSYİH Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu/GSYİH	Kredi ve hisse senedi piyasası değişkenlerinin etkisi önemlidir.
Shan, Morris ve Sun (2001)	9 OECD ülkesi ve Çin	1960-1998 Granger non-causality test	Kişi başına reel GSYİH	Banka kredileri/GSYİH	5 ülke için iki taraflı, 3 ülke için büyümeden finansal gelişime doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur. 2 ülke için ise nedensellik ilişkisi bulunamamıştır.
Rousseau ve Wachtel (2001)	84 ülke	1960-1995 5’er yıllık ortalaması alınmış veriler	Reel çıktı artışı	M3/GSYİH (M3-M1)/GSYİH Toplam krediler/GSYİH	Finansal değişkenlerin anlamlılık düzeyleri yüksek ve katsayıları pozitifdir.

Tablo 4.1 - devam

Çalışmanın Yazarı	İncelenen Ülkeler	Ele Alınan Dönem	Temel Bağımlı Değişkenler	Bağımsız Finansal Değişkenler	Sonuçlar
Rousseau ve Sylla (2001)	17 ülke	1850-1997 Cross-country büyüme regresyonu	Kişi başına reel çıktı artışı	M2	Finansal değişkenler iktisadi gelişmenin ilk aşamalarında önem taşır.
Yousif (2002)	30 gelişmekte olan ülke	1970–1999 Granger nedensellik testi	Kişi başına reel GSYİH artışı	Dolaşımdaki para/M1 M2/GSYİH	Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki güçlü bir nedensellik ilişkisi vardır ve bu ilişki iki yönlüdür. Ancak finans-büyüme ilişkisi bütün ülkeler için genelleştirilemez.
Ansari (2002)	Malezya	1960-1996 Vektör hata düzeltme modeli	Kişi başına reel GSYİH	M1/GSYİH Reel M1	Finansal değişkenlerden kişi başına reel GSYİH'ye doğru arz itişli bir nedensellik mevcuttur.
Jalilian ve Kirkpatrick (2002)	18 gelişmekte olan ülke 8 gelişmiş ülke	Regresyon	GSMH artışı	Bankaların mevduat varlıkları Net dış varlıklar	Finansal gelişmedeki %1'lik bir değişim, gelişmekte olan ülkelerdeki fakir gelirli nüfus diliminin gelir artışlarını %0.4 arttırır. Bu önemli düzeyde bir etkidir. Diğer bir deyişle finansal sektörü geliştirmeye yönelik politikalar, gelişmekte olan ülkelerde yoksulluğun azaltılması hedefine ulaşılmasında katkı sağlayıcı nitelik taşır.
Beck ve Levine (2004)	40 ülke	1976-1998 Beş yıllık ortalamaları alınmış veriler Dinamik panel	Kişi başına GSYİH artışı	Mevduat bankalarının özel kesime verdiği krediler/GSYİH Hisse senedi piyasaları devir oranı/GSYİH	Kurulan çoğu modelde bankacılığa ve hisse senedi piyasalarının gelişimine ilişkin göstergeler, kişi başına GSYİH artışı ile pozitif ilişkilidir.
Honohan (2004)	70 gelişmekte olan ülke	Cross-section	Kişi başına ortalama GSYİH düzeyi	Özel kesime verilen krediler/GSYİH	Özel kesime verilen krediler/GSYİH değişkenindeki 10 puanlık bir artış, yoksulluk oranını 2.5-3 puan azaltacaktır.

4.2.1 Yöntem

Çalışmamızda panel veri ekonometrisi kapsamında yer alan birleştirilmiş en küçük kareler (POLS) ile Arellano-Bond (1991) yöntemleri kullanılacaktır. Sözü edilen yöntemleri açıklamaya başlamadan önce, genel anlamda panel veri ekonometrisine değinmek yerinde olacaktır.

Panel veri ekonometrisi araştırmacıya, ele aldığı serileri hem yatay kesit ve hem de zaman serisi bağlamında değerlendirme imkânı verir. Söz konusu ekonometrik sınamaya yönteminde, araştırmada ele alınan değişkenlerin kesit boyutunu, diğer bir ifadeyle uzaysal boyutunu ülkeler, firmalar, mallar gibi birimler oluştururken, zaman boyutunu bir değişken setinin belli bir dönem içindeki periyodik gözlemleri oluşturur. Baltagi (2005, 4–7) panel veri yöntemi kullanmanın sağladığı avantajları şu şekilde sıralamaktadır:

- i. Panel veri kişilerle, firmalarla, ülkelerle vs. zaman içinde ilişki kurduğundan, bu birimlerin kendi aralarında heterojen olması kaçınılmaz olmaktadır.
- ii. Panel veri, yatay kesit gözlemlerin zaman serisini birleştirerek daha bilgilendirici veriler, daha fazla değişkenlik, değişkenler arasında daha az doğrusallık (collinearity), daha fazla serbestlik derecesi ve daha etkin bir model sağlar.
- iii. Tekrar eden yatay kesit gözlemlerle çalıştığından, panel veri “değişim dinamiklerini” çalışmak için daha uygun bir yöntemdir.
- iv. Panel veri sadece yatay kesit serisinde ya da sadece zaman serisinde gözlenemeyen etkileri daha iyi bir biçimde ortaya çıkarır ve ölçer.
- v. Panel veri araştırmacıya, daha karmaşık davranışlara sahip modeller üzerinde çalışma imkânı sağlar.

4.2.1.1 Birleştirilmiş En Küçük Kareler Modeli (POLS)

Panel veri tekniklerinden biri olan birleştirilmiş en küçük kareler (pooled OLS) yönteminde, izlenecek t dönemleri ve kesit birimler (çalışmamızda ülkeler) için tahmin edilecek model:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \lambda F_{it} + u_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (4.5)$$

şeklindedir. Yukarıdaki modelde yer alan Y_{it} , kişi başına iktisadi büyümeyi; X_{it} , zamana ilişkin kukla değişkenler ile modelde kullanılan finansal değişkenler

dışındaki diğer değişkenleri; F finansal değişkenleri ve u_{it} hata terimini ifade etmektedir. i , yatay kesit birimleri, çalışmamızda ülkeleri; t , zamanı ve α regresyon sabitini göstermektedir. β , $K \times 1$ (K değişken sayısını göstermek üzere) boyutlu bir vektördür (Baltagi, 2005).

Birleştirilmiş en küçük kareler yönteminde, hata terimine ilişkin bazı varsayımlar yapılmaktadır. Bu varsayımlar, hata teriminin normal dağıldığı, bu dağılımın ortalamasının sıfır ve varyansının sabit olduğu şeklindedir. Diğer bir ifadeyle, $E(u_{it}) \sim N(0, \sigma^2)$ ve $E(X_{it}u_{it}) = 0$ 'dır. Belirtilen varsayımlar, hata terimi ile açıklayıcı değişkenlerin aynı dönem içinde aralarında herhangi bir ilişki olmadığını vurgular. Bununla birlikte bu varsayımlar, $s \neq t$ olduğu durumda X_{it} ve u_{it} arasındaki ilişkiye herhangi bir kısıt getirmemektedir. Böyle bir kısıtın olmaması, $s \neq t$ iken X_{it} ve u_{it} 'nin ilişkili olabileceği anlamına gelmektedir. Bu durum, X değişkenlerine ilişkin kesin dışsallık (strictly exogeneity) varsayımı yerine eşanlı dışsallık varsayımının geçerli olduğunu ifade etmektedir. Birleştirilmiş en küçük kareler tahmin edicisinin tutarlı olabilmesi için rank koşulu da sağlanmalıdır. $E((X_i' X_i))$, K rankına sahip ve nonsingular (tekil olmayan) olmalıdır. Bu şartlar altında β şu şekilde tahmin edilecektir (Baltagi, 2005):

$$\beta = [E(X_i' X_i)]^{-1} E(X_i' Y_i) \quad (4.6)$$

4.2.1.2 Dinamik Panel – Arellano Bond Modeli (Difference Panel Estimator)

Gerçekleştirilen iktisadi bir davranış veya karar alma, büyük ölçüde önceki dönem deneyimlerinin bir sonucu olduğundan, çoğu iktisadi ilişki dinamik bir yapıya sahiptir. Bu nedenle iktisadi değişkenler arasındaki ilişkiler sınanırken, değişkenlerin gecikmeli değerlerinin açıklayıcı faktörler olarak kullanılması önemlidir. Açıklayıcı değişkenler arasında, açıklanan değişkene ait gecikmeli değerin bulunduğu modeller dinamik modeller olarak adlandırılır.

Doğası gereği dinamik bir yapıya sahip olan iktisadi ilişkileri incelemede kullanılan panel veri yöntemi avantajlı bir yöntemdir. Ampirik çalışmamızda iktisadi büyümenin, temel araştırma konumuz olan finansal belirleyicileri, büyümenin diğer temel belirleyicileriyle birlikte incelenecektir. İktisadi büyümeyi etkileyen çok

önemli unsurlardan biri de, önceki dönemde aldığı değerdir. Bu nedenle dinamik modelin, araştırma konumuz için avantajlı bir yöntem olduğu düşünülmektedir.

Dinamik panel veri yöntemi aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + x'_{it} \beta + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T \quad (4.7)$$

δ , skalar bir sayı, x'_{it} , $1 \times K$ ve β , $K \times 1$ (boyutunda birer matris)dir. y , t dönemindeki kişi başına iktisadi büyüme oranını; y_{t-1} , $t-1$ dönemindeki kişi başına iktisadi büyüme oranını; x_t , açıklayıcı değişkenler ile zamana ilişkin gölge değişkenleri ve u_t ise t dönemine ilişkin hata terimini ifade etmektedir.

Arellano ve Bond (1991) ülkelere özgü etkiyi yok edebilmek için regresyon denkleminin birinci dereceden farkını almayı önermektedir:

$$y_{it} - y_{i,t-1} = \delta(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + (v_{it} - v_{i,t-1}) \quad (4.8)$$

$(v_{it} - v_{i,t-1})$, birim köke sahip bir MA(1)'dir. $t=3$ için bu ilişkiyi gözlemlediğimiz birinci dönem,

$$y_{i3} - y_{i2} = \delta(y_{i2} - y_{i1}) + (v_{i3} - v_{i2}) \quad (4.9)$$

şeklindedir. Bu durumda y_{i1} , Δy_{i2} için geçerli bir araçtır, çünkü $(y_{i2} - y_{i1})$ ile korelasyonu yüksek ve v_{it} seri olarak bağlantılı olmadığı sürece $(v_{i3} - v_{i2})$ ile ilişkisizdir. Ancak $t=4$ döneminde,

$$y_{i4} - y_{i3} = \delta(y_{i3} - y_{i2}) + (v_{i4} - v_{i3}) \quad (4.10)$$

olmaktadır. Bu durumda y_{i2} ve y_{i1} , $(v_{i4} - v_{i3})$ ile ilişkili olmadığından hem y_{i1} ve hem de y_{i2} $(y_{i3} - y_{i2})$ için geçerli araçlardır. Böylelikle T dönemi için geçerli araç seti $(y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{i,T-2})$ olacaktır.

Araç matrisi $W = [W'_1, \dots, W'_N]'$ dir. Bu matris,

$$W_i = \begin{bmatrix} [y_{i1}] & & & 0 \\ & [y_{i1}, y_{i2}] & & \\ & & \ddots & \\ 0 & & & [y_{i1}, \dots, y_{iT-2}] \end{bmatrix} \quad (4.11)$$

şeklindedir. Matrisin üst satırı $t=3$ 'ü, alt satırı ise $t=T$ 'yi ifade etmektedir. Bu matris kare bir matristir ve $(T-2)$ boyutundadır. Moment koşulları,

$$E[(\Delta y_{it} - \delta \Delta y_{it-1})y_{it-j}] = 0 \quad j=2, \dots, t-1 \quad t=3, \dots, T \quad (4.12)$$

ile veya vektör formunda,

$$E(W_i' \Delta v_i) = 0 \quad (4.13)$$

ile verilmektedir. Burada,

$$\Delta v_i' = (v_{i3} - v_{i2}, \dots, v_{iT} - v_{i,T-1}) \quad (4.14)$$

dir. $T \geq 3$ dönemi için $m = (T-2)(T-1)/2$ tane doğrusal moment kısıtı vardır.

(4.8) no'lu denklem W' ile çarpıldığında,

$$W' \Delta y = W'(\Delta y_{-1})\delta + W' \Delta v \quad (4.15)$$

elde edilir. Bu denklige genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi uygulandığında, Arellano – Bond (1991) yönteminin birinci aşama tutarlı tahmin edicisi elde edilir:

$$\hat{\delta}_1 = [(\Delta y_{-1})' W (W'(I_N \otimes G) W)^{-1} W'(\Delta y_{-1})]^{-1} [(\Delta y_{-1})' W (W'(I_N \otimes G) W)^{-1} W'(\Delta y)] \quad (4.16)$$

Burada $W'(I_N \otimes G) W = \sum_{i=1}^N W_i' G W_i$ 'dir ve G , $(T-2)$ boyutunda kare bir matristir:

$$G = \begin{bmatrix} 2 & -1 & 0 & A & 0 & 0 \\ -1 & 2 & -1 & A & 0 & 0 \\ 0 & -1 & 2 & A & 0 & 0 \\ M & M & M & 0 & M & M \\ 0 & 0 & 0 & A & 2 & -1 \\ 0 & 0 & 0 & A & -1 & 2 \end{bmatrix} \quad (4.17)$$

Arellano ve Bond (1991) birinci aşama tahmin yönteminin yanı sıra, ikinci aşama tutarlı bir genelleştirilmiş momentler yöntemi sunmaktadır:

$$\hat{\delta}_2 = [(\Delta y_{-1})' W V_N^{-1} W'(\Delta y_{-1})]^{-1} [(\Delta y_{-1})' W V_N^{-1} W'(\Delta y)] \quad (4.18)$$

Burada $V_N = \sum_{i=1}^N W_i'(\Delta v_i)(\Delta v_i)'W_i$ 'dir. Bu genelleştirilmiş momentler yöntemi

tahmin edicisi, başlangıç koşullarına ilişkin veya v_i ve μ_i 'nin dağılımına ilişkin hiçbir bilgi gerektirmez. Bu tahmin ediciyi kullanıma hazır hale getirmek için, Δv yerine, birinci aşama tahminden ($\hat{\delta}_1$) elde edilen farkı alınmış artıklar kullanılır.

Genelleştirilmiş momentler yönteminin tutarlılığı, hata terimlerinin seri bağlantı sergilemediği ve kullanılan araçların geçerli olduğu varsayımlarına bağlıdır. Arellano ve Bond (1991) bu koşulların sağlanıp sağlanmadığının test edilmesi gerektiğini belirtmektedir. Bu amaç doğrultusunda ilk olarak hata terimlerinin seri bağlantılı olmadığı şeklindeki hipotez test edilir ve farkı alınmış hata terimlerinin ikinci dereceden seri bağlantılı olup olmadığına bakılır. Araçların geçerliliğini sınamak için ise Sargan testi uygulanmalıdır. Bu test, tahmin sürecinde kullanılan moment koşullarının örnek modelini (sample analog) incelemek suretiyle araçların genel geçerliliğini sınar. Her iki test için de sıfır hipotezinin reddedilememesi, modelin doğru kurulduğuna ve geçerli olduğuna işaret eder.

Arellano ve Bond (1991) fark almaya dayanan bu yöntemin kesit birim sayısı az olan örneklemelere uygulandığında bazı sorunlar doğuracağını ifade etmektedir. İkinci aşama tahmin sonuçları kullanıldığında asimptotik standart hatalar aşağıya doğru sapmalıdır. Ancak bununla birlikte birinci aşama tahmin sonuçları, hata terimlerinin homoskedastik (aynı varyansa sahip) olması durumunda bile, ikinci aşama tahmin sonuçlarına göre etkinsizdir. Dolayısıyla ikinci aşama katsayı tahminleri asimptotik olarak daha etkin, birinci aşama standart hatalardan elde edilen asimptotik sonuç daha güvenilir olabilecektir. Araç sayısı, kesit birim sayısına eşit ya da ondan daha büyük ise sorun daha şiddetlenmektedir. Bu durum hem standart hataları ve hem de Sargan testini aşağıya doğru saptırır ve yanlış asimptotik çıkarımla (asymptotic inference) sonuçlanabilir.

Çalışmamızda, Beck ve Levine (2004)'in çalışmalarında da olduğu gibi bu soruna yönelik ilk olarak testin birinci aşama sonuçları ele alınmaktadır. Burada katsayı tahminleri daha az etkin, fakat asimptotik standart hatalar sapmasızdır. İkinci olarak modellere (Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5) sınırlı sayıda politika değişkeni dâhil edilmektedir. Özellikle politika bilgi setinde belli bir zamanda modele birçok değişken eklemekten ziyade, yalnızca bir politika değişkeni

eklenmektedir. Araç setini küçük tutmakla yukarı doğru eğilimli tahmin elde edilmesi (over-fitting) sorunu minimize edilmekte ve daha etkin olan ikinci aşama Arellano-Bond (1991) yönteminin güvenilirliği maksimize edilmektedir (Beck, Levine, 2004). Bununla birlikte modelde bütün değişkenlerin yer alması durumunda sonuçlarda nasıl bir farklılık meydana geleceğini görebilmek için, politika değişkenlerinin tamamının veya bir kısmının yer aldığı modeller de kurulmuştur.

Kısım 4.2.2’de değinildiği gibi modellerde ele alınan değişkenlerden banka kredileri değişkeni, sahip olduğu tersine nedensellik özelliğinden dolayı içsel bir karektere sahip olup, hata terimi ile ilişkilidir. Literatürde finansal gelişmeyi ölçen değişkenlerin, potansiyel olarak içsel nitelikli oldukları kabul edilmektedir (Greenwood, Jovanovic, 1990; Bencivenga, Smith, 1991; Levine, 1991, 1992b; De Gregorio, 1993; Greenwood, Smith, 1997; Levine, 1992b; Saint-Paul, 1992). Bu çalışmada finansal gelişmeye ilişkin kullanılacak olan banka kredileri değişkeni de böyle bir özelliğe sahiptir, bu nedenle söz konusu değişkenin iki gecikmeli değeri esas alınmıştır.

4.2.2 Veri

Çalışmamızın bu kısmındaki ampirik sınamada izlediğimiz yöntem, dinamik panel veri metodolojisi içinde yer alan ve Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen, regresyon denkleminin farkını almaya dayanan yöntemdir. Arellano-Bond (1991) dinamik panel veri yöntemi (a) gözlenemeyen ülkeye özgü etkilerin yarattığı sapmaları (bias) yok etmek için büyüme regresyonu denkleminin farkını alır ve (b) eşanlı sapmadan doğan potansiyel parametre tutarsızlıklarını ortadan kaldırmak amacıyla, bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerini kullanarak, denklemin sağ tarafındaki değişkenleri kullanır.

Gözlemimiz 1975 ile 2004 yılları arasındaki dönemi içermekte olup, yıllık veriler esas alınmıştır. Çalışmamızda Arellano ve Bond (1991) yönteminin, birinci aşama tahmin yöntemi ve ikinci aşama tahmin yöntemi olmak üzere iki türü kullanılmıştır.

Finans – büyüme literatürü hisse senedi piyasaları ve bankaların, piyasada varolan bilgi asimetrisini azaltma ve işlem maliyetlerini düşürme fonksiyonları üzerinde durur. Ancak elimizde, hisse senedi piyasalarının ve bankaların, bilgiye ulaşma ve işlem maliyetlerini düşürme işlevlerini geniş ülke kesitinde ne dereceye

kadar yerine getirebildiğini gösteren bir ölçü bulunmamaktadır. Teori ve ölçek arasında doğrudan bir bağ olmaması nedeniyle, hisse senedi piyasası ve bankacılık kesiminin gelişimine ilişkin ülkeler arası farklılıkları tahmin etmek üzere, bankacılık sisteminin büyüklüğüne ve hisse senedi faaliyetlerine ilişkin vekil (proxy) değişkenler kullanılır (Beck, Levine, 2004).

Yapacağımız ampirik sınamada finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini test etmek amacıyla hisse senedi piyasasının gelişiminin belirlenmesinde kullanılan ölçü birimi, devir oranıdır. *Hisse senedi devir oranı* (hisse senedi stokunun işlem görme oranı), yurt içi hisse senedi piyasalarında ticareti yapılan hisselerin toplam değerinin, borsaya kote olan hisselerin toplam değerine oranıdır. Bu oran, hisse senedi piyasası ticaret hacminin, hisse senedi piyasası büyüklüğüne oranını ifade eder. Hisse senedi devir oranının yüksek olması, genellikle işlem maliyetlerinin düşük oluşunun bir göstergesidir. Ancak şunu önemle belirtmek gerekir ki, hisse senedi piyasasının büyük olması, likiditesinin mutlaka yüksek olması anlamına gelmez. Büyük fakat hareketsiz bir piyasanın kapitalizasyonu yüksek, devir oranı düşüktür (Levine ve Zervos, 1998).

Literatürde ülkelerin hisse senedi piyasalarının likiditesinin düşük olmasının, uzun dönemli yatırımlara girişilmesine engel olacağını ileri süren bazı çalışmalar vardır. Bu çalışmalara göre piyasanın hareketliliğinin az olması, bireylerin, sahip oldukları hisseleri, nakit ihtiyacı duydukları anda satmalarını engelleyeceğinden, uzun dönemli yatırımlara cesaret edilemeyecektir. Piyasada hareketliliğin fazla olduğu durumlarda ise yatırımcılar hazır çıkış imkânına sahip olduklarından, yatırımcıların uzun dönemli yatırımlar üstlenmelerini engelleyecek koşullar azalmış olacaktır (Levine, 1991; Bencivenga, Smith, Starr, 1995; Beck, Levine, 2004).

Çalışmamızda hisse senedi piyasalarına ilişkin olarak hisse senedi toplam ticaret değeri (toplam işlem hacmi) ve hisse senedi piyasası kapitalizasyonu göstergeleri ile de denemeler yapılmıştır¹⁶. Ancak Beck ve Levine (2004) bu değişkenlere ilişkin bazı çekinceler olduğunu ifade etmektedir. Yurtiçi hisse senedi piyasalarında gerçekleşen hisse senedi ticareti toplam değerinin gayri safi yurtiçi hâsılaya oranı ile ifade edilen hisse senedi toplam ticaret değeri, ilk olarak piyasanın likiditesini değil, gerçekleşen hisse senedi ticaretinin, ekonominin büyüklüğüne

¹⁶ Hisse senedi toplam ticaret değeri ve hisse senedi kapitalizasyonu değişkenlerine ilişkin ampirik denemelerin sonuçları, çalışmamızın ekler kısmında yer almaktadır.

oranını ölçer. İkinci olarak piyasalar ileri bakışlı (forward looking) olduklarından, piyasada şirketlerin karlılığına ilişkin bir beklenti oluşması durumunda hisse senetlerinin fiyatları yükselecektir. Hisse senedi ticaret değeri, hisse senetlerinin fiyatlarının ve miktarlarının çarpımına eşit olduğundan, fiyat artışı ile birlikte bu şirkete ait hisselerin ticaret değeri yükselecektir. Dolayısıyla yapılan hisse senedi toplam ticaret değeri, hisselerin el değiştirme sayısında bir artış olmaksızın da yükselebilecektir. Buna karşın hisse senedi devir oranını ifade eden eşitliğin hem payı hem de paydası “fiyat”ı içerdiğinden ve böylelikle fiyat etkisi ortadan kalktığından, bu göstergede bu tür bir problem olmayacaktır (Rousseau, Wachtel, 2000; Beck, Levine, 2004).

Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu, borsaya kote olan hisse senetlerinin piyasa değerini ifade etmektedir. Levine ve Zervos (1998)’un çalışmaları söz konusu göstergenin, büyümenin iyi bir tahmin edicisi olmadığını göstermektedir. Bu göstergeye ilişkin yetersizlik şuradan kaynaklanmaktadır: ekonomilerde kaynak dağılımı ve büyümeyi yalnızca borsaya kote olan hisse senetleri belirlemez. Bu nedenle söz konusu değişkeni kullanmak hisse senedi piyasalarının gelişimi ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi ölçmede çok yeterli bir gösterge olarak kabul edilmemektedir. Ayrıca hisse senedi toplam ticaret değeri için belirtilen sakınca benzer şekilde hisse senedi piyasası kapitalizasyonu için de geçerlidir (Rousseau, Wachtel, 2000; Beck, Levine, 2004).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların oldukça önemli bir ayağını oluşturan bankacılık kesiminin gelişimine ilişkin çalışmamızda kullanacağımız gösterge Levine ve Zervos (1998), Rousseau ve Wachtel (2000), Beck ve Levine (2001) ile Beck ve Levine (2004)’in çalışmalarını takip ederek, *Banka Kredisi*’dir. Bu gösterge, mevduat bankalarınca özel kesime verilen kredilerin gayri safi yurtiçi hâsılaya oranına eşittir.

Finansal gelişme – iktisadi büyüme ilişkisini inceleyen literatürde, bu iki değişken arasındaki ilişkiyi inceleyen çoğu çalışmada finansal gelişmenin vekil değişkeni olarak M3’ün gayri safi yurtiçi hâsılaya oranı kullanılmaktadır (King, Levine, 1993; Cole ve diğerleri, 1995; Rousseau, Wachtel, 2001; Rousseau, Wachtel, 2005; Ang, McKibbin, 2007). Ancak finansal gelişmenin bir göstergesi olarak banka kredisi değişkeninin kullanılması, M3/GSYİH değişkeninin kullanılmasından daha sağlıklıdır. Çünkü banka kredileri değişkeni kalkınma bankaları tarafından verilen

kredileri ve devlete ve kamu girişimlerine verilen kredileri dışlayarak, yalnızca özel kesime verilen kredileri içerir (Beck, Levine, 2001).

“Hisse senedi piyasaları ile iktisadi büyüme” ve “bankacılık ile iktisadi büyüme” arasındaki birbirinden bağımsız ilişkinin gücünü değerlendirebilmek için, iktisadi büyümenin regresyonumuzdaki diğer potansiyel belirleyicilerini de kurduğumuz modellere teker teker ilave ettik. Modellerin tümüne dâhil ettiğimiz basit bilgi setinde (simple conditioning information set), veri setimizde yer alan ekonomilerin yakınsama etkisini görebilmek için *kişi başına başlangıç reel gayri safi yurtiçi hâsıla* değişkeni, beşeri sermaye birikiminin etkisini görebilmek için *ortalama eğitim yılı* değişkeni yer almaktadır. Politika bilgi setinde ise (policy conditioning information set) basit bilgi setine ek olarak *kara borsa döviz kuru primi*¹⁷, *ticari açıklık*¹⁸, *enflasyon oranı*, *kamu harcamalarının gayri safi yurtiçi hâsılaya oranı* değişkenleri yer almaktadır. Regresyonlarımızda yukarıda bahsedilen açıklayıcı değişkenlerin yanı sıra, *zamana ilişkin gölge değişkenler* (time dummies) de kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak kullanılan göstergemiz *kişi başına reel gayri safi yurtiçi hâsılanın artış oranıdır*.

Tablo 4.2’de değişkenlere ilişkin betimsel istatistikler ve değişkenler arasındaki ilişkiler gösterilmektedir. Ampirik sınamamızda incelediğimiz yükselen ekonomiye sahip 21 ülkenin¹⁹ hisse senedi piyasaları ve bu ülkelerin bankacılık kesimlerine ilişkin kullandığımız değişkenlerin maksimum ve minimum değerleri arasında önemli farklılıklar olduğu görülmektedir. Örneğin 1975–1979 döneminde, hisse senedi piyasası likiditesinin bir göstergesi olan hisse senedi devir oranı Portekiz’de 0.002 düzeyinde iken, 2000–2004 döneminde bu oran Pakistan’da 3.75 düzeyinde gerçekleşmiştir. Diğer yandan 1985–1989 döneminde Peru’da bankalar özel kesime gayri safi yurtiçi hâsıllarının yalnızca %5’ini kredi olarak verirken, 2000–2004 döneminde Pakistan’da bu oran % 140.2 düzeyinde gerçekleşmiştir.

¹⁷ Kara borsa döviz kuru primi, [(serbest piyasa döviz kuru/resmi döviz kuru)-1]*100 ile formülize edilmektedir.

¹⁸ Ticari açıklık değişkeni, ihracat ve ithalatın toplamının gayri safi yurtiçi hâsılaya oranı ile ifade edilmektedir.

¹⁹ Panel veri çalışmamızda gözlem alanımızı oluşturan ülkelerin listesi Ek.1’de verilmiştir.

Tablo 4.2: Betimsel İstatistikler

	Büyüme	Hisse senedi devir oranı	Banka kredisi
Ortalama	0.0202969	0.3944778	0.357371
Standart sapma	0.0250864	0.5439727	0.2449739
Minimum	- 0.0659967	0.002	0.05
Maksimum	0.0814588	3.75	1.402
Gözlem sayısı	629	564	609

Tablo 4.3'te ise iktisadi büyüme, hisse senedi devir oranı ve banka kredileri değişkenleri arasındaki korelasyonlar yer almaktadır. Bu tablo incelendiğinde, iktisadi büyüme ve hisse senedi devir oranı değişkenleri arasındaki ilişkinin değerinin (0.3130), iktisadi büyüme ve banka kredileri değişkenleri arasındaki ilişkinin değerinden (0.2766) daha yüksek olduğu görülmektedir. Diğer yandan hisse senedi devir oranı ve banka kredileri değişkenleri arasındaki ilişkinin (0.1626) önemli düzeyde olduğu söylenemez.

Tablo 4.3: Korelasyonlar

Değişken	Büyüme	Hisse senedi devir oranı	Banka kredisi
Büyüme	1		
Hisse senedi devir oranı	0.3130	1	
Banka kredisi	0.2766	0.1626	1

Çalışmanın bu bölümünde birleştirilmiş en küçük kareler ve Arellano-Bond metodolojileri çerçevesinde, 1975 – 2004 dönemine ilişkin yıllık veriler kullanılarak, 21 yükselen ülke ekonomisinde hisse senedi piyasaları ve bankacılığın gelişimi ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki incelenmeye çalışılmıştır. Kullandığımız bütün

değişkenlere ilişkin verilerin tamamı, gözlem dönemimiz boyunca eksiksiz olmadığından, bu çalışma, bir dengesiz panel veri çalışması niteliği taşımaktadır. Kurduğumuz regresyonlarda kişi başına başlangıç reel gayri safi yurtiçi hâsıla, banka kredileri, hisse devir oranı, ticari açıklık ve kamu harcamaları açıklayıcı değişkenlerinin doğrudan logaritmaları alınmıştır. Regresyonlarımızda yer alan ortalama eğitim yılı, enflasyon oranı ve kara borsa döviz kuru primi değişkenlerimizin ise değerlerinin sıfıra çok yakın veya sıfırdan küçük olması nedeniyle, aldıkları değerlere 1 ilave edildikten sonra logaritmaları alınmıştır.

Panel veri çerçevesinde yaptığımız ampirik sınamalarda kullandığımız değişkenler, çeşitli veri kaynaklarından alınmıştır. Kişi başına iktisadi büyüme, kamu harcamaları, ticari açıklık ve enflasyon oranı değişkenlerine ilişkin veriler Dünya Bankası'na ait World Development Indicators (WDI) veri tabanından alınarak, gerekli basit oranlamalar tarafımızdan hesaplanmıştır. Hisse senedi devir oranı ve banka kredisi değişkenlerine ait veriler Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2000)'in güncellenmiş veri setinden, ortalama eğitim yılı değişkenine ait veriler ise Barro ve Lee (2000)'nin eğitime katılım'a ilişkin hazırladıkları uluslar arası veri setinden alınmıştır. Son olarak modelimizde kullandığımız kara borsa döviz kuru primi değişkenimize ait veriler için Pick's Currency Yearbook ve World Currency Yearbook'un çeşitli sayılarından ve Uluslar arası Para Fonu (IMF)'na ait International Financial Statistics (IFS) veri tabanından yararlanılmıştır.

4.2.3 Beklentiler ve Uygulama Sonuçları

Uygulama sonuçlarına geçmeden önce belirtmemiz gereken bir nokta, panel veri yöntemlerini kullandığımız bu kısımda, ilgili sınamayı, bu çalışmada kullanılan değişkenler dışında başka bir takım değişkenler kullanarak da çok defa yapmış olmamızdır. Uygulamalar sırasında farklı değişkenleri de çalışmamıza dâhil ederek testimizi çeşitlendirmemizin nedeni, bu değişkenlerin oluşturduğumuz modellere eklenmesi durumunda elde edilecek bulgulara olumlu yönde herhangi bir değişiklik yaratıp yaratmayacağının belirlenmesidir. Sözü edilen denemelerden biri analizimizde petrol ihraç eden ülkelere ilişkin gölge değişkenler kullanılmasıdır. Zira gözlem setimizi oluşturan ülkelere Mısır, Endonezya ve Venezuela bu grupta yer alan ülkelerdir. Bu sınama yapıldığında, bulgularımızda olumlu yönde herhangi bir değişme olmadığı görülmüştür. İkinci olarak dünya konjonktürünü temsilen A.B.D.'nin büyüme oranı modellere katılarak başka bir deneme gerçekleştirilmiştir.

Ancak burada da elde edilen bulgularda olumlu yönde herhangi bir değişiklik gözlenememiştir. Üçüncü olarak ise analizimize, tarım kesiminin ülke ekonomisindeki ağırlığını dikkate almak üzere, tarım kesiminin gayri safi yurtiçi hâsıla içindeki payı şeklinde bir değişken de denemelerimiz arasında yer almıştır. Sonuçta yine olumlu yönde bir değişiklik meydana gelmemiştir.

Çalışmanın, öncelikle tüm değişkenlere ilişkin Arellano-Bond uygulama sonuçlarının verildiği bu başlığı altında, daha sonra birleştirilmiş en küçük kareler uygulama sonuçları ortaya konmuştur. Arellano-Bond test sonuçları Tablo 4.4'te, birleştirilmiş en küçük kareler test sonuçları ise Tablo 4.5'te verilmiştir.

Solow neoklasik büyüme teorisine göre sermayenin azalan marjinal verimi nedeniyle, sermaye stok seviyesi düşük düzeyde olan ülkelerde, sermayenin marjinal verimliliği daha yüksek olacaktır. Dolayısıyla eşit tasarruf oranına sahip ülkelerden, sermaye stok seviyesi daha düşük olanlar, sermaye stok seviyesi daha yüksek olan ülkelerden daha hızlı büyüyecektir. Bir başka deyişle sermaye gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru hareket edecektir. Bu nedenle ülkelerin başlangıç gelir düzeyi ile büyüme oranları arasında negatif ilişki olduğuna dair bir bulgu, ülke ekonomileri arasında yakınsamanın gerçekleşip gerçekleşmediğine karar vermede önemli bir kriterdir. Söz konusu iki değişken arasındaki negatif ilişki, hem gelir düzeyi ve hem de büyüme oranı anlamında yakınsamanın bir kanıtı olarak yorumlanabilir. Bu hipoteze göre (mutlak yakınsama hipotezi) kişi başına gelir düzeyi düşük olan ülkeler başlangıçta daha hızlı büyüyerek, kişi başına gelir düzeyi yüksek olan ülkelerin gelir düzeylerine yakınsar. Uzun dönemde büyüme oranı (durağan durum büyüme oranı) teknolojik ilerleme oranı seviyesine ulaşacak ve böylelikle ülkeler arasında büyüme oranlarında da yakınsama gerçekleşmiş olacaktır.

Tablo 4.4'ten izlenebileceği gibi gerek politika değişkenlerimizin tek tek yer aldığı ilk beş modelde, gerekse bütün değişkenlerimizin yer aldığı altıncı modelde ve ayrıca yedinci modelde kişi başına başlangıç reel gelir düzeyi değişkeni ile kişi başına büyüme oranı değişkeni arasında teoriye uygun olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişki bulunmuştur (-0.0816 ila -0.0884). Diğer bir deyişle ele aldığımız 21 yükselen ülke ekonomisi için yakınsama olgusu geçerlidir.

Oluşturduğumuz regresyonun temel değişkenlerinden biri olan ortalama eğitim yılının iktisadi büyümeyi pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir. Çünkü Abromovitz (1986) ve Lucas'ın (1993) çalışmalarında belirttikleri gibi, bir ülkedeki

nitelikli işgücü miktarı arttıkça, o ülkede yeni teknolojileri absorbe etme, bunları kullanma ve yenilikler (innovation) meydana getirme kabiliyeti artar. Bu nedenle eğitim faktörü iktisadi büyümede oldukça önemli bir role sahiptir.

Kurduğumuz bütün modellerde ortalama eğitim yılı değişkeninin katsayısı anlamlı olmakla beraber beklentilerimizin aksine negatif işaretli olarak bulunmuştur. Söz konusu değişkene ilişkin katsayılar -0.0058 ila -0.0227 arasında değişmektedir. Literatürde gerek büyümenin determinantlarını genel olarak inceleyen çalışmalarda, gerekse özellikle beşeri sermaye – büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalarda bu tür bulgulara rastlanmaktadır. İslam (1995) bunun nedenlerinden birinin üretim fonksiyonundaki kuramsal beşeri sermaye değişkeni ile regresyonlarda kullanılan beşeri sermaye değişkeni arasındaki çelişki olduğunu ileri sürmektedir. Örneğin okula kayıt olma oranı, beşeri sermaye yatırımlarının yalnızca kısmi bir göstergesidir. Eğitim süresi de benzer şekilde beşeri sermayeyi tam olarak temsil edemeyebilmektedir. Bunlara ek olarak söz konusu gösterge eğitim kalitesindeki farklılıkları hesaba katmamaktadır. Diğer yandan, özellikle az gelişmiş birçok ülkede beşeri sermaye, bu göstergeler kullanılarak ölçüldüğünde, insan sermayesi alanında önemli ilerlemeler yapılmış gibi görünse de, bu ülkelerde gerçek beşeri sermaye düzeyindeki artış aslında o kadar yüksek değildir. Yine de tüm bu eleştiriler veri iken mevcut durumda beşeri sermayeyi temsil etmek üzere ortalama eğitim yılı ampirik çalışmalarda yaygın olarak kullanılmaktadır.

Modellerimize veri olan finansal değişkenlerden banka kredilerinin, büyüme üzerinde pozitif etkide bulunması beklenmektedir. Oluşturduğumuz bütün regresyonlara dâhil ettiğimiz banka kredileri değişkeninin, beklentilere uygun şekilde, katsayısı pozitif ve istatistikî bakımdan anlamlı bulunmuştur (0.0131 ilâ 0.0243).

Hisse senedi piyasalarının likiditesinin ve dolayısıyla finansal derinliğin bir göstergesi olarak ele alınan hisse senedi devir oranı değişkeninin tabloda yer alan yedi regresyonda da pozitif ve anlamlı olduğu görülmektedir (0.0037 ila 0.0052). Finansal piyasalara ilişkin değişkenlerden banka kredileri değişkeninin katsayısı, hisse senedi devir oranı değişkenin katsayısından oldukça yüksektir. Modelimizde gözlenen ülkelerin yükselen ekonomiler olduğu hatırlanırsa, bu sonuç beklentilere uygundur. Hatırlanacağı üzere ortaya konan teorik çalışmalarda, ekonomiler geliştikçe finans piyasalarının da gelişeceği, ancak gelişim sürecinin ilk aşamalarında

bankacılık kesiminin finans piyasalarındaki hakim sektör olacağı, ileriki aşamalarda ise hisse senedi piyasalarının ve diğer yeni ve kompleks piyasaların da ortaya çıkmasıyla birlikte, bankacılık kesiminin toplam içindeki ağırlığının azalacağı ileri sürülmektedir.

Kamu harcamaları değişkeninin büyüme üzerindeki etkisi literatürde tartışmalı bir konu olmakla birlikte, söz konusu değişkenin etkisi, harcamanın türüne göre değişmektedir. Barro ve Sala-i Martin (1995), eğitim ve altyapı gibi verimli nitelikteki kamu harcamalarının iktisadi büyümeyi desteklerken, verimsiz nitelikteki kamu harcamalarının büyümeyi engelleyeceğini ileri sürmektedir. Ayrıca dışlama etkisi (crowding-out effect) de, kamu büyüklüğü katsayısının negatif işaretli olma beklentisini kuvvetlendirir.

Kişi başına başlangıç reel gayri safi yurtiçi hâsıla, ortalama eğitim yılı, banka kredisi ve hisse senedi devir oranı değişkenlerini sabit tutup, kamu harcamaları değişkenini regresyona eklediğimizde söz konusu değişkene ait katsayının negatif ve anlamlı olduğu görülmektedir. Ayrıca altıncı ve yedinci modellerde de kamu harcamaları değişkeninin katsayısı aynı şekilde negatif ve anlamlıdır. Elde edilen bu bulgular, yakın dönemde yapılan çalışmaların sonuçlarına benzemektedir (bkz. Barro, 1996; Barro, Sala-i Martin 2004).

Ticari açıklık değişkeninin içsel büyüme literatüründe, uzmanlaşma, dış kaynaklı teknolojiyi içeren makine ve teçhizatı ve/veya yeni fikirleri ithal etme gibi yollarla bir kanal görevi görerek, bilginin ticaret yapan ülkeler arasında akmasına yol açtığı ileri sürülür. Uzmanlaşma ve bilginin yayılması büyümeyi arttırıcı bir etkiye sahip olacaktır. Bu nedenle dışa açıklığı fazla olan ülkeler daha hızlı büyüyecektir²⁰. Ancak ticaret – büyüme ilişkisini inceleyen teorik ve ampirik çalışmalara bakıldığında, bu iki değişken arasındaki ilişkinin yönüne dair bir fikir birliği olduğu söylenemez. Ticaretin büyümeyi pozitif yönde etkilediğine dair yapılan çalışmaların yanısıra²¹, bu çalışmalara önemli eleştiriler getiren çalışmalar²² da bulunmaktadır. Ancak yapılan çalışmaların çok büyük bir kısmı ticari açıklık ve iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir. Bu nedenle

²⁰ Ayrıntılı bilgi için Grossman ve Helpman (1991a, 1991b, 1995)'ın ve Edwards (1993)'ın çalışmalarına bakınız.

²¹ Ayrıntılı bilgi için Dolar ve Kraay (2004), Lee ve diğerleri (2004) ve Winters (2004)'ın çalışmalarına bakınız.

²² Ayrıntılı bilgi için Rodriguez ve Rodrik (2000)'in çalışmalarına bakınız.

kurduğumuz modellerde bu değişkenin katsayısının pozitif işaretli olması beklenmektedir.

Politika değişkenlerimiz arasında yer alan ticari açıklık değişkenini regresyona eklediğimiz üçüncü modelden görüldüğü üzere, değişkene ilişkin katsayı, beklentilerle paralel olarak pozitif ve anlamlıdır. Bütün politika değişkenlerinin yer aldığı altıncı ve sadece kara borsa döviz kuru primi değişkeninin bulunmadığı yedinci modelde de ticari açıklık değişkeninin katsayısı yine aynı şekilde pozitif ve anlamlı bulunmuştur.

Kurduğumuz modellerde sabit tuttuğumuz kişi başına başlangıç reel gelir düzeyi, ortalama eğitim yılı, banka kredileri ve hisse senedi devir oranı değişkenlerine enflasyon değişkenini eklediğimizde, bu değişkenin katsayısı beklentilere uygun şekilde negatif ve istatistikî açıdan anlamlı bulunmuştur. Bütün değişkenlerimizin yer aldığı altıncı modelde enflasyon değişkeninin katsayısının yine negatif ve anlamlı olduğu ve bu modelden kara borsa döviz kuru primi değişkeninin çıkarılması durumunda sonucun yine aynı kaldığı görülmektedir.

Kara borsa döviz kuru primi, döviz kurunda, fiyatta ve dış ticarete meydana gelen sapmaları toplu olarak yansıtan bir göstergedir (Easterly, 1994; Levine, Zervos, 1998). Bu nedenle söz konusu değişken büyüme göstergeleri ile gelişim ölçümleri arasındaki bağımsız ilişkiyi değerlendirmede faydalı olabilir. Kara borsa döviz kuru primi değişkeninin değerinin artması döviz kuru piyasalarında istikrarsızlığın artması, dolayısıyla fiyatta ve dış ticarete bozulmaların meydana gelmesi olarak değerlendirildiğinden, söz konusu değişkene ilişkin katsayının negatif işaretli olması beklenir.

Ampirik sınınamamızda kullandığımız sonuncu politika değişkeni kara borsa döviz kuru primidir. Kurduğumuz beşinci modelde söz konusu değişkenimizin katsayısının beklentiler doğrultusunda negatif ve anlamlı olduğu görülmektedir. Bütün değişkenlerin yer aldığı altıncı modelde negatif işaretli olan kara borsa döviz kuru primi değişkeninin katsayısı bu sefer anlamsız olduğundan, söz konusu değişkenin yer almadığı yedinci model kurulmuştur.

Tablo 4.4: Arellano Bond Test Sonuçları^{†§⊥}

Bağımsız değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model7
Büyüme_1	-0.2003 (0.000)	-0.1721 (0.007)	-0.1944 (0.000)	-0.1847 (0.000)	-0.2226 (0.000)	-0.1686 (0.003)	-0.1538 (0.048)
Sabit	0.0070 (0.000)	0.0092 (0.000)	0.0059 (0.000)	0.0059 (0.000)	0.0065 (0.015)	0.0064 (0.008)	0.0065 (0.000)
Kişi Başına Başlangıç Reel Gelir Düzeyi*	-0.0846 (0.000)	-0.0884 (0.000)	-0.0846 (0.000)	-0.0817 (0.000)	-0.0816 (0.000)	-0.0841 (0.000)	-0.0847 (0.000)
Ortalama Eğitim Yılı**	-0.0227 (0.097)	-0.0226 (0.006)	-0.0033 (0.083)	-0.0058 (0.037)	-0.0048 (0.047)	-0.0138 (0.078)	-0.0184 (0.055)
Banka Kredileri*	0.0160 (0.000)	0.0131 (0.000)	0.0154 (0.017)	0.0138 (0.000)	0.0148 (0.058)	0.0162 (0.067)	0.0243 (0.010)
Hisse Senedi Devir Oranı*	0.0049 (0.097)	0.0039 (0.007)	0.0044 (0.002)	0.0052 (0.001)	0.0041 (0.026)	0.0037 (0.035)	0.0041 (0.017)
Kamu Harcamaları*		-0.0261 (0.000)				-0.0170 (0.033)	-0.0208 (0.009)
Ticari Açıklık*			0.0221 (0.000)			0.0221 (0.038)	0.0212 (0.005)
Enflasyon Oranı**				-0.0111 (0.001)		-0.0163 (0.044)	-0.0140 (0.001)
Kara Borsa Döviz Kuru Primi**					-0.0013 (0.041)	-0.0001 (0.157)	
Sargan Testi*** (p değeri)	0.5366	0.5357	0.4626	0.6819	0.4905	0.6847	0.7127
1. Dereceden Ardışık Bağintı (p değeri)	0.0616	0.0600	0.0251	0.0843	0.0248	0.0909	0.0478
2. Dereceden Ardışık Bağintı**** (p değeri)	0.6985	0.3429	0.5513	0.8451	0.2021	0.2751	0.5558
Wald Testi	7654.98	2504.60	10413.26	8616.15	1211.34	659.31	446.47
Ülke Sayısı	21	21	21	21	21	21	21
Gözlem Sayısı	522	522	522	521	279	278	521

[†] Tabloda parantez içinde verilen değerler, p değerleridir.

[§] Modellerimizde, ele aldığımız altı döneme ilişkin olarak zaman gölge değişkenleri (time dummies) kullanılmış, ancak anlamlı sonuç vermediğinden tabloda rapor edilmemiştir.

[⊥] Kurulan modellerde bağımlı değişken, kişi başına reel büyüme oranıdır.

* Bu değişken regresyonda, log(değişken) şeklinde yer almaktadır.

** Bu değişken regresyonda, log(1+değişken) şeklinde yer almaktadır.

*** Sıfır hipotezi, seçilen araçlarla hata terimleri arasında korelasyon olmadığı şeklindedir.

**** Sıfır hipotezi, birinci farkı alınan regresyondaki hata terimlerinin seri bağlantılı olmadığı şeklindedir.

Çalışmanın panel kısmında kullanılan değişkenlere ilişkin beklentiler ve Arellano-Bond test sonuçları bu şekilde iken, birleştirilmiş en küçük kareler yöntemine (Tablo 4.5) ilişkin sonuçlar aşağıdaki gibidir:

Kişi başına başlangıç reel gelir düzeyi değişkeninin katsayısı Arellano-Bond yönteminin uygulama sonuçlarında olduğu gibi, birleştirilmiş en küçük kareler yönteminin uygulama sonucunda da anlamlı ve negatif elde edilmiştir. O halde bu test sonuçları da gözlemlediğimiz ekonomiler için yakınsama hipotezinin varlığına işaret etmektedir.

Tablo 4.5'ten ortalama eğitim yılı değişkeninin katsayısının işaretinin, kurulan bütün modellerde, beklentilerle aynı yönde, yani pozitif olduğu görülmektedir. Katsayının işareti beklenen yönde olmakla birlikte, katsayı anlamlı değildir. Bu sonuçlar Arellano-Bond yönteminde elde edilen sonuçların tam tersi yöndedir.

Temel araştırma konumuz olan finansal piyasalara ilişkin banka kredileri değişkeni ile hisse senedi devir oranı değişkeninin katsayıları, Arellano-Bond uygulama sonuçlarıyla benzer şekilde ve beklentilerle paralel olarak pozitif ve anlamlı elde edilmiştir. Burada da banka kredileri değişkeninin katsayısı teoriye uygun şekilde hisse senedi devir oranı değişkeninin katsayısından daha büyüktür.

Arellano-Bond test sonuçlarına göre katsayısının işareti negatif ve anlamlı olan kamu harcamaları değişkeni, birleştirilmiş en küçük kareler uygulaması sonucunda negatif fakat anlamsız olarak elde edilmiştir. Ticari açıklık değişkeninin katsayısı da Arellano-Bond uygulaması sonucunda pozitif ve anlamlı çıkmasına karşın, birleştirilmiş en küçük kareler uygulaması sonucunda söz konusu değişkenin katsayısı tam tersine negatif işaretli fakat anlamsız bulunmuştur.

Kamu harcamaları ve ticari açıklık politika değişkenlerinden başka, enflasyon ve kara borsa döviz kuru primi politika değişkenlerinin katsayıları Tablo 4.5'ten incelendiğinde, dördüncü ve beşinci modellerde bu iki değişkenin negatif değerler aldıkları ve anlamlı oldukları görülmektedir. Bu sonuç Arellano-Bond test sonuçlarına benzer ve beklentilerle aynı yöndedir.

Panel veri uygulamamızda ele aldığımız bütün açıklayıcı değişkenlerin yer aldığı altıncı modelde, kara borsa döviz kuru primi haricindeki diğer politika değişkenlerinin anlamsız olduğu görülmektedir.

Tablo 4.5: Birleştirilmiş En Küçük Kareler Test Sonuçları^{†§}
(Pooled Ordinary Least Squares)

Bağımsız değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Sabit	0.1703101 (0.000)	0.1826189 (0.000)	0.1723216 (0.000)	0.1535616 (0.000)	0.1821482 (0.000)	0.1934711 (0.000)
Kişi Başına Başlangıç Reel Gelir Düzeyi*	-0.0155625 (0.000)	-0.0131632 (0.002)	-0.0156013 (0.000)	-0.0131709 (0.002)	-0.015513 (0.000)	-0.0120946 (0.011)
Ortalama Eğitim Yılı**	0.0076861 (0.417)	0.0055649 (0.552)	0.0079634 (0.446)	0.0060832 (0.523)	0.0056612 (0.562)	0.0039259 (0.706)
Banka Kredileri*	0.0155576 (0.000)	0.0171798 (0.000)	0.0157664 (0.000)	0.0122695 (0.001)	0.0135728 (0.001)	0.0147362 (0.002)
Hisse Senedi Devir Oranı*	0.0070561 (0.000)	0.0065539 (0.000)	0.0070203 (0.000)	0.0075961 (0.000)	0.0066434 (0.001)	0.0063608 (0.002)
Kamu Harcamaları*		-0.0106867 (0.201)				-0.0111893 (0.193)
Ticari Açıklık*			-0.0005043 (0.923)			-0.0016528 (0.716)
Enflasyon Oranı**				-0.0178906 (0.045)		-0.0083843 (0.442)
Kara Borsa Döviz Kuru Primi**					-0.0056466 (0.021)	-0.0050627 (0.081)
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
R²	0.3727	0.3883	0.3728	0.3874	0.4129	0.4347
Gözlem Sayısı	105	105	105	105	98	98

[†] Tabloda parantez içinde verilen değerler, p değerleridir.

[§] Modellerimizde, ele aldığımız altı döneme ilişkin zaman gölge değişkenleri (time dummies) kullanılmış, ancak anlamsız sonuç verdiğinden tabloda rapor edilmemiştir.

[⊥] Kurulan modellerde bağımlı değişken, kişi başına reel büyüme oranıdır.

* Bu değişken regresyonda, log(değişken) şeklinde yer almaktadır.

** Bu değişken regresyonda, log(1+değişken) şeklinde yer almaktadır.

5. TÜRKİYE’DE FİNANSAL DERİNLEŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME

5.1 Türkiye’de Finansal Serbestleşme Süreci

İkinci Dünya Savaşından 1970’li yıllara kadar geçen süreçte dünya ekonomilerinin genelinde Keynesyen iktisadi görüş hakimiyetini sürdürmüş ve bu görüş, kamunun ekonomik yapıya yönelik müdahale ve yönlendirmelerinin teorik altyapısını oluşturmuştur. Bu dönemde, gelişmekte olan ülkelerin çoğu kalkınma ve sanayileşmelerini ithal ikameci politikalar aracılığıyla gerçekleştirmeye çalışmışlardır. Finansal sistemin kalkınma sürecinde yardımcı nitelikli bir araç olarak kabul edildiği ve rolünün oldukça kısıtlı olduğu bu yıllarda, kamu kesimi tarafından finansal piyasalara yapılan müdahaleler doğal karşılanmıştır. 1970’li yıllarda, gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan ekonomik bunalımın ardından ekonomik serbestleşme süreci başlamış ve bu sürece paralel olarak iktisat yazınında Neoklasik yaklaşım ön plana çıkmıştır. Bu yaklaşım çerçevesinde, finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve finansal derinleşmenin sağlanmasının gelişmekte olan ülkelere ekonomik gelişmeyi hızlandıracağı ve etkin kaynak kullanımını sağlayacağı ileri sürülmüştür.

1970’li yılların ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı ekonomik sorunlar, finansal serbestleşme politikalarının bu ülkelere hızla yayılmasında önemli bir etken olmuştur. Zira bu yıllarda gelişmekte olan ülkelerin çoğu dış kaynak bulmada zorlanmış, dış borç krizi ile karşı karşıya kalmış ve ciddi kaynak yetersizliği sorunu yaşamışlardır. İşte tam bu dönemde, ekonomilerde yaşanan bu sorunların çözümü olarak, dış kaynak yetersizliği karşısında, finansal tasarrufların artırılarak yurtiçi kaynakların harekete geçirilmesi politikaları reçete olarak sunulmuş ve bu önermeler gelişmekte olan ülkelerin çoğunda geniş kabul görmüştür.

1970’lerin ikinci yarısından itibaren Türkiye ekonomisinde de diğer gelişmekte olan ülkelere ortaya çıkan sorunlara benzer nitelikte sorunlar yaşanmaya başlanmıştır. Dış kaynak yetersizliğinin de etkisiyle 1979 yılında kriz sürecine

girilmiş ve bu süreçte dış desteğin sağlanamaması nedeniyle krizin boyutları hızla şiddetlenmiştir. Dış destek için başvuru alan uluslar arası kuruluşlar ekonomik destek için serbestleşme sürecinin başlatılmasını ve ekonomide reforma gidilmesi koşulunu öne sürmüşlerdir. İç ve dış koşullarda ortaya çıkan bu gelişmeler neticesinde geleneksel ekonomi politikaları yeniden gözden geçirilmiş ve yeni politikaların gerekliliği üzerinde durulmuştur.

Tüm bu gelişmeler neticesinde 24 Ocak 1980 tarihinde serbest piyasa prensiplerine dayalı ve dışa dönük ekonomi politikalarını esas alan yapısal uyum programı yürürlüğe konarak Türkiye’de geniş kapsamlı bir reform ve serbestleşme süreci başlatılmış ve finansal serbestleşme politikaları bu sürecin en önemli parçası haline gelmiştir (Saraçoğlu, 1997, 5). Yapısal reformlara dayanan istikrar programlarında, serbest piyasa ekonomisinin önemine değinilmiş ve makroekonomik istikrar ve ekonomik büyümenin, kaynakların en etkin şekilde kullanılması ile mümkün olacağı ve bu nedenle finansal serbestleşmenin, programın ayrılmaz bir parçası olduğu ifade edilmiştir (Binay, Kunter, 1998).

Bu süreçte, rekabete açık ekonominin ilke ve esaslarının yerleştirilmesi, fiyat oluşumunda idari kararlar yerine büyük ölçüde piyasa güçlerinin hakimiyetinin sağlanması ve yurtiçi mali piyasaların yeniden yapılandırılması ve geliştirilmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır. Bu sürecin tamamlayıcısı olarak, 1989 yılında uluslararası sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılmıştır.

Finansal serbestleşme hareketi ile ortaya çıkan en önemli beklentilerden biri ülkedeki finansal piyasaların gelişmesi ve finansal derinliğin sağlanmasıdır. Kamu tarafından gerçekleştirilen müdahalelerin ve kamunun finansal piyasalarda fiyat ve miktar üzerindeki baskınının, bu piyasaların gelişimine zarar verdiği kabul edilmektedir. Devlet müdahalelerinin ortadan kalkmasıyla finansal piyasalarda piyasa ekonomisinin işlerlik kazanacağı, bu durumun ise yurtiçi tasarrufları artırarak yatırımlara kaynak teşkil edeceği, böylelikle ekonomik büyümenin hız kazanacağı savunulmaktadır. Zira, finansal serbestleşmeye dayanak oluşturan görüşlerin temel önermelerinden biri, serbestleşme neticesinde yurtiçi tasarrufların artacağı ve finansal piyasalarda büyüyen fonların kredi hacmini genişletmek suretiyle yatırım artışına ve neticede büyümeye katkı sağlayacağıdır.

5.1.1 Faiz Oranlarına İlişkin Düzenlemeler

Türkiye’de faiz oranlarına ilişkin düzenlemeler, finansal serbestleşme hareketinin ilk adımını oluşturmuştur. Finansal serbestleşme hareketinin temel politika aracı olan faiz politikasındaki köklü değişiklik sürecine 1980 yılının Temmuz ayında başlanmıştır. Bu tarihte, vadeli tasarruf mevduatı ve kredi faiz oranlarının serbest bırakıldığı açıklanmış ve ilk defa faiz oranlarının devlet müdahalesi olmaksızın serbestçe belirlenmesine olanak sağlanmıştır. Getirilen bu düzenlemeler çerçevesinde, 1980’li yıllara kadar uygulanan tavanlar nedeniyle negatif düzeyde seyreden reel faiz oranları pozitif dönmüş ve önemli ölçüde artış kaydetmiştir (Yülek, 1998, 11). Ancak finansal serbestleşme yolunda getirilen bu ilk düzenlemenin hemen ardından, büyük bankalar biraraya gelerek, faizlerin belli bir düzeyin üzerine yükselmesini önlemek amacıyla ortak bir faiz oranı belirleme kararı almışlar ve bu konuda bir centilmenlik anlaşması imzalamışlardır (Sak, 1995, 64).

Finansal serbestleşme sürecinde mali derinleşmeyi sağlamak üzere getirilen bir diğer serbesti, banka ve bazı holdinglerin aracı kurumlar kurmaları ve bu kurumlara mevduat sertifikalarını iskonto ile satmaları şeklinde gerçekleşmiştir. Bankerlik müessesesinin oluşumuna katkıda bulunan bu karar, o dönemde sağlıklı bir finansal yapının doğuşuna da zemin teşkil etmiş ve iflasları beraberinde getirmiştir. Bu dönemde ortaya çıkan bankerlerin çoğu herhangi bir kurumsal geçmişi ve altyapısı olmayan girişimciler olup, bu yetersizliklerine rağmen kısa zamanda piyasadan yüksek miktarlarda fon toplama imkânını elde edebilmişlerdir. Bu sistem, piyasaya bugün giren tasarruf sahiplerinin mevduatlarıyla dünkü yatırımcıların faiz ödemelerini gerçekleştirmeye dayandırılmıştır (Sak, 1995, 64). 1981 yılında özellikle küçük bankalar ve yasal ve kurumsal denetimden uzak olan bankerler arasında artan rekabet, faiz oranlarının aniden yükselmesine sebep olmuştur. Bu gelişmeler neticesinde mevduatın bankaya maliyeti önemli ölçüde yükselmiştir. Mevduatın yükselen maliyeti kredi kullanan firmaların durumlarını güçleştirmiştir. Bankaların geri ödenmeyen kredileri sonucunda mevduat faizleri daha da artmıştır. Neticede, özellikle küçük bankalar yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla faizlerini daha da yüksek seviyelere çekmek zorunda kalmışlardır. Büyük bankaların da faiz yükseltme yarışına katılmaları sonucunda 1982 yılında faizler daha da üst seviyelere tırmanmıştır (Binay, Kunter, 1998; TCMB, 2002, 12-13). Bazı küçük bankaların ve bazı aracı kurumların çökmesiyle son bulan bu süreç

1982 yılında finansal sistemi krize sürüklemiş ve Ocak 1983'te faiz oranları yeniden Merkez Bankası'nın kontrolüne alınmıştır (Saraçoğlu, 1997). 1987 yılının ortalarına kadar devlet tarafından belirlen mevduat ve kredi faiz oranları, 12 Ekim 1988 tarihinde yeniden serbest bırakılmış ve piyasa koşulları hakim kılınmıştır (Yülek, 1998, 12).

Finansal serbestleşme sürecinde gerçekleştirilen düzenlemelerden biri de zorunlu rezerv uygulamasına ilişkindir. 1985 ve 1986 yıllarında alınan kararlarla, zorunlu rezerv sisteminin hükümetin finansal kaynağı olma statüsünden çıkarılarak faydalı bir para politikası aracına dönüştürülmesi hedeflenmiştir. Yaklaşık % 25 gibi yüksek oranlarda seyreden zorunlu rezervler, bankacılık açısından oluşturdukları sakıncalar dikkate alınarak 1985 ve 1986 yıllarında kademeli olarak %15'ler düzeyine indirilmiştir (Yülek, 1998, 16).

Mevduat ve kredi faizleri 1988 yılında tamamıyla piyasa koşullarına bırakılsa da, ilerleyen dönemlerde bu alanda çeşitli aralıklarla devlet müdahalesinin gerçekleştiği görülmektedir. Nitekim, 1994 ekonomik krizinin ardından faiz oranlarının rekor düzeylere ulaşması ile birlikte Merkez Bankası faiz oranlarına bir kez daha müdahale etmiş ve 1995 yılı başlarına kadar kontrolü elinde bulundurmuştur. 1995 yılı Ocak ayında faiz oranları bir kez daha serbest bırakılmıştır (Yülek, 1998, 16).

Yukarıdaki uygulamalardan da görüldüğü gibi, faiz oranlarının serbestçe oluşumu, bazen bankalararası anlaşmalar, bazen de TCMB'nin yaptığı düzenlemeler ile engellenerek belirli aralıklarla kesintiye uğramış olsa da, 1 Temmuz 1980 tarihinden itibaren faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla, bankacılık sektöründe rekabetin artırılması, reel faiz yoluyla yurtiçi tasarrufların yukarı seviyelere çekilmesi ve bu şekilde finansal sektöre derinlik kazandırılması amaçlanmıştır.

5.1.2 Kambiyo Rejimine İlişkin Düzenlemeler

Finansal serbestleşme sürecinde piyasa merkezli politikalara ağırlık verilmesinin ikinci adımı kambiyo rejiminde yapılan düzenlemeler ile atılmıştır. 1980 öncesi dönemde sabit döviz kuru rejimi uygulanmış ve Türk Lirasının değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre ayarlanmıştır. Ancak, yapılması gereken ayarlamalarda ortaya çıkan gecikmeler Türk Lirasının bazı dönemlerde belirgin şekilde ve aşırı derecede değerlenmesine neden olmuştur. 1980

yılında yürürlüğe giren istikrar programıyla daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürürlüğe konmuş ve Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değeri düşürülmüştür (TCMB, 2002, 10).

1982 yılında ticari bankaların döviz pozisyonu bulundurmalarına izin verilmiştir. Getirilen bu düzenlemenin amacı, yurt dışından ve paralel piyasalardan bankacılık sistemine döviz transferlerini artırmak ve sermaye kaçışını engellemektir.

7 Temmuz 1984 tarih ve 30 sayılı Karar ile kambiyo rejiminin serbestleştirilmesindeki en önemli adım atılmıştır. Bu karar ile, ticari bankaların döviz yükümlülükleri oranında döviz operasyonları ve işlemleriyle meşgul olmalarına imkân sağlanmıştır. 30 sayılı Karar ile; a-) Türkiye’de ikamet eden kişilerin beraberlerinde yabancı para bulundurmaları, bankalarda döviz tevdiat hesabı açtırmaları ve dövizle ödeme yapmaları, b-) bankaların döviz mevcutlarını, belirlenecek esaslara uymak kaydıyla serbestçe kullanmaları, vadeli döviz alım satımı yapmaları, c-) bankaların veya Türkiye’de ikamet eden diğer gerçek ve tüzel kişilerin belirli koşullarda yurtdışından döviz kredisi almaları, yurtiçinde döviz kredisi açmaları, d-) bankaların, Merkez Bankası tarafından açıklanan döviz kurunun etrafında oluşturulan dar bir aralık içinde kalmak kaydıyla kendi işlemlerinde kullanacakları döviz kurunu belirlemelerine izin verilmiştir (Yülek, 1998, 17; TCMB, 2002). 30 Sayılı Kararın hemen ardından 29 Haziran 1985 tarihinde bankaların ticari, ticari olmayan ve bankalar arası işlemleri için kendi kurlarını belirlemelerine serbesti getirilmiştir.

30 Sayılı Kararla vadeli ve vadesiz döviz tevdiat hesabı ve döviz kredisi açılabilmesine imkân sağlanması, döviz piyasalarının serbestleştirilmesi kapsamında önemli bir aşamadır. Alınan tüm bu tedbirler bankaların yabancı para faaliyetlerini önemli ölçüde büyütmüş ve döviz cinsinden mevduatları geniş paranın (M2Y) temel bileşeni haline gelmiştir (Saraçoğlu, 1997). Bankalardaki döviz cinsinden mevduatların hızla artması negatif bazı etkiler de yaratmış, para politikası uygulamasının giderek daha karmaşık ve zor hale gelmesine de yol açmıştır. Döviz mevduatların hızla artması nedeniyle parasal genişlemeyi kontrol altına alabilmek için bu tür mevduatlar 1986 yılında zorunlu rezerv uygulamasına tabi tutulmuştur. Bunun yanı sıra, döviz mevduatlarından elde edilen kazançlar önceleri vergiye tabi değilken, para ikamesini azaltmak için 1988 yılı Şubat ayında alınan tedbirler

çerçevesinde %5 oranında stopaja tabi tutulmuş ve bununla da yetinilmeyerek söz konusu oran 1989 yılında %10 düzeyine çıkarılmıştır (Saraçoğlu, 1997).

Kambiyo rejiminde devam eden serbestleşme hareketinin bir diğer adımı, döviz kurlarının piyasa koşullarına göre belirlenebilmesine yardımcı olmak amacı ile, 21 Eylül 1988 tarihinde Merkez Bankası'nın himayesinde Bankalar arası Döviz ve Efektif Piyasasının kurulması ile atılmıştır. Söz konusu piyasanın katılımcıları bankalar ve yetkili döviz büfeleridir (Sak, 1995, 75).

Ağustos 1989 tarihi, Türkiye ekonomisi açısından oldukça önemli bir dönüm noktasını ifade etmektedir. Bu tarihte, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kararla Türk Parası'nın "tam konvertibilite" ye geçişinin ilk adımları atılmış, kambiyo sisteminde serbestleştirme artırılmıştır. Şubat 1990'da tam konvertibiliteye geçilmiştir. Bu süreçte alınan kararlar çerçevesinde; a-) Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalardan ve diğer yetkili finansal kurumlardan döviz satın almalarına ve döviz hesaplarını serbestçe kullanmalarına, b-) Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin ülkemizde faaliyet gösteren bankalar ve diğer aracı kurumlar vasıtasıyla borsada kote edilmiş Türk menkul kıymetlerini ve hazine bonosu ve devlet tahvillerini almalarına ve satmalarına, bu satışlar sonucu elde edecekleri gelirleri yine bankalar ve diğer aracı kurumlar vasıtasıyla yurtdışına transfer etmelerine, c-) yurtdışında yerleşiklerin yetkili finansal kurumlar vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş hisse senetlerini ya da yabancı ülkeler tarafından ihraç edilmiş bono ve tahvilleri almalarına ve satmalarına, bunun için gerekli dövizli yurt dışına transfer etmelerine izin verilmiştir (Beyazitoğlu, Ersel, Öztürk, 1991, 7-8). Yine 32 Sayılı Kararla sermaye hareketleri üzerindeki kontroller büyük ölçüde hafifletilmiş ve bankaların kendi faaliyetlerinde kullandıkları döviz kurlarını serbestçe belirlemelerine izin verilmiştir.

Kambiyo rejiminde yapılan bu düzenlemeler neticesinde döviz üzerindeki kısıtlamalar büyük ölçüde kalkmış, bu ise para ikamesine doğru bir baskıya yol açmıştır (Yeldan, 1997).

5.1.3 Bankalararası Para Piyasasının (Interbank) Kurulması

1980'lerin ilk yarısına kadarki dönemde bankacılık sistemi oldukça parçalı bir yapı arz etmiştir. Bu dönemde, özellikle politik faktörlerin de etkisiyle kamu bankaları özel bankalara kredi vermede çekimser davranmışlardır. Diğer yandan

faaliyet gösteren ticari bankaların çoğunun ülkedeki büyük sanayi gruplarına ait olması ve bu gruplar arasında ortaya çıkan rekabet nedeniyle, özel bankaların kendi aralarındaki ödünç işlemleri de son derece sınırlı kalmıştır. Bankalar ellerinde bulunan fazla fonlarını sabit bir faiz oranı karşılığında Merkez Bankası'na mevduat olarak yatırmışlar, diğer bankalarla kısa vadeli fon alış-verişine gitmemişlerdir. Kısaca, 1980'lerin ilk yarısına kadar bankalararası piyasa oluşmamıştır (Saraçoğlu, 1997).

Ortaya çıkan bu tablo, kaynakların etkin kullanımı açısından büyük bir sakınca teşkil etmekteydi. Bu sakıncayı ortadan kaldırmak üzere, kısa dönemli likidite ihtiyacını gidermek, bankalararası rezerv hareketlerini desteklemek, sistemdeki likiditenin düzenlenmesi ve dengeli bir biçimde bankalar arasında dağılımına yardımcı olmak ve kaynakların daha etkin bir şekilde kullanılmasını sağlamak amacıyla gerekli kurumsal düzenlemeler yapılmış ve 2 Nisan 1986 tarihinde Bankalararası Para Piyasası kurulmuştur (Yeldan, 1997, 83). Bu tarihten itibaren kısa dönem nakit fazlası olup bunu plase edemeyen bankalar ile kısa dönem nakit ihtiyacı bulunup bu ihtiyacını uzun dönem varlıklarını elinden çıkarmadan karşılamak isteyen bankalar, Merkez Bankası aracılığıyla karşılaşılarak söz konusu ihtiyaçlarını karşılamışlardır. Bu piyasada, Merkez Bankası “aracı” konumunda olup (blind broker) alım-satımı gerçekleştiren taraflar birbirlerini bilmeden Merkez Bankası üzerinden işlemlerini gerçekleştirmektedirler. Diğer taraftan 21 Mart 1988 tarihinden itibaren Merkez Bankası, ihtiyaç duydukça piyasalara aktif olarak müdahale ederek alıcı ya da satıcı tarafında yer almıştır (Yiğit, 2002, 4).

Bankalararası para piyasasının kurulması ile temelde bankaların kısa vadeli likidite güçlüklerini gidermeleri hedeflenmiştir. Finansal serbestleştirme sürecinde, söz konusu piyasaların oluşumu, likidite yönetiminde etkinliği artırmış, bankaların gün içinde borçlanma imkânlarını genişleterek piyasanın büyümesine ve derinleşmesine katkı sağlamıştır.

5.1.4 Kamu Kağıtları Piyasası ve Açık Piyasa İşlemleri

1980'li yılların ortalarına kadar olan süreçte hükümetler kamu açıklarının finansmanında büyük ölçüde Merkez Bankasının kısa vadeli avans imkânına başvurmuşlardır. Ancak söz konusu finansman yönteminin Merkez Bankası bilançosu üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle, 1985 yılında, devlet iç borçlanma senetleri yoluyla finansman yönteminin ağırlıklı olarak kullanımına karar verilmiştir.

29 Mayıs 1985 tarihinden itibaren Hazine tahvillerinin ihale yöntemiyle satışına geçilerek, sistemli bir iç borçlanma politikası başlatılmıştır. Böylelikle anti-enflasyonist politikaların daha rahat yürütüleceği düşüncesinden hareketle Merkez Bankasının kaynakları üzerindeki baskının azaltılması hedeflenmiştir (Önder ve diğerleri, 1993, 190). 1985 yılında başlanan ihale yoluyla tahvil satışları başlangıçta bankalara ve tüzel kişilere yönelik olarak gerçekleştirilmiş, 1986'dan sonra özel kişilere, 1992'den sonra ise doğrudan halka satış aşamalarına geçilmiştir (Kepenek, Yentürk, 2001, 260). 1991'den sonra dövize endeksli bonolar uygulamaya konulmuştur. Döviz endeksli bonolar ihraç edildikten kısa bir süre sonra toplam kamu sektörü menkul kıymetlerinin %8'ine ulaşmıştır (Yülek, 1998, 15).

Finansal serbestleştirme sürecinin önemli adımlarından biri de Merkez Bankasının açık piyasa işlemlerine başlaması ile gerçekleşmiştir. 1985 yılında kamu kağıtları piyasasının işlerlik kazanması, 1986'da ise Bankalararası Para Piyasasının kurulması, finans piyasalarındaki işlem hacmini artırmış, bu ise açık piyasa işlemlerinin uygulanmasına zemin hazırlamıştır. Merkez Bankası, bankacılık sisteminin likidite düzeyini ayarlamak ve bu sayede para arzını kontrol etmek amacıyla Şubat 1987 tarihinde açık piyasa işlemlerine başlamıştır. Açık piyasa işlemleri ile devlet, ekonomide ödünç verilebilir fonları ihtiyaca göre artırıp azaltmak suretiyle toplam kredi hacmi üzerinde etkinlik sağlamayı hedeflemiştir (Saraçoğlu, 1997).

1986 yılında Türkiye'de para politikası alanında bazı değişikliklere gidilmiştir. Yeni para politikası çevresinde Merkez Bankası'nın temel amacı, bankacılık sisteminin toplam rezervlerini denetlemek suretiyle para arzını kontrol etmek olarak belirlenmiştir. İşte bu çerçevede, Merkez Bankası bünyesinde gerçekleştirilen yapılanma neticesinde, 1986 yılında Bankalararası Para Piyasası kurulurken, 1987 yılında açık piyasa işlemlerine başlanmış, 1988 yılında ise Döviz ve Efektif Piyasaları kurularak günlük kur belirleme seanslarına geçilmiştir. Merkez Bankası, açık piyasa işlemleri, bankalararası para piyasası işlemleri ve döviz ve efektif piyasası işlemleri şeklindeki dolaylı kontrol araçları ile, piyasalara anında müdahale etme kabiliyeti kazanmış ve bu yolla finansal sistemi etkileyebilme gücünü artırmıştır (Yiğit, 2002, 2).

5.1.5 Menkul Kıymetler Piyasasının Kurulması

1980 sonrası dönemde, Türk finans piyasalarının gelişimine yönelik olarak atılan en önemli adımlardan biri de menkul kıymetler piyasasına ilişkin reform çalışmalarına gidilmesi olmuştur. Türkiye’de menkul kıymetler piyasasına ilişkin reform çalışmaları, Sermaye Piyasası Kanunu’nun çıkarılması ile başlamış ve daha sonra söz konusu Kanun gereğince, sermaye piyasalarını düzenlemek, geliştirmek ve denetlemek için 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur (TCMB, 2002, 13). SPK, sermaye piyasalarının işleyiş kurallarını belirlemek, piyasaya yatırım yapan tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak ve piyasaların adil ve etkin bir biçimde çalışmasını sağlamak üzere tebliğ ve yönetmelikler çıkarmak suretiyle gerekli hukuksal alt yapıyı oluşturmakla yükümlü kılınmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu’nda yapılan düzenlemelerin ardından, 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bugünkü kimliği ile yeniden açılarak²³ faaliyetlerine başlamıştır (Uygur, 1993; Saraçoğlu, 1997).

Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesinin ardından, aracı kurumlar, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi sermaye piyasasında faaliyet gösteren yeni finansal kurumlar ortaya çıkmıştır. Kurumsal çeşitlilik artışının yanı sıra, menkul kıymetler piyasalarının gelişmesiyle birlikte, finansman bonoları, yatırım fonları katılım belgeleri, banka bonoları, banka garantili bonolar, gelir ortaklığı senetleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ve kâr-zarar ortaklığı belgeleri gibi birçok yeni enstrümanın da ihracına imkân doğmuştur (Saraçoğlu, 1997). Ayrıca 1992 yılında ülkemizde bankalar ve aracı kurumlar, tasarruf sahipleri ile repo-ters repo işlemi yapmaya başlamışlardır. Bu dönemde repo ve ters repo işlemleri, mevduat munzam karşılıklar ile dispoñibilite yükümlölüklerine tabi olmaması ve gelir vergisinden muaf olması dolayısıyla hacim bakımından hızla artmıştır (Kaplan, 1999).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın kurulması Türk finans piyasalarının gelişimine önemli katkı sağlayan kilometre taşlarından birini teşkil etmektedir. Söz konusu piyasanın gelişimini sağlamak üzere, borsa kazançlarına önemli vergisel teşvikler getirilmiştir. Bu çerçevede, menkul kıymetlerin gerek elden çıkarılmasından doğan değer artışı kazançları, gerekse bunlara ilişkin kâr payları, getirilen vergi

²³ Türkiye’de Menkul Kıymetler Borsasının kökenleri 1929 yılında kurulan *Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları*’na kadar uzanmaktadır. Ancak yasal ve kurumsal eksiklikler ve ekonomideki sorunlar nedeniyle 1980’li yıllara kadar söz konusu piyasaya işlerlik kazandırılmamıştır (Serpil Canbaş, Hatice Doğukanlı, Finansal Pazarlar, Beta Yayınları, 2001: 273-274).

istisnaları ile ya tamamıyla vergi dışı bırakılmış ya da diğer gelir unsularına göre oldukça düşük oranlarda vergiye tabi kılınmıştır²⁴.

5.1.6 Altın Piyasasının Kurulması

Altın ticaretinin serbestleştirilmesi, Türkiye’de 24 Ocak kararlarıyla başlayan finansal serbestleşme sürecinin bir diğer halkasını oluşturmaktadır. 1983 ve 1984 yıllarında yapılan düzenlemelerle altının ülke içindeki ticareti ve ithalatı serbest bırakılmış, ihracatı ise belirli izinlere bağlanmıştır. Yine bu düzenlemeler çerçevesinde, altının ve döviz kurlarının TL karşısındaki değerinin belirlenmesinde Merkez Bankası yetkili kılınmıştır. Merkez Bankasına verilen bu yetki, Türkiye’de resmi bir altın piyasasının oluşumunun temelini teşkil etmiştir. Kendisine verilen bu yetki çerçevesinde Merkez Bankası, 1984 yılında TL karşılığı Altın Piyasası’nı kurarak altın ithal etmeye, ithal edilen bu altınları bireylere ve kurumlara TL karşılığı satmaya ve altının piyasa fiyatını Türk lirası temelinde belirlemeye başlamıştır. 1989 yılında ise Döviz Karşılığı Altın Piyasası kurulmuş ve Merkez Bankası tarafından ithal edilen altınlar bu piyasada bireylere döviz ve efektif karşılığında satılır hale gelmiştir (Aslan, 1999, 37-39).

Altın piyasasına ilişkin en önemli reform ise 26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası’nın açılması ile gerçekleşmiştir. İstanbul Altın Borsası’nın kurulması ile birlikte altın ithal etme yetkisi Merkez Bankası’nın tekelinden çıkarılarak yetkili piyasa katılımcılarına verilmiş, böylelikle altının tam rekabet kuralları dahilinde, organize bir piyasada alınıp satılmasına imkân sağlanmıştır. Altın Borsası’nın kurulması ile fiyatların rekabetçi bir ortamda belirlenmesine olanak tanınmış, gayri resmi altın piyasası kurumsal bir yapıya kavuşturulmuş ve yatırımcıların güvenli bir ortamda altın alım-satımı, takas ve teslimat yapmalarına imkân sağlanmıştır. Alınan tüm bu önlemler neticesinde, yurtiçi altın fiyatları ile dünya fiyatları arasındaki aleyhte farkın azalması ve maliyetlerin düşmesi sağlanmış, Türkiye’deki kuyumculuk sektörünün rekabet gücü kuvvetlendirilerek ihracat kabiliyeti artırılmıştır. Diğer yandan, önceleri genellikle mücevher formunda saklama ve değer koruma aracı olarak görülen altın, İstanbul Altın Borsası’nın kurulmasının ardından külçe formunda sunularak bir yatırım aracı niteliğine bürünmüştür (Vural, 2003, 63-64).

²⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. Celali Yılmaz, **Sermaye Piyasalarında Vergilendirme**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 23, 1995; Ahmet Erol, **Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi**, Yaklaşım Yayınları, 2001.

5.1.7 Bankacılık Sektörüne İlişkin Temel Düzenlemeler

Türkiye’de 1980’li yıllarda ekonominin diğer alanlarında olduğu gibi bankacılık alanında da finansal serbestleşme politikalarını tamamlayıcı nitelikte bir dizi yasal ve kurumsal düzenlemeye gidilmiştir. Söz konusu düzenlemelerden ilki 1983 yılında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’nun kurulması ile gerçekleştirilmiştir. Yapılan bu düzenleme ile mevduat sahiplerini bankacılık krizlerinin olumsuz etkilerinden koruyarak sistemde üst üste yaşanan iflaslar neticesinde sarsılan kamu güveninin yeniden tesis edilmesi amaçlanmıştır (TCMB, 2002, 18).

Bankacılık sektöründeki yeniden yapılandırma sürecinde 1985 ve 1999 yıllarında Bankalar Kanunu’nda yapılan düzenlemelerin önemli bir yeri vardır. 1985 yılında yürürlüğe giren Bankalar Kanunu’nda bankacılık sisteminin yapısal sorunlarına ilişkin hükümlere yer verilmiştir. Bu Kanun ile bankacılık alanında standart bir muhasebe sistemi kullanması öngörülmüş ve bankaların yasal işleyişlerini ve finansal yapılarını inceleme ve denetlemede Bankalar Yeminli Murakıpları yetkili kılınmıştır (TCMB, 2002, 18–19). 1999 yılında yürürlüğe giren ikinci Bankalar Kanunu ise bankaların finansal yapıları ile denetim mekanizmasının güçlendirilmesini hedefleyen geniş bir tedbirler yelpazesinden oluşmaktadır. Bu Kanun’la bankacılık alanında uluslararası standartlar ve Avrupa Birliği uygulamalarıyla uyumlu bir denetim mekanizmasının oluşturulmasına özel bir önem verilmiştir. Bu hedef doğrultusunda, banka gözetim ve denetim işlevinin siyasi müdahalelere maruz kalmaksızın bağımsız bir kurum tarafından etkin bir biçimde yapılabilmesini sağlamak amacıyla kamu tüzel kişiliğini haiz, idari ve mali özerkliğe sahip Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu kurulmuştur (TBB, 2001). Yine bu Kanun’la banka kurmak ve işletmek daha katı esaslara bağlanmış, bunun yanı sıra bankalarda iç denetim ve risk yönetimi sistemleri kurma zorunluluğu getirilmiştir.

Bankacılık alanındaki en önemli reformlardan biri 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu’nda yapılan değişiklikle gerçekleştirilmiştir. 4651 sayılı Kanun ile yapılan düzenlemeler çerçevesinde Avrupa Merkez Bankası Kanunu’nda yer alan bağımsızlık esasından hareketle Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın bağımsızlığını artırmayı ve siyasi müdahalelerden korumayı amaçlayan bir dizi tedbir getirilmiştir. 2001 yılında yapılan değişiklik ile Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiş ve Banka’ya fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını

doğrudan belirleme yetkisi verilmiştir. Yine bu düzenleme ile, Banka'nın Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremeyeceği, kredi açamayacağı ve söz konusu kurum ve kuruluşların ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasalardan alamayacağı hükmü getirilmiştir (TBB, 2001). Atılan bu adım, para politikasının bağımsız olarak uygulanması yönünde yapılan önemli bir düzenleme olarak kabul edilmektedir.

5.2 Yeni Finansal Araçların Gelişimi

Finansal piyasalarda, serbestleşme sürecinin paralelinde sağlanan bu gelişmelerin yanı sıra, özellikle 2000'li yıllardan itibaren, gelişmiş finans piyasalarına sahip ülkelerde uzun yıllardır uygulanmakta olan bazı yeni finansal kurumlar ve araçlar da sisteme dâhil edilerek, ülkemizdeki finansal derinlik sürecine hız kazandırılmak istenmiştir.

Söz konusu yeniliklerden ilki, yatırımcı tabanının genişletilmesi ve borçlanma vadesinin uzatılması gibi amaçlarla Hazine Müsteşarlığı tarafından, TÜFE'ye endeksli olarak ihraç edilmeye başlanan devlet tahvilleridir. İlk olarak Şubat 2007 tarihinde ihalesi gerçekleştirilen *TÜFE'ye Endeksli Tahviller* reel getiri garantisi vermek suretiyle yatırımcılara farklı bir varlık seçeneği sunmaktadır. Söz konusu tahviller enflasyondaki değişimlere rağmen öngörülebilir net getiri garantisi sağlaması bakımından yatırımcılar açısından tercih edilen yatırım araçlarıdır. Enflasyon belirsizliğinin getiri üzerindeki olası risklerini bertaraf eden TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvilleri yatırımcıların daha uzun vadeler için yatırım yapmasına da olanak sağlamaktadır (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2007).

Bilgi teknolojilerindeki gelişmelere paralel olarak özellikle 1970'li yıllardan itibaren pek çok yeni finansal ürünün ortaya çıktığı gözlemlenmiştir. Otomatik Para Çekme Makinaları (ATM), kredi kartları, Elektronik Fon Transfer (EFT) sistemleri gibi yeni ürünlerin hizmete sunulabilmesi teknolojik gelişme sayesinde mümkün olmuştur. Söz konusu finansal yeniliklerden Otomatik Para Çekme Makinaları Türkiye'de 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren kullanıma girerken, kredi kartları ve elektronik fon transferi uygulamalarının 1990'ların başında kullanılmaya başlandığı görülmektedir (Kaplan, 1999).

Bir diğer finansal yenilik türü ise SWIFT adı altında gerçekleştirilen ödeme sistemidir. Amacı, EFT gibi daha önce posta, teleks ve telgrafla gönderilen

uluslararası bankacılık mesajlarının elektronik haberleşme ağı ile iletilmesi ve kontrol edilmesi olanağını tüm üye bankalara sağlamak olan bu sisteme Türkiye 1989 yılında katılmıştır (Kaplan, 1999).

5.2.1 Türev Piyasası İşlemleri

1970’li yılların ortalarından itibaren Bretton Woods Uluslararası Ödemeler ve Kur Sisteminin terk edilmesi, yine 1970’lerin başlarında ortaya çıkan petrol krizlerinin etkisiyle yaşanan fiyat dalgalanmaları ve bunlara bağlı olarak meydana gelen yüksek enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar dünya genelinde finansal risklerin artmasına yol açmıştır. Bu gelişmelerin yanı sıra, özellikle 1990’lı yıllarda yaşanan teknolojik gelişmeler ve küreselleşme olgusu, ülkeler arasındaki risk transferini kolaylaştırmıştır (Gündoğdu, 2000; Toraman, 2002; Akçaoğlu, 2002, 14). Piyasalardaki risk unsurunun artışı ise, riskten korunma sağlayan yeni finansal tekniklerin gelişmesine neden olmuştur. Türev piyasası işlemleri bu kapsamda ortaya çıkan finansal yeniliklerdendir. Türev piyasası işlemleri olarak adlandırılan forward, futures, options ve swap sözleşmeleri bu kapsamda ortaya çıkan finansal yenilikler olup riskten korunma amacı ile kullanılan yöntemlerdir.

1970’li yıllardan önce daha çok mala dayalı olarak gerçekleştirilen türev piyasası işlemleri, bu tarihten itibaren büyük ölçüde finansal araçlara yönelik olarak yapılmaya başlanmıştır. Söz konusu işlemler günümüzde, özellikle gelişmiş ülkelerde, finansal piyasaların en yoğun işlem hacmine sahip bölümünü oluşturmaktadır.

Türev piyasaların gelişimi, dünya para ve sermaye piyasalarının büyümesine ve likidite artışına önemli katkıda bulunmuştur. Bu piyasalar, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yetersiz olan sermaye birikiminin yurtdışından gelen sermaye ile desteklenmesini kolaylaştırmıştır. Zira türev ürünler, riskten korunma amacının yanı sıra, yerli ve yabancı yatırımcılara spekülasyon yapma fırsatı da vermektedir. Dolayısıyla, gelişmiş türev piyasalara sahip olan ülkeler, olmayanlara göre daha fazla finansal araç sunabildikleri için, daha fazla miktarda yabancı fon çekme imkânına sahiptir (İMKB, 2002, iii; Korkmaz, 2001).

Türkiye’de türev piyasası işlemlerine ilişkin ilk uygulamalar, İstanbul Altın Borsasında, altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin ticaret hayatında kullanılmaya başlanması ile gerçekleşmiştir. *İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon*

Piyasası, Borsa bünyesinde 15 Ağustos 1997 yılında faaliyete geçmiştir (www.iab.gov.tr).

Türkiye’deki türev piyasaların ikinci ayağını, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde gerçekleştirilen işlemler oluşturmaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, 15 Ağustos 2001 tarihinde, TL/USD vadeli işlem sözleşmelerini işleme açmıştır. 2003 yılı sonunda ise, Türkiye’nin dış ticaret kompozisyonu dikkate alınarak TL/EURO vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır (www.imkb.gov.tr).

Türkiye’de türev piyasalara ilişkin en son gelişme Vadeli İşlemler Borsası’nın hayata geçirilmesi ile yaşanmıştır. 4 Şubat 2005 tarihinde Türkiye’nin ilk türev işlemler borsası olan İzmir Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası faaliyete geçirilmiştir. Bu borsada, Ege-pamuk, Anadolu Kırmızı-buğday, YTL/USD döviz kuru, YTL/EURO döviz kuru, 91 gün vadeli hazine bonosu faiz oranı, 365 gün vadeli hazine bonosu faiz oranı ile İMKB 30 ve İMKB 100 endeksi vadeli işlem sözleşmelerine yer verilmektedir (Vobjektif, 2007).

Türkiye’de, henüz 2 yıllık bir geçmişe sahip olması nedeniyle, Vadeli İşlemler Borsası’ndaki işlem hacmi son derece sığdır. Bununla birlikte sistem büyük bir gelişme potansiyeline sahiptir. 2005 yılında 3.02 milyar YTL olan işlem hacmi, 2006 yılı Kasım sonu itibariyle 15.6 milyar YTL’ye ulaşmıştır. Kendi içinde büyük bir sıçrama olarak değerlendirilebilecek bu artış, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası hisse senedi pazarında gerçekleşen 296 milyar YTL’lik işlem hacmi yanında bir hayli küçük kalmaktadır (Cemoğlu, 2007). Ülkemizde, vadeli işlemler piyasasının gelişmesinde ekonomik istikrarın rolü büyüktür. Zira yüksek enflasyon ve çeşitli belirsizlikler nedeniyle hüküm süren yüksek faiz oranları, Türkiye’de 2005 yılına kadar vadeli işlem piyasalarının işlerlik kazanamamasının temel nedenleri arasında yer almaktadır. Dolayısıyla istikrarlı bir ekonomik yapı, sistemin devamlılığının sağlanabilmesi ve vadeli işlemler borsasının derinlik kazanabilmesi açısından hayati öneme sahiptir.

5.2.2 Bireysel Emeklilik Sistemi

Dünyadaki birçok gelişmiş ülkede 1980’lerden bu yana uygulanmakta olup, ülkemizde 2000’li yıllarda uygulamaya konan finansal yeniliklerden biri de *Bireysel Emeklilik Sistemidir*. Söz konusu sistem, ortaya çıkış nedeni itibariyle esasen

doğrudan doğruya finans piyasaları ile ilişkili olmayıp, sosyal güvenlik sistemlerinde yaşanan sorunları ortadan kaldırmaya yönelik çözüm önerileri çerçevesinde ortaya çıkmıştır (Korkmaz ve diğerleri, 2007, 153–156).

Ülkemizdeki bireysel emeklilik uygulaması, 2000’li yılların başlarında, sosyal güvenlik alanında başlatılan reform çalışmalarının bir uzantısı olarak hayata geçirilmiştir. Bu kapsamda yürütülen çalışmalar çerçevesinde 2001 yılında yürürlüğe giren “*Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu*” ile sistemin hukuki altyapısı kurulmuş ve 2003 yılından itibaren fiili uygulamaya geçilmiştir. Sistem nitelik itibariye, kişilerin aktif çalışma hayatlarında elde ettikleri gelirlerin bir kısmını emeklilik dönemlerinde harcamak üzere tasarruf etmeleri ve bu tasarrufların uzman kuruluşlarca değerlendirilmesi esasına dayanmaktadır. Bu sistem sayesinde katılımcılara, 10 yıl boyunca katkı payı yatırmak ve 56 yaşını doldurmuş olmak şartıyla, özel emeklilik hakkı tanınmakta ve böylelikle yaşlılık dönemlerinde ek bir gelir elde etmelerine imkân sağlanmaktadır. Bireysel emeklilik sistemine işlerlik kazandıran temel araç *özel emeklilik fonlarıdır*. Bu fonlar, çalışanların çalıştıkları dönemler boyunca birikimlerinin belirli bir bölümünü “katkı payı” adı altında toplayarak, emeklilik dönemlerinde gelir sağlayan özel bir yatırım fonu türüdür (Soylu, 2004, 6–7).

Özünde sosyal güvenlik amaçlı olan bu sistem sayesinde, katılımcılardan toplanan katkı payları ile “uzun vadeli” ve “büyük montanlı” fonlar elde edilmektedir. Bu fonlar ekonomide kaynak gereksinimi duyan birimlere ve diğer finansal araçlara kullandırılarak nemalandırılırken, bir yandan da önemli bir finansal aracılık hizmeti yerine getirilmektedir (Tunay, 2001, 104). Bireysel emeklilik sistemi kendi başına bir finansal yenilik olmakla beraber, sistemin en önemli fonksiyonlarından biri de, yeni finansal araçların teşvikine katkı sağlamasıdır. Emeklilik fonlarında gerçekleşen birikim miktarı arttıkça, daha etkin yatırım yapabilmek amacıyla yeni finansal araçlar talep edilmekte ve bu yolla sermaye piyasalarının modernleşmesi ve finansal piyasaların gelişimine dolaylı yoldan katkı sağlanmaktadır (Vittas, 1996, 2–3).

5.2.3 İpotekli Konut Finansmanı Sistemi

Finans piyasalarının gelişimine katkı sağlaması beklenen finansal yeniliklerden biri de, konut finansmanı sisteminde yaşanan gelişmeler neticesinde ortaya çıkan “ipoteekli konut finansmanı” (mortgage) uygulamasıdır. Özünde sosyal

gerekçelerle ortaya atılan ve Amerika ve AB-15 ülkelerinin birçoğunda uzun yıllardır uygulama alanı bulan bu finansman yöntemi, sosyal boyutunun yanı sıra, ortaya çıkardığı sonuçlar bakımından önemli ekonomik etkileri de bünyesinde barındıran bir sistemdir.

İpotekli Konut Finansmanı yöntemini, klasik konut kredilerinden ayıran temel özellik, birincil piyasalarda yer alan konut finansmanı kuruluşlarınca ihtiyaç sahiplerine verilen konut kredilerinin, ikincil piyasalarda alınıp satılabilen finansal araçlar haline dönüşmesine imkân sağlanmış olmasıdır. Bu sistem sayesinde, konut finansmanı kuruluşlarının ellerinde biriken kredi alacakları satılabilir menkul kıymete çevrilebilmekte ve böylelikle sermaye piyasalarının derinleşmesine ve kredi hacminin artmasına katkı sağlanmaktadır (Hepşen, 2005, 91–92; Oksay, Ceylantepe, 2006, 12–17).

İpotekli konut finansmanı uygulaması Türkiye’de henüz birkaç aylık geçmişi olan çok yeni bir uygulamadır. Sistemin hukuki dayanağını teşkil eden 5582 sayılı *Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun* 6 Mart 2007 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Söz konusu Kanun, çerçeve niteliğindeki düzenlemeleri kapsamakta olup yalnızca birincil piyasalardaki işlemlerin yürürlüğe girmesine imkân sağlamıştır. İkincil piyasaların fiilen uygulanmasına imkân sağlayacak hukuki düzenlemeler ise henüz tamamlanmamış olup hazırlık aşamasındadır.

İpotekli konut finansmanı uygulamasının finansal piyasalar üzerindeki etkisi ağırlıklı olarak ikincil piyasalar aracılığıyla gerçekleşmektedir. Zira bu sistemde, birincil piyasalarda dağıtılan kredilerin ikincil piyasalara aktarılmasıyla piyasada yeni finansman olanakları sağlanmakta ve bu yolla yeni kaynak girişleri yaşanmaktadır. Dolayısıyla, ikincil piyasaların işlerlik kazanması, sistemin finans piyasalarının derinleşmesine ilişkin ekonomik etkileri açısından büyük önem taşımaktadır.

5.3 Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinin Finansal Derinleşmeye Etkisi

Finansal serbestleşme politikalarının temel amaçlarından biri finansal sistemin ekonomi içindeki büyüklüğünü artırmaktır. Kamu müdahalelerinin ve kamunun finansal piyasalarda fiyat ve miktar üzerindeki baskısının, bu piyasaların kalkınma sürecine olan katkısını azalttığı kabul edilmektedir. Bu müdahalelerin

ortadan kalkmasıyla finansal piyasalarda piyasa ekonomisinin işleyişinin etkinlik kazanmasının yurtiçi tasarrufları artıracığı ve gerek kredi hacminin gerekse marjinal verimliliği daha yüksek yatırımların artmasının ekonomik büyümeyi hızlandıracağı savunulmaktadır.

Bu çerçevede Türkiye’de 1980 yılı sonrası dönemde özetle, faiz oranlarına serbesti getirilmiş, sabit döviz kuru politikasından esnek döviz kuru politikasına geçilmiş, Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesi, Sermaye Piyasası Kurulu’nun oluşturulması, İkinci el Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasası’nın faaliyete başlaması, Bankalararası Para Piyasası’nın oluşturulması, Döviz ve Efektif Piyasaları’nın kurulması gibi yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmış ve 1989 yılında yürürlüğe giren Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar ile menkul kıymetlerin yurtiçi ve yurtdışında alım-satımı önündeki engeller kaldırılmış, sermaye hareketleri tümüyle serbest bırakılmıştır. Alınan tüm bu tedbirlerin temel amacı, McKinnon-Shaw hipotezinin de öngördüğü gibi finansal piyasalara derinlik kazandırmak suretiyle tasarruf-yatırım davranışlarını etkilemek ve bu yolla büyüme temposuna hız kazandırmaktır.

Türkiye’de finansal serbestleşme yönünde gerçekleştirilen reformlar sonucunda Türk Mali piyasalarının “derinlik” sürecinde önemli ilerlemeler sağlanmıştır. 1980 sonrası dönemde ister M2Y/GSMH gibi ölçütler kullanılsın, ister Mali Varlıklar Stoku/GSMH ölçütü esas alınsın, göstergelerin yıllar itibariyle gelişimi incelendiğinde Türkiye’nin finansal piyasalarında derinlik sağlandığı açıktır. Finansal serbestleştirme neticesinde ekonomik birimlerin finansal varlıklarında dikkate değer bir artış gerçekleşmiştir.

Finansal derinleşmenin en temel göstergelerinden biri olan M2Y değişkeni açısından ele aldığımızda, söz konusu göstergenin, GSMH’ye oran bakımından yıllar itibariyle önemli ölçüde artış kaydettiği görülmektedir. 1986 yılında % 26.2 olan M2Y/GSMH oranı 2005 yılında % 47.2 seviyesine ulaşmıştır (Tablo 5.1).

Türkiye’de finansal serbestleşme döneminde faiz politikalarında gerçekleştirilen köklü değişikliğin bu gelişmedeki rolü büyüktür. 24 Ocak kararlarının ardından pozitif reel faiz uygulamasına geçilmesi ekonomik birimleri finansal tasarruf araçlarına yönlendirmiş ve ülkedeki toplam finansal tasarrufları artırmıştır. Finansal tasarrufların önemli bir unsuru olan Türk Lirası cinsinden tasarruf mevduatı, pozitif reel faiz politikasının hayata geçmesinin de etkisiyle 1980-

1985 döneminde sıçrama niteliğinde bir artış göstermiştir. 1980 yılında % 3 olan vadeli mevduat oranı, 1985 yılında %12.3 düzeyine ulaşmıştır. Bu dönemde döviz ve sermaye piyasalarının henüz gelişmemiş olması nedeniyle, ekonomik birimler tasarruflarını büyük ölçüde TL cinsinden mevduata yönlendirmişlerdir.

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi, 1984 yılından itibaren Türkiye ve Türkiye dışında ikamet edenlerin döviz tevdiat hesabı açtırmalarına izin verilmeye başlanmıştır. Bu tarihten itibaren TL cinsi mevduatların yanısıra, ekonomik birimlerin döviz cinsinden gerçekleştirdikleri tasarruflar da toplam mevduatın bir parçası haline gelmiş ve yıllar itibariyle giderek artan bir önem kazanmıştır. Mali piyasalardaki istikrarsızlıkların artmasıyla beraber, iktisadi ajanlar açısından döviz daha güvenilir bir tasarruf aracı haline gelmiş ve döviz tevdiat hesaplarının stok değeri 1990'ların başlarından itibaren önemli ölçüde artmıştır. Döviz tevdiat hesaplarının milli gelire oranı 1985 yılında % 3 iken, bu oran 1994 yılında % 15.4, 2001 yılında ise % 31.8 seviyesine ulaşmıştır.

Tablo 5.1: Finansal Derinleşmede Parasal Göstergeler (GSMH'nin Yüzdesi Olarak)

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
M1	13.9	9.7	10.3	11.5	8.8	8.5	7.9	7.4	7.1	6.5	5.9
M2	17.4	24.2	23.8	23.5	21.1	20.5	18	18.5	17.3	14.1	16.2
M2Y		26.3	28.5	30.7	28.4	26.6	23.5	26.5	26.6	23.7	30.7
Toplam TL Mevduat	6.5	13.8	12.7	11	10.7	10.8	8.8	9.5	8.6	6.3	8.5
Vadesiz Mevduat	3.5	1.5	1.7	2	1.4	1.5	1.3	1.1	1.1	1	0.9
Vadeli Mevduat	3	12.3	11	9	9.3	9.3	7.5	8.4	7.5	5.3	7.6
Döviz Tevdiat Hesabı		3.3	5.3	7.4	7.3	6.1	5.5	8.2	9.6	9.9	15.4
Toplam Mevduat (TL+DTH)	6.5	17.1	18	18.4	18	16.9	14.3	17.7	18.2	16.2	23.9
Bankacılık Kesimi Kredileri	14.9	15.8	19.6	21.4	17.6	15.9	16.4	16	16.8	17.1	14.8

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
M1	4.9	6	5.4	4.8	5.5	5.4	6.2	5.8	6.5	6.7	8.7
M2	16	19.5	19.3	21.3	28.1	24.8	26.2	22.5	23.2	25.3	31.5
M2Y	30.7	35.9	36.3	37.8	51.3	44.6	58	48.6	42.3	43	47.2
Toplam TL Mevduat	8.8	11.6	10.9	12	17	14.2	15.2	12.5	12.6	14.5	18
Vadesiz Mevduat	0.7	0.9	0.8	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8	1.1	1.2	1.7
Vadeli Mevduat	8.1	10.7	10.1	11.4	16.2	13.5	14.4	11.7	11.5	13.3	16.3
Döviz Tevdiat Hesabı	16	17.5	18.7	17.8	23.5	20.2	31.8	27.2	20	18.5	16.5
Toplam Mevduat (TL+DTH)	24.8	29.1	29.6	29.8	40.5	34.4	47	39.7	32.6	33	34.5
Bankacılık Kesimi Kredileri	17.1	20.7	24.5	20.7	20.6	21	17.4	11.9	13.9	18.2	24.9

DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler: 1950 – 2006, www.dpt.gov.tr
TCMB, Elektronik veri dağıtım sistemi, www.tcmb.gov.tr

Toplam mevduatlar içinde döviz cinsinden mevduatların artmasıyla birlikte TL cinsi tasarruf mevduatlarında 1980'lerin ikinci yarısından itibaren gerileme yaşanmıştır. Özellikle 1988 yılından itibaren enflasyonun hızlanması ve mali piyasalarda başgösteren istikrarsızlık, tasarruf mevduatının vade yapısını kısaltmıştır. Bunun yanı sıra, kısa vadeli tasarruf mevduatı faiz oranlarının yükseltilmesiyle yurtiçi talebin kısılması ve enflasyon beklentisinin düşürülmesi amaçlanmıştır. Bu politika sonucu, üç ve altı aylık mevduat faiz oranları bir yıllık mevduat faiz oranından daha yüksek olmuştur. 1990 yılından itibaren üç aylık TL cinsinden tasarruf mevduatı stoku bir yıllık tasarruf mevduatını aşmış, 1991 yılında ise toplam tasarruf mevduatının yarısı üç aylık mevduattan oluşmuştur. Bu gelişmeler neticesinde ticari bankalar kesimi uzun vadeli krediler ve diğer finansal aktiflere yönelememiştir. Ekonomi genelinde finansal kesimin karar ufku giderek kısa vade ile sınırlanmaya başlamış ve bu durum, doğal olarak üretim ve yatırım kararlarını olumsuz etkilemiştir (Önder ve diğerleri, 1993, 130-132).

Netice itibariyle 1980 yılı sonrasında tasarruf mevduatları ve döviz tevdiat hesaplarının artmasına bağlı olarak finansal derinleşme göstergeleri de değişmiştir. Derinleşme göstergelerinden biri olan M2 değişkeni, 1980-1985 yıllarında alternatif tasarruf araçlarının bulunmaması nedeniyle, TL cinsinden vadeli tasarruf mevduatlarındaki artışa bağlı olarak yükselmiştir. Döviz tevdiat hesaplarını da bünyesinde barındıran M2Y değişkeninin milli gelire oranı ise 1985 yılında %26 düzeyinde iken, döviz tevdiat hesaplarının sistemdeki hacminin artmasıyla birlikte, günümüze kadar olan süreçte yaklaşık iki katına çıkarak % 47 seviyesine ulaşmıştır.

1980 sonrası dönemde, TL ve döviz tevdiat hesaplarındaki gelişmelerin yanı sıra menkul kıymetler borsalarında da finansal derinleşmeye katkı sağlayıcı yönde gelişmeler yaşanmıştır. Özellikle 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın kurulmasının ardından hisse senedi piyasası işlerlik kazanmış ve yıllar itibariyle hızlı bir gelişim sergilemiştir. Hisse senedi piyasasının yanı sıra repo-ters repo piyasalarının da işlem hacmi bakımından özellikle 1990'ların ikinci yarısından itibaren hızla büyüdüğü görülmektedir (Tablo 5.2).

Tablo 5.2: Menkul Kıymetler Borsaları İşlem Hacimleri (Milyon Dolar)

	Hisse Senetleri Piyasası İşlem Hacmi	Kamu Menkul Kıym. Kesin Alım-satım İşlem Hacmi	Repo-ters repo Piyasası İşlem Hacmi	Altın Borsası İşlem Hacmi
1986	13			
1987	118			
1988	115			
1989	773			
1990	5,854			
1991	8,502	312		
1992	8,567	2,403		
1993	21,771	10,717	4,794	
1994	23,202	8,828	23,704	
1995	52,357	16,509	123,254	224
1996	37,738	32,736	221,405	888
1997	57,178	35,472	374,384	1,215
1998	69,696	68,399	372,201	1,641
1999	82,931	83,842	5,989,267	1,908
2000	180,123	262,941	886,732	1,154
2001	79,945	37,297	627,244	741
2002	69,990	67,256	480,725	942
2003	99,406	144,422	701,545	1,782
2004	146,511	262,596	1,090,476	2,909
2005	197,074	359,371	1,387,221	4.343
2006	222,399	270,183	1,770,337	4.409

DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler: 1950 – 2006, www.dpt.gov.tr
İMKB, www.imkb.gov.tr
İAB, www.iab.gov.tr

Parasal büyüklükler dışında finansal derinleşme sürecinin en önemli bileşenlerinden bir diğeri de menkul kıymet ihracındaki artıştır. Parasal büyüklüklerdeki iyileşme ve menkul kıymet borsaları işlem hacmindeki genişlemenin yanısıra, Türkiye’de 1980 sonrası dönemde menkul kıymet ihracında da büyük bir artış yaşanmıştır. Serbestleşme öncesinde milli gelirin sadece % 4.9’unu bulan menkul kıymet ihraçları stoku, 1995’de % 19.1’e, 2004’te ise yaklaşık olarak % 59’a ulaşmıştır. Söz konusu göstergeye ilişkin olarak dikkat çeken en önemli nokta, menkul kıymet ihracındaki artışın çok büyük ölçüde kamu kesimi senetleri ihracından kaynaklanmış olmasıdır.

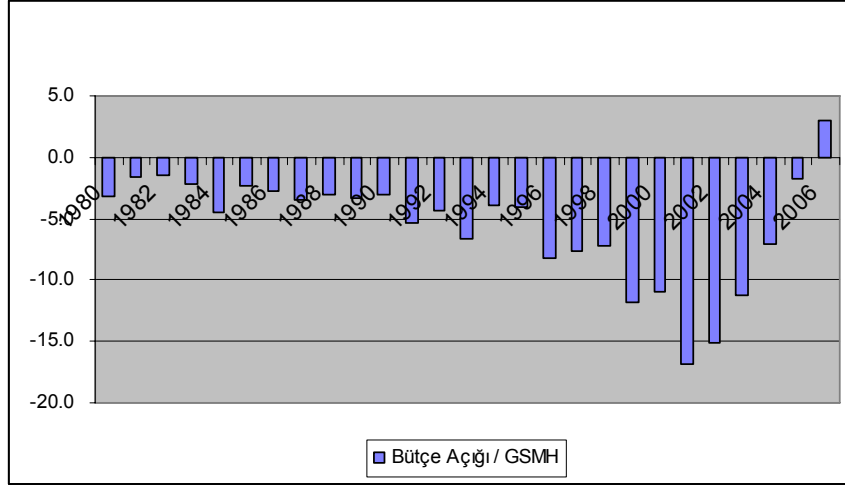
Tablo 5.3: İhraç Edilen Menkul Kıymetler (GSMH'nin Yüzdesi)

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Kamu Kesimi	3.6	4.7	6.1	7.1	6.5	6.7	6.4	7.0	12.2	13.6	15.4
Hazine Bonosu	0.9	1.4	1.6	2.6	2.0	1.5	1.4	2.9	3.8	3.2	7.8
Devlet Tahvili	2.7	2.9	3.0	3.2	3.8	4.7	4.7	3.9	7.8	9.5	6.0
Diğer		0.4	1.5	1.4	0.8	0.5	0.3	0.3	0.6	0.8	1.6
Özel Kesim	1.3	1.7	2.2	2.8	3.0	3.5	4.0	5.4	5.5	5.6	3.4
Hisse Senedi	0.8	1.5	1.9	2.2	2.4	2.9	3.6	5.1	4.5	3.6	2.8
VDMK									0.8	1.8	0.5
Diğer	0.5	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.0
<i>Genel Toplam</i>	4.9	6.5	8.2	9.9	9.5	10.2	10.4	12.5	17.7	19.2	18.0

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Kamu Kesimi	15.3	19.0	20.7	22.0	29.8	29.3	69.7	54.9	55.0	53.0
Hazine Bonosu	8.0	10.2	8.1	10.9	4.1	1.6	11.3	13.5	7.1	7.1
Devlet Tahvili	6.5	8.3	12.1	10.8	25.1	27.4	57.9	41.0	47.4	45.3
Diğer	0.8	0.5	0.5	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7
Özel Kesim	3.8	2.9	3.2	3.5	4.8	5.5	6.0	4.8	5.0	5.9
Hisse Senedi	2.8	2.8	3.1	3.5	4.8	5.5	6.0	4.8	5.0	5.9
VDMK	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Diğer	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Genel Toplam</i>	19.1	22.0	23.9	25.6	34.6	34.8	75.6	59.7	60.0	58.9

DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler: 1950 – 2006, www.dpt.gov.tr
TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr

Söz konusu gelişmede, özellikle 1980’lerin sonlarına doğru kamu kesimi genel dengesindeki bozulmanın büyük payı vardır. Bu dönemde, kamu gelir ve gider kalemlerinde yaşanan olumsuz gelişmeler bütçe açıklarını hızla yükseltmiş ve kamu kesimi finansman ihtiyacının hızla artmasına neden olmuştur (Şekil 5.1).



Şekil 5.1: Bütçe Açığının Yıllar İtibariyle Gelişimi

DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1950-2004.

Özellikle 1990’ların başlarından itibaren, kamu kesimi mali dengesinin giderek bozulması neticesinde ortaya çıkan bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanma yöntemi tercih edilmiştir. İç borçlanma ile finansman yönteminin benimsenmesi neticesinde kamu iç borçları hızla menkul kıymetleştirilmiş ve hazine bonusu ve tahvil ihracı yoğunluk kazanmıştır (Yeldan, 2001, 114-117).

Kamu mali dengelerindeki bozulma neticesinde kamu kesimi tarafından ihraç edilen menkul değerlerin milli gelire oranı, Tablo 5.3’ten de izlenebileceği üzere 1980 yılında %3.6 düzeyindeyken 2004 yılında %53 seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde, özel kesim tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin ise zaman içinde önemli bir artış eğilimine girmediği görülmektedir.

Yukarıda da ifade ettiğimiz gibi, finansal derinleşmenin en yaygın göstergelerinden bir diğeri de Toplam Mali Varlıklar Stokudur. Söz konusu göstergeden hareketle ülkedeki mali varlıkların bileşimini ve bankacılık kesimi ile sermaye piyasalarının sistem içindeki gelişimini görmek mümkündür. Tablo 5.4’te yıllar itibariyle Türkiye’nin toplam mali varlık stokunun gelişimi yer almaktadır. 1980 yılında toplam mali varlıklarımızın GSMH’ye oranı %19 iken bu oran 2004

yılında %101.5 gibi çok yüksek bir değere ulaşmıştır. Bu oran bize mali sistemimizin aradan geçen 20 yılı aşkın sürede milli gelire oran bakımından yaklaşık 5 kat büyüdüğünü göstermektedir.

Mali varlık stokunun bileşenlerini incelediğimizde, 1980 yılından günümüze kadarki süreçte finansal piyasaların yalnızca derinlik kazanmadığı, aynı zamanda varlıkların bileşimi bakımından da önemli bir yapısal değişikliğin yaşandığı görülmektedir. Tablo 5.4'te dikkati çeken en önemli hususlardan biri, toplam mevduatın mali varlık stoku içindeki payının dönem boyunca sürekli olarak azalma kaydetmiş olmasıdır. Toplam mevduatların stok içindeki payı 1980 yılında %74.1 iken, bu oran 2004'te %42'ye gerilemiştir. Bu gerilemenin temelinde, TL cinsi mevduatlardaki azalma yatmaktadır. Döviz tevdiat hesaplarında ise özellikle 2000'li yıllara kadar önemli bir artış olduğu görülmektedir. Ancak bu artışa rağmen aradan geçen 20 yılı aşkın sürede, mevduat cinsi hesapların toplam varlık stoku içindeki nispi önemi azalmış ve bunun paralelinde menkul değerler ağırlık kazanmıştır.

Tablo 5.4: Toplam Mali Varlıklar (Toplam İçindeki Pay)

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
TOPLAM MEVDUAT	74.1	79.3	75.8	73.3	73.0	70.8	67.4	66.1	57.8	52.5	61.2
Türk Lirası	74.1	72.4	66.3	58.8	56.4	54.5	51.8	45.4	37.2	31.1	31.2
- Tasarruf Mev.	34.0	43.9	37.4	29.5	30.6	30.8	27.5	26.0	20.4	15.7	18.3
- Diğer	40.1	28.5	28.9	29.3	25.8	23.8	24.3	19.4	16.8	15.5	12.9
Döviz Tevdiat Hes.	..	..	..	..	16.6	16.3	15.5	20.7	20.6	21.3	30.0
MENKUL KIYMETLER	25.9	20.7	24.2	26.7	27.0	29.2	32.6	33.9	42.2	47.5	38.8
Kamu	18.9	15.1	17.8	19.2	18.6	19.2	20.0	19.1	29.1	33.6	33.2
- Hazine Bonosu	..	..	..	..	5.6	4.4	4.3	7.8	9.1	8.0	16.9
- Devlet Tahvili	..	..	..	..	10.8	13.5	14.8	10.6	18.6	23.5	12.9
- Diğer	..	..	..	..	2.2	1.3	0.9	0.8	1.3	2.0	3.4
Özel	7.1	5.5	6.4	7.5	8.5	9.9	12.7	14.7	13.1	13.9	7.3
- Hisse Senedi	4.3	4.6	5.6	5.8	6.9	8.4	11.4	13.8	10.6	8.8	6.1
- Varlığa Day. M.K.	..	..	..	..	..	..	..	..	2.0	4.5	1.1
- Diğer	2.8	0.9	0.8	1.7	1.6	1.6	1.3	0.9	0.5	0.5	0.1
TOPLAM	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Toplam Mali Varlıklar/GSMH	19.0	31.3	34.0	37.3	35.1	35.0	32.0	36.9	42.0	40.3	46.4

DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler: 1950 – 2006, www.dpt.gov.tr
TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr

Tablo 5.4 – devam

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
TOPLAM MEVDUAT	59.6	62.3	60.8	59.9	59.7	56.2	44.2	44.7	41.2	42.0
Türk Lirası	30.2	32.1	30.1	31.9	32.3	30.8	18.8	19.5	21.6	23.8
- Tasarruf Mev.	18.7	19.9	17.8	18.8	19.8	17.9	11.5	11.7	12.4	14.3
- Diğer	11.5	12.3	12.3	13.1	12.4	12.8	7.2	7.9	9.2	9.5
Döviz Tevdiat Hes.	29.4	30.1	30.7	28.0	27.4	25.4	25.5	25.2	19.6	18.2
MENKUL KIYMETLER	40.4	37.7	39.2	40.1	40.3	43.8	56.3	55.3	58.8	58.0
Kamu	32.5	32.7	34.0	34.5	34.7	36.9	51.8	50.9	53.8	52.2
- Hazine Bonosu	17.0	17.5	13.3	17.1	4.8	2.1	8.4	12.5	7.0	7.0
- Devlet Tahvili	13.8	14.3	19.9	16.9	29.3	34.5	43.1	38.0	46.4	44.6
- Diğer	1.6	0.8	0.8	0.5	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4	0.7
Özel	8.0	5.1	5.2	5.6	5.6	6.9	4.4	4.4	4.9	5.8
- Hisse Senedi	6.0	4.9	5.1	5.5	5.6	6.9	4.4	4.4	4.9	5.8
- Varlığa Day. M.K.	1.8	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- Diğer	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
TOPLAM	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Toplam Mali Varlıklar/GSMH	47.2	58.2	61.0	63.9	85.9	79.4	63.4	108.5	102.1	101.5

DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler: 1950 – 2006, www.dpt.gov.tr
TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr

Döviz tevdiat hesaplarındaki artışa rağmen, toplam mevduatın mali varlıklar stoku içindeki payının azalmasının en büyük nedeni kamu kesimi ve özel kesim menkul kıymet ihraçlarındaki artıştır. İMKB'nin faaliyete geçmesinin ardından özel kesimin hisse senedi ihracında artış yaşanmıştır. İMKB'nin işlem hacmi çok fazla olmasa da, hisse senetlerinin mali varlıklar stoku içindeki payı İMKB'nin açılmasıyla birlikte 1986 yılından itibaren artış trendine girmiş ve bu artış 90'lı yılların başlarına kadar devam etmiştir. Bu tarihten sonra ise özel kesim tarafından gerçekleştirilen menkul kıymet ihraçlarının mali varlık stoku içindeki payı, kamu menkul kıymetlerindeki artışa bağlı olarak önemli ölçüde azalmıştır.

Mali dengelerdeki bozulma neticesinde, kamu kesiminin özellikle 1990'lardan itibaren menkul kıymet ihraç ederek borçlanması, söz konusu aktiflerin mali varlık stoku içindeki payının hızlı bir biçimde artmasına neden olmuştur. 1980 yılında kamu menkul kıymetlerinin mali varlık stoku içindeki payı %19 düzeyinde iken, bu oran 1992 yılında % 29'a, 2004'te ise %52'ye çıkmıştır. Kamu kesimi menkul kıymetlerinin bu oran içindeki payının artması, diğer değişkenlerin toplam içindeki paylarının azalmasına neden olmuştur.

Netice itibariyle finansal reformların başlatıldığı 1980 yılından bu yana mali sistemin ekonomideki payında önemli bir artış olmuş, bu süreçte finansal piyasalar büyük ölçüde derinlik kazanmıştır. 1980-1985 döneminde, pozitif reel faiz uygulamasına bağlı olarak TL cinsi mevduatlardaki artış finansal derinleşmenin kaynağını teşkil etmiştir. 1988 yılından itibaren ise döviz tevdiat hesaplarındaki artışın toplam tasarrufları artırmak suretiyle derinleşmeye katkıda bulunduğu görülmektedir. Türkiye'de finansal piyasalardaki derinleşmenin en önemli kaynağını ise özellikle 1990'lı yıllardan itibaren kamu kesimi menkul kıymetlerindeki artışın teşkil ettiği ortaya çıkmaktadır.

Finansal serbestleşme çabaları çerçevesinde oluşturulan piyasa disiplininin finansal derinleşme yanında kaynakların daha etkin bir biçimde dağıtılmasını sağlaması ve bu yolla ekonomik büyümeyi hızlandırması beklenir. Nitekim finansal serbestleşmeye dayanak oluşturan kuramsal görüşlerin temel varsayımlarından biri, finansal serbestleşme yönünde gerçekleştirilen reformların finansal tasarrufları artıracığı ve finansal piyasalarda biriken fonların kredi hacmini artırması sonucu yüksek bir büyüme hızının sağlanacağıdır. Ancak, başarıyla uygulanan finansal

reformlara karşın, Türk finansal sisteminde özel kesimin kredi-finansman davranışlarını uyarmak suretiyle bu yönde bir gelişim görülmemektedir.

Ticari bankaların bilanço verileri 1970 yılından itibaren 10'ar yıllık periyotlarda incelendiğinde toplam mevduatların toplam aktifler içindeki payının 1970'li yıllardan bu yana sürekli olarak arttığı ancak buna karşın kredilerin toplam aktiflere oranında ise gerileme yaşandığı görülmektedir (TCMB, 2002, 38). 1970'li yıllarda toplam mevduatlar banka aktiflerinin % 48.9'u düzeyindeyken bu oran 2000-2006 döneminde % 68'e kadar yükselmiş, buna karşın yine aynı dönemde kredilerin toplamdaki payı % 55.4 düzeyindeyken daha sonra % 30.9 seviyesine kadar düşmüştür.

Tablo 5.5: Bankacılık Kesiminde Kredi ve Mevduatların Toplam Aktiflere Oranı (%)

	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2006	2006
Krediler/Toplam Aktifler	55.4	46.0	41.3	30.9	44.3
Mevduatlar/Toplam Aktifler	48.9	57.4	61.3	68.1	66.6

TCMB, Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, 2002, 34, www.tbb.org.tr

Türkiye ekonomisinde 1980 sonrasında gerçekleştirilen serbestleşme süreci neticesinde mali piyasalar, ekonominin üretken kesimlerini finanse etme işlevlerini yeterince yerine getirememişlerdir. Bir yandan bankacılık kesiminin sahip olduğu aktif büyüklüğünün GSMH içindeki payı hızla artarken diğer taraftan toplam mevduatların toplam aktifler içindeki payı artmış ancak buna rağmen bankacılık kesimi bilançolarındaki bu gelişme kredi ölçeğinde reel kesime yansımamıştır.

Krediler bakımından ortaya çıkan bu durumu arz cephesinden değerlendiren Özatay ve Sak (2002) bankalar kanalıyla kaynak aktarımının istenilen düzeyde gerçekleşmemesini bankacılık sektörünün finansal serbestleşme neticesinde karşı karşıya kaldığı üç büyük risk unsuruna bağlamaktadır. Özatay ve Sak (2002)'a göre, banka bilançolarındaki kredi riski, faiz oranı riski ve döviz riski reform sonrası dönemde artmış ve bu da bankacılık sektörünün hareket kabiliyetini azaltmıştır.

Bunun dışında bankaların kredi verme konusundaki isteksizlikleri de kredi hacminin sığ kalmasında rol oynayan bir diğer faktördür. Zira, özellikle 1990 sonrası dönemde oluşan ekonomik istikrarsızlık ve kırılgan yapı, kredi kullanıcılarının borçlarını ödeyemez duruma gelmeleri ihtimalini artıran bir faktör olmuş ve bu durum karşısında bankalar özel kesime kredi verme konusunda daha çekingen ve ihtiyatlı davranmışlardır. Diğer taraftan konuya talep cephesinden bakıldığında, yüksek enflasyon ve büyüme oranlarına ilişkin istikrarsızlıktaki artışın özel kesimin kredi yoluyla borçlanma talebini azaltmış olması ihtimali de bulunmaktadır (TCMB, 2002, 38).

Özellikle 1980'lerin sonlarından itibaren kamu mali dengesindeki bozulmayla birlikte kamu kesimi borçlanma gereksiniminin artması, ülkedeki toplam tasarrufların önemli bir kısmının kamu kesimi açıklarının finansmanında kullanılmasına neden olmuştur. Bu dönemde bankalar, yurtdışından ve yurtdışından elde ettikleri fonlarının büyük bir kısmını kamu kesimi finansmanı için çıkarılan borçlanma senetlerini almak için kullanmışlardır (Yeldan, 2001, 144-152). Devlet iç borçlanma senetlerinin dağılımına baktığımızda bankaların dönem boyunca en büyük alıcı konumunda oldukları görülmektedir. Bankaların payı hiçbir dönem %70'in altına inmemiştir. Bu bilgiyi bankacılık kesimi kredi ve mevduatlarının gelişimine ilişkin verilerle (Tablo 5.6) bir arada değerlendirdiğimizde reel kesim ile finansal kesim arasındaki kopukluk daha net bir biçimde ortaya çıkmaktadır.

Tablo 5.6: İç Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı (%)

	<i>Bankalar</i>	<i>Resmi Kurumlar</i>	<i>Özel Sektör</i>	<i>Tasarruf Sahipleri</i>
1987	77.7	18.1	4.0	0.2
1988	90.5	6.7	2.8	0.0
1989	90.2	6.4	3.4	0.0
1990	85.9	12.9	1.1	0.0
1991	92.8	3.2	4.1	0.0
1992	79.1	14.0	4.0	3.0
1993	77.8	6.1	2.7	13.4
1994	71.5	9.8	2.7	16.0
1995	81.6	8.8	3.6	6.0
1996	84.4	9.9	2.9	2.9
1997	89.5	7.2	3.3	0.1
1998	86.8	8.0	3.9	1.3
1999	85.3	11.2	2.1	1.3
2000	75.9	20.3	3.8	0.0
2001	74.5	22.1	1.5	1.9
2002	79.8	14.9	4.3	1.0
2003	75.5	21.8	2.7	0.1

2004	85.8	11.1	3.2	0.0
2005	88.3	9.3	2.4	0.0
2006	88.5	10.5	1.0	0.0

Hazine Müsteşarlığı, www.hazine.gov.tr

Türkiye’de finansal piyasalar üzerindeki temel yük kamu kesimi borçlanma gereği ve buna bağlı olarak ortaya çıkan “dışlama” sürecinden kaynaklanmıştır. Yüksek kamu sektörü finansman ihtiyacı ve yetersiz iç finansman kaynakları nedeniyle reel faizler on yıldan uzun bir süre çok yüksek seyretmiş ve Türk finans kesiminin en büyük aktörü konumunda olan bankacılık sektörü yurtiçi ve yurtdışı kaynaklardan elde ettiği fonları reel sektöre kredi vererek kullanmak yerine kamu kesimi açıklarının finansmanında kullanmıştır. Bir diğer ifadeyle Türkiye’de finansal derinleşme neticesinde bankacılık sektörü-reel sektör ilişkisi gelişeceğine, bankacılık sektörü-kamu kesimi ilişkisi gelişmiştir.

Genel olarak değerlendirdiğimizde Türkiye, yasal altyapısı oluşturulmuş ve iyi örgütlenmiş finansal piyasalara sahiptir. Bununla birlikte, finansal derinleşmenin en önemli unsurlarından biri olan, finansal kurumların çeşitliliği açısından ülkemiz finans piyasaları, gelişmiş ülkelerdeki piyasalarla karşılaştırıldığında, Türkiye’de finansal piyasaların kurumsal açıdan yeterince çeşitlilik arz etmediği görülmektedir. Bu da finansal fonların büyüme hacmini olumsuz yönde etkilemekte ve bu fonların daha geniş kitlelere ulaştırılmasını zorlaştırmaktadır.

Türk finans piyasalarında hakim konumda olan bankacılık sektörünü uluslararası göstergelerle karşılaştırdığımızda Türkiye’de söz konusu sektörün henüz büyüme aşamasında olduğu görülmektedir.

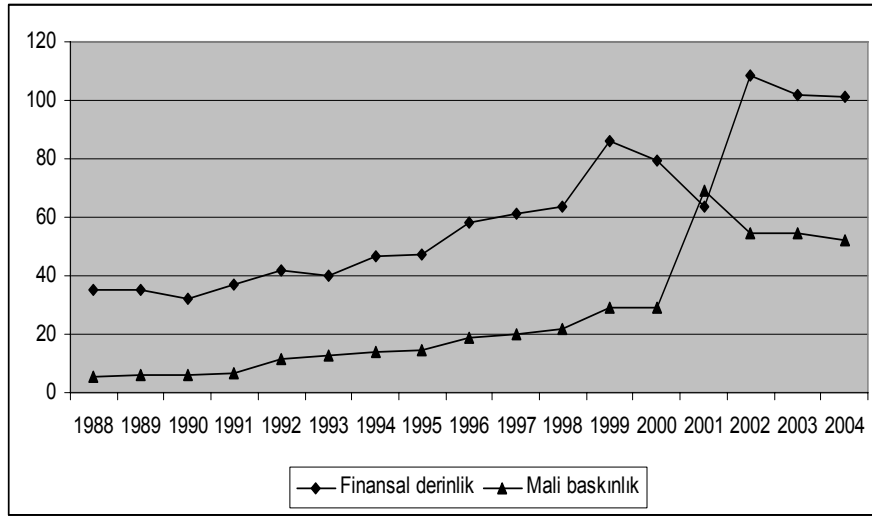
Tablo 5.7: Türkiye’de Bankacılık Kesimi Göstergelerinin AB ile Karşılaştırılması (GSYİH’nin Yüzdesi Olarak)

	<i>Türkiye*</i> (2006)	<i>Avrupa Birliği (25)</i> (2005)
Toplam Aktifler	85	304
Toplam Krediler	37	126
Toplam Mevduat	51	104

www.tbb.org.tr

*Mevduat ve kalkınma bankaları

Avrupa Birliği ülkelerinde bankacılık sisteminin aktif büyüklüğü ve dağıtılan kredilerin GSMH'ye oranı ülkemizdeki oranların bir hayli üzerindedir. Bu anlamda Türkiye'de ağırlığını bankacılık kesiminin oluşturduğu finansal sektör henüz oldukça küçük ölçekli ve sığdır. Sermaye piyasalarımız ise özel kesimin bu piyasalardan uzun vadeli kaynak yaratmasına imkân vermeyecek ölçüde küçüktür. Ülkemizde bankacılığın finansal sistemde hakim sektör olması ve bankalar dışındaki finansal kurumların bilançolarının nisbi olarak sınırlı büyüklükte oluşu, finansal sektörün ekonomik ve politik gelişmeler karşısındaki kırılganlığını artırmaktadır. Ancak bununla birlikte ülkemizde finansal sektör yüksek bir büyüme potansiyeline sahiptir.



Şekil 5.2: Türkiye'de Finansal Derinleşme ve Mali Baskınlık

DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler: 1950 – 2006, www.dpt.gov.tr
TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr

Türkiye'de kamu kesimi dengesi giderek iyileşen bir performans göstermektedir. 2006 yılında kamu kesimi dengesi GSMH'nin %3'ü oranında fazla vermiştir. Kamu kesimi dengesindeki hızlı iyileşme paralelinde mali baskınlık olarak da ifade edilen kamu kesimi borçlanma gereksiniminin GSMH'ye oranı, 2001 yılından günümüze kadar olan süreçte azalma kaydetmiştir. Mali baskınlığın

azalması, kamunun finansal sektör üzerindeki baskısının hafiflemesine yol açmaktadır. Türkiye’de kamu mali dengelerinin düzelmesi ve kamu kesimi borçlanma gereğinin azalmasının, finansal derinleşme neticesinde oluşan fonların daha verimli alanlarda, ekonomik kalkınmayı sağlayacak yönde kullanılmasına imkân sağlaması beklenmektedir.

5.4 Finansal Derinleşme ve İktisadi Büyüme Arasındaki İlişkinin Eşbütünleşme Analizi ile Sınanması

Çalışmamızın bu kısmında Türkiye’de finansal derinleşme ile iktisadi büyüme olguları arasında herhangi bir ilişki olup olmadığı ve eğer bir ilişki var ise nedenselliğin hangi yönde işlediği ekonometrik yöntemler kullanılarak araştırılacaktır. Finansal derinleşme ile iktisadi büyüme olguları arasındaki ilişkinin ele alındığı literatür, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkeye ilişkin çok sayıda çalışmayı içermektedir. Bu çalışmalarda çeşitli ekonometrik yöntemler, değişkenler ve gözlem dönemlerine ilişkin veri setleri kullanılarak, belirtilen iki olgu arasında nedenselliğe ilişkin farklı sonuçlar elde edilmiştir. Türkiye’ye ilişkin olarak da bu konuda yapılmış çalışmalar bulunmaktadır. Türkiye örneğini ele alan çalışmalar aşağıda kısaca özetlenmektedir.

Kar ve Pentecost (2000) 1963–1995 dönemine ilişkin verileri kullanarak Türkiye’de finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini inceledikleri çalışmalarında eşbütünleşme ve hata düzeltme modellerini uygulamışlardır. 1968 fiyatlarıyla GSMH, yurtiçi kredilerin GSMH’ye oranı, özel kesime verilen kredilerin GSMH’ye oranı, özel kesime verilen kredilerin yurtiçi toplam kredilere oranı, M2Y geniş para arzı tanımının GSMH’ye oranı ve toplam mevduatların GSMH’ye oranı değişkenlerini kullandıkları çalışmalarının sonucunda, finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında çok net bir nedensel ilişki bulgusu elde edememişlerdir. Kullanılan değişkene göre nedenselliğin yönünün değiştiğini gördükleri araştırmalarının sonucunda Kar ve Pentecost (2000), genel olarak bakıldığında Türkiye’de iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru nedensel bir ilişki olduğunu belirtmektedirler.

Ünalmiş (2002) finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini incelediği çalışmasında Türkiye örneğini ele almıştır. 1970–2001 dönemini incelediği çalışmasında Ünalmiş (2002), Granger nedensellik ve vektör hata düzeltme modellerini kullanmıştır. 1968 fiyatlarıyla kişi başına GSMH artışı, yurtiçi kredilerin

GSMH'ye oranı, özel kesime verilen kredilerin GSMH'ye oranı, özel kesime verilen kredilerin yurtiçi toplam kredilere oranı, M2Y geniş para arzı tanımının GSMH'ye oranı ve toplam mevduatların GSMH'ye oranı değişkenlerini kullanmıştır. Değişkenlerden biri dışında diğer değişkenlerin kısa dönemde iktisadi büyümeye yol açtığını, uzun dönemde ise finansal değişkenler ve büyüme arasında iki yönlü ilişki olduğunu bulmuştur.

Yılmaz ve Kayalica (2002) Türkiye'de finans ve büyüme ilişkisini inceledikleri çalışmalarında 1960–2001 dönemini ele almışlardır. Değişken olarak reel büyüme oranını, M2Y ve hisse senedi kapitalizasyonunun toplamının GSMHY'ye oranından oluşan bir finansal göstergesi, özel kesime verilen kredilerin toplam kredilere oranını ve enflasyonu kullandıkları çalışmalarında vektör hata düzeltme modeli çerçevesinde Granger nedensellik testi uygulamışlardır. Çalışmalarının sonunda Yılmaz ve Kayalica (2002)'nin elde ettikleri bulgu, oluşturdukları finansal gösterge ile iktisadi büyüme arasında arz itişli bir nedensellik ilişkisi olduğu yönündedir. Buna karşın uyguladıkları ekonometrik testler, özel kesime verilen kredilerin yurtiçi toplam kredilere oranını gösteren değişken ile büyüme değişkeni arasında herhangi nedensel bir ilişkiye işaret etmemektedir.

5.4.1 Yöntem

Çalışmamızın bu kısmında Türkiye'de finansal derinleşme ile iktisadi büyüme olguları arasında herhangi bir ilişki olup olmadığı ekonometrik yöntemler kullanılarak araştırılacaktır. Belirtilen iki değişken arasında eğer ilişki var ise bunun yönünün, finansal derinleşmeden büyümeye doğru mu, yoksa büyümeden finansal derinleşmeye doğru mu olduğu belirlenmeye çalışılacaktır.

Değişkenlerimizin durağan nitelikte olmaması nedeniyle ampirik sınama, Johansen eşbütünleşme yöntemi kullanılarak gerçekleştirilecektir. Daha sonra Johansen eşbütünleşme analizinden elde edilen sonuçlara göre, vektör hata düzeltme modeli uygulanacak ve son olarak bu mekanizma üzerinden ve Granger nedensellik testi yardımı ile değişkenler arasındaki nedenselliğin kısa ve uzun dönemdeki yönü araştırılacaktır.

5.4.1.1 Birim Kök Testi

Türkiye'de finansal derinleşme ile iktisadi büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığını ortaya koyabilmek için çalışmamızda eşbütünleşme yöntemi

kullanılacaktır. Ancak bu yöntemin kullanılabilmesi için ilk olarak, kullanılacak olan serilerin durağan olup olmaları kontrol edilmelidir. Çalışmamızda serilerin durağanlığının sınanması, Genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF) testi kullanılarak yapılacaktır.

Bir serinin durağan olması, ele alınan dönem içerisinde, serinin sabit ortalama ve varyansa sahip olması anlamına gelmektedir.

$$\Delta Y_t = \mu + \beta Y_{t-1} - \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (5.1)$$

Y, durağan olup olmadığı sınanan değişkeni, ε , hata terimini temsil etmektedir. Yukarıdaki denklemde Y_t değişkeninin ortalama etrafında durağan olduğu alternatif hipotezine ($H_1 : \beta < 0$) karşın, birim kökünün olduğu temel hipotezi ($H_0 : \beta = 0$) test edilmektedir. Hesaplanan değer kritik değerden büyük ise, β 'nin sifıra eşit olduğu birim kök temel hipotezi reddedilemez ve Y değişkeninin durağan olmadığı ifade edilir. Temel hipotezin kabul edilmediği durumda değişkenin durağan olduğu söylenir (Enders, 2004, 225).

5.4.1.2 Eşbütünleşme Testi

Durağan olmayan zaman serilerinde stokastik trendi kaldırmanın klasik yöntemi, değişkenlerin farkını almaktır. Ancak çoğu ekonometrik değişkenin seviyeleri değil, fakat doğrusal kombinasyonları durağan, bir diğer deyişle eşbütünleşiktir.

Eşbütünleşme kavramı ilk olarak Granger (1981) tarafından ortaya atılmış, ancak daha sonra Engle ve Granger (1987), Engle ve Yoo (1987), Stock ve Watson (1988) ve Johansen (1988, 1991) tarafından geliştirilmiştir. Engle ve Granger (1987) tarafından somut hale getirilen eşbütünleşme yöntemi birden fazla eşbütünleşik vektör olması durumunda kullanılamamaktadır. Bu testin içerdiği bu gibi zayıflıklar, Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) tarafından yapılan katkıyla ortadan kaldırılmış, birden çok eşbütünleşik vektör olması durumunda sınama yapmak mümkün hale gelmiştir (Paulauskas, Rachev, 1998).

Johansen (1988) tarafından geliştirilen çok değişkenli eşbütünleşme sürecinin temel fikri, çok değişkenli bir ekonometrik zaman serisinin bütün bileşenlerinin birim köke sahip olması durumunda, birim kökü bulunmayan bileşenlerin doğrusal

kombinasyonlarının olabileceği fikrine dayanır. Bileşenlerin bu doğrusal kombinasyonları, incelenen iktisadi değişkenler arasındaki *uzun dönemli ilişkiler* olarak düşünülür. Gayri safi milli hâsıla ve para stoku gibi çoğu makroekonomik değişken trende sahip olsa da, uzun dönemde bunların farkı sabittir. Değişkenlerin birinci farkları durağan olduğunda bu serilerin uzun dönemli bir denge ilişkisi tanımladığı kabul edilebilir (Paulauskas, Rachev, 1998).

Bu çalışmada Johansen (1988, 1991, 1995) ve Johansen ve Juselius (1990) tarafından ortaya konulan maksimum olabilirliğe sahip çok değişkenli eşbütünleşme yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemin dayandığı vektör oto regresif (VAR) modellerde bir değişken kendisinin ve modelde yer alan diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile ifade edilmektedir. VAR, bütün değişkenlerin bağımlı kabul edildiği, eşanlı bir denklem sistemidir (Gujarati, 1995, 752):

p boyutlu bir vektör otoregresif model,

$$X_t = \mu + \sum_{j=1}^p \Phi_j X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (5.2)$$

şeklinindedir. Yukarıdaki eşitlikte X_t , mx1 boyutunda I(1) değişkenler vektörü, μ , mx1 boyutunda sabit terimler vektörü, Φ_j ($j=1, \dots, p$), mxm boyutunda bir parametreler matrisi ve ε_t , bağımsız ve eşit olasılıkla dağıldığı varsayılan, sıfır ortalamalı ve eşanlı bağlantılı (comtemporaneously correlated), mx1 boyutunda bir beyaz gürültü vektörüdür.

(5.2) no'lu model, vektör hata düzeltme modeli şeklinde aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$\Delta X_t = \mu + \Pi X_{t-1} + \sum_{j=1}^{p-1} \Pi_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (5.3)$$

(5.3) no'lu eşitlikte Π_j matrisleri sistemin kısa vadeli etkilerini yakalar. Π katsayı matrisi ise modelin uzun dönemli denge ilişkisi hakkında bilgi içerir. Π matrisinin rankına ilişkin ortaya çıkabilecek üç sonuçtan söz edilebilir (Enders, 2004, 360):

1. $\text{rank} \Pi = 0$. Bu durumda Π matrisinin determinantı sıfıra eşittir ve değişkenler arasında eşbütünleşme yoktur. Bir diğer ifadeyle değişkenlerin hiçbiri

diğer değişkenlerin doğrusal kombinasyonu olarak ifade edilemez. Bunun anlamı, bu seriler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmamasıdır.

2. $0 < \text{rank}\Pi < m$. Bu durumda eşbütünleşik vektör(ler)in, yani değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığından söz edilir. Rank bire eşit ise bir tane eşbütünleşme ilişkisi, eğer birden büyükse çoklu eşbütünleşme ilişkisi vardır.

3. $\text{rank}\Pi = m$. Tam rank durumunun söz konusu olduğu bu durumda rank, değişken sayısına (m) eşittir ve otoregresif vektör durağandır. Böyle bir durumda sahte regresyon sorunu bulunmaz ve değişkenlerin kendileri kullanılarak model çözülebilir.

Johansen (1991) çalışmasında $\text{rank}\Pi = r < m$ iken Π 'nin rankının, değişkenler, X_t , arasında kaç eşbütünleşme ilişkisi, r , belirttiğini göstermiştir. Bu durumda eşbütünleşmenin varlığını belirlemek için $\Pi = \alpha\beta'$ denklemi ele alınmaktadır. α ve β' , $m \times r$ boyutunda matrislerdir. β' matrisinin satırları (r), X_t sisteminin r adet durağan eşbütünleşik vektörü olduğu şeklinde yorumlanabilir. Johansen ve Juselius'a (1990) göre α , istikrarlı uzun dönemli denge durumuna uyarlanma hızı olarak yorumlanabilir.

Eşbütünleşen vektörün rankını belirleyebilmek için Johansen (1988, 1991), artık vektöründen elde edilen iki olabilirlik oranı test istatistiği önermiştir. Bu test istatistikleri trace istatistiği ve en büyük özdeğer istatistiğidir. Trace istatistiği, “en fazla r adet eşbütünleşen vektör vardır” şeklindeki H_0 hipotezine karşı, “en fazla m adet eşbütünleşen vektör vardır” şeklindeki alternatif hipotezi test etmektedir. Trace istatistiği aşığıdaki şekilde tanımlanmaktadır (Enders, 2004, 352):

$$Q_{TRACE} = -T \sum_{i=r+1}^m \ln(1 - \lambda_i) \quad (5.4)$$

Burada λ_i , X_{t-1} doğrusal kombinasyonunun, kısa dönem dinamiklerini düzelttikten sonra ΔX_t sisteminin durağan kısmıyla olan ilişkisinin gücünü ölçer.

En büyük özdeğer test istatistiği, “en fazla r adet eşbütünleşen vektör vardır” şeklindeki H_0 hipotezini, “en fazla $r+1$ eşbütünleşen vektör vardır” şeklindeki alternatif hipoteze karşı sınamak için kullanılmaktadır. En büyük özdeğer test istatistiği şu şekilde tanımlanır (Enders, 2004, 353):

$$Q_{\text{ÖZDEĞER}} = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}) \quad (5.5)$$

Her iki test de $r=0$ şeklindeki sıfır hipoteziyle başlar. Eğer bu hipotez reddedilemezse, değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığı sonucuna ulaşılır. Temel hipotez reddedilirse eşbütünleşen kaç vektör olduğunu belirlemek üzere alternatif hipotezler sıralanmaya devam eder. Hesaplanan test istatistikleri kritik değerden büyük ise hipotezler reddedilerek daha fazla sayıda eşbütünleşme vektörü olup olmadığı araştırılır (Enders, 2004, 353, 354).

5.4.1.3 Vektör Hata Düzeltme Modeli ve Nedensellik İlişkisi

İki veya daha fazla sayıdaki zaman serisi uzun dönemde birlikte hareket ediyorsa, bu seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu söylenir. Engle ve Granger (1987), eğer seriler eşbütünleşik ise bu eşbütünleşmenin hata düzeltme vektörünün olacağını ifade etmektedir.

Vektör hata düzeltme modelleri, durağan olmayan değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini içeren kısıtlı VAR modelleridir. Engle ve Granger (1987), iki değişkenin eşbütünleşik olması durumunda, kısa dönemde dengesizlikleri gideren bir hata düzeltme mekanizması olduğunu göstermektedir. Bu, bağımlı değişkendeki değişimlerin, açıklayıcı değişkenlerdeki değişimle eşbütünleşik regresyondaki gecikmeli hata teriminin bir fonksiyonu olduğu anlamına gelir. Hata düzeltme modelinin bir sonucu olarak, Y_t 'de ve X_t 'de meydana gelen değişime Y_{t-i} , X_{t-i} ve bunların da bir fonksiyonu olan gecikmeli hata düzeltme terimi neden olur. Granger (1988), eğer iki seri eşbütünleşik ise, bu seriler arasında tek yönlü de olsa mutlaka nedensellik ilişkisinin bulunacağını ifade etmektedir.

Hata düzeltme modeli aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Enders, 2004, 329):

$$\begin{aligned} \Delta Y_t &= \beta_1 + \sum_{i=1}^p \alpha_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \mu_{1i} \Delta X_{t-i} + \lambda_{1i} HDT_{t-1} + \varepsilon_{1t} \\ \Delta X_t &= \beta_2 + \sum_{i=1}^p \alpha_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \mu_{2i} \Delta X_{t-i} + \lambda_{2i} HDT_{t-1} + \varepsilon_{2t} \end{aligned} \quad (5.6)$$

Yukarıdaki eşitliklerde Δ , fark operatörü, p , gecikme uzunluğu β , α , μ ve λ tahmin edilmiş parametreler ve ε otokorelasyonsuz hata terimidir. HDT ,

eşbütünleşme dekleminin kalıntılarından elde edilen hata düzeltme terimidir (Enders, 2004, 329).

Yukarıdaki eşitliklerden yola çıkarak, ele alınan zaman serileri arasındaki nedensellik ilişkisi incelenebilir. Buna göre birinci eşitlikte yer alan X değişkeninin gecikmeli değerlerinin tahmin edilmiş katsayıları *Wald* testine göre istatistiksel olarak anlamlı ise X değişkeninin, kısa dönemde Y değişkeninin nedeni olduğu söylenir. Diğer yandan hata düzeltme teriminin tahmin edilmiş katsayısı t testine göre istatistiksel olarak anlamlı ise, bağımsız değişkenin geçmiş değerlerinin, bağımlı değişkenin şimdiki değerini açıkladığı ve dolayısıyla değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olduğu söylenir.

Hata düzeltme modeline ait katsayı, düzeltme katsayısı olarak da adlandırılmaktadır. Bu katsayı -1 ile 0 arasında bir değer alır ve veri uzun dönem hedef noktasından uzaklaştığında bu noktaya yeniden hangi ölçüde yaklaştığını göstermektedir. Eğer düzeltme katsayısı -1 ise, uzun dönem denge seviyesinden sapmaların tamamı anında düzeltilmektedir. Diğer yandan eğer söz konusu katsayı 0 ise, herhangi bir şekilde hata düzeltilmesi yapılamamaktadır.

Modelde nedensellik kaynağı üç farklı test uygulayarak ortaya konabilmektedir. Birinci test, yukarıdaki eşitlikte yer alan her değişkenin gecikmeli değerlerinin katsayısına (birinci eşitlikte μ_{1i} , ikinci eşitlikte ise α_{2i}) ayrı ayrı uygulanan birleşik Wald testidir. İkinci test, iki eşitlikte de yer alan hata düzeltme terimlerinin gecikmeli değerlerinin katsayılarına (birinci eşitlikte λ_{1i} , ikinci eşitlikte ise λ_{2i}) uygulanan t testidir. Son test ise birinci eşitlikteki μ_{1i} ve λ_{1i} ile ikinci eşitlikteki α_{2i} ve λ_{2i} 'ye uygulanan birleşik Wald testidir.

Granger nedensellik testi uygulanırken, tahmin edilen birinci eşitlikte α_{1i} 'ler grup halinde sıfırdan farklı ise veya λ_{1i} anlamlı veya α_{1i} 'ler ve λ_{1i} grup halinde sıfırdan farklı bulunmuşsa X değişkeninin Granger anlamda Y değişkeninin nedeni olmadığı şeklindeki sıfır hipotezi reddedilir. Aynı şekilde ikinci eşitlikte α_{2i} 'ler grup halinde sıfırdan farklı ise veya λ_{2i} anlamlı veya α_{2i} 'ler ve λ_{2i} grup halinde sıfırdan farklı bulunmuşsa Y 'nin Granger anlamda neden ve X 'in sonuç değişkeni olmadığı şeklindeki sıfır hipotezi reddedilir.

Bu çalışmada değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek için Johansen eşbütünleşme metodu (Johansen, 1988; Johansen, Juselius, 1990) kullanılmıştır. Hata düzeltme mekanizması yolu ile eşbütünleşik olduğu belirlenen değişkenlerin, kısa ve uzun dönem parametreleri tahmin edilmiş ve değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri ortaya konmuştur.

5.4.2 Veri

Çalışmamızda yukarıdaki metodoloji çerçevesinde, 1987 – 2006 dönemine ilişkin üçer aylık veriler kullanılarak, Türkiye’de finansal derinleşme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki incelenmeye çalışılmıştır. Ele aldığımız değişkenlerden KAP; sermaye piyasası kapitalizasyonunun nominal gayri safi yurt içi hâsılaya oranını, M2Y; M2Y para arzı tanımının nominal gayri safi yurt içi hâsılaya oranını, DIBS; devlet iç borçlanma senetlerinin nominal gayri safi yurt içi hâsılaya oranını, KROR; özel kesime verilen kredilerin yurtiçi toplam kredilere oranını ve son olarak LGSYİH; 1987 fiyatlarıyla kişi başına reel gayri safi yurt içi hâsılayı temsil etmektedir. Üçer aylık olması nedeniyle mevsimsellik etkisi taşıyan kişi başına reel gayri safi yurt içi hâsıla değişkeni, Census X12 yöntemi ile mevsimsel uyarlamaya (seasonal adjustment) tabi tutulmuştur. Kişi başına reel gayri safi yurt içi hâsıla değişkeni mevsimsel olarak uyarlandıktan sonra logaritması alınarak ele alınmıştır. Çalışmamızda KAP, DIBS ve M2Y değişkenlerimizin elde edilmesinde kullanılan nominal gayri safi yurt içi hâsıla değişkeni de aynı şekilde mevsimsel uyarlamaya tabi tutulmuştur. FD değişkeni, finansal derinliği temsil etmek üzere KAP, M2Y ve DIBS değişkenlerinin ağırlıklandırılması ile oluşturulmuştur²⁵.

Kapitalizasyon değişkenine ilişkin veriler İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndan, diğer tüm veriler ise T.C. Merkez Bankası’nın elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) elde edilmiştir. Gerekli basit oranlamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

²⁵ Söz konusu ağırlıklar, ilgili değişkenlerin ele alınan yıllar itibarıyla GSYİH içindeki paylarının basit ortalaması baz alınarak oluşturulmuştur. Buna göre ağırlıklar, KAP için 0.3590, DIBS için 0.0810 ve M2Y için 0.5600 olarak belirlenmiştir.

5.4.3 Uygulama

5.4.3.1 Birim Kök Test Sonuçları

Türkiye’de finansal derinleşme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi incelemede ilk adım olarak verilerin durağan olup olmadıklarının belirlenmesi gerekmektedir. Bu amaçla ilgili verilere Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi uygulanmıştır.

Tablo 5.8’den izlenebileceği üzere, çalışmamızda ele alınan tüm değişkenlerin seviyelerinde durağan olmadıkları görülmektedir. Bir başka deyişle tüm değişkenler birim köke sahiptirler. Öte yandan Tablo 5.9’dan görüldüğü gibi değişkenlerin birinci dereceden farklarının durağan olduğu gözlenmektedir. Bu durumda değişkenlerin $I(1)$, bir diğer ifadeyle birinci dereceden durağan oldukları anlaşılmaktadır. Dolayısıyla bir önceki bölümde açıkladığımız üzere bir sonraki aşama değişkenler arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olup olmadığının sınanmasıdır.

Tablo 5.8: Birim Kök Test Sonuçları (Seviye)

Değişkenler	Genişletilmiş Dickey Fuller Testi (ADF)		
	Seviye	Seviye	Seviye
	Sabit Terim	Sabit Terim ve Trend	Sabitsiz ve Trendsiz
LGSYIH	-0.561 (0)	-2.202 (0)	1.599 (0)
KAP	-1.714 (8)	-2.696 (8)	0.034 (0)
DIBS	-1.671 (4)	-2.809 (4)	-0.422 (4)
M2Y	0.751 (0)	-1.606 (0)	1.608 (0)
FD	-0.180 (5)	-2.920 (8)	1.285 (5)
FDY	-0.176 (5)	-2.790 (8)	1.152 (5)
KROR	-0.445 (2)	-2.594 (11)	1.064 (0)
Kritik değerler			
%1	-3.515	-4.078	-2.594
%5	-3.898	-3.467	-1.944
%10	-2.586	-3.160	-1.614

Tabloda yer alan parantez içindeki değerler, Akaike Bilgi Kriterine göre hesaplanan gecikme değerleridir.

Tablo 5.9: Birim Kök Test Sonuçları (Birinci Fark)

Değişkenler	Genişletilmiş Dickey Fuller Testi (ADF)		
	Birinci Fark	Birinci Fark	Birinci Fark
	Sabit Terim	Sabit Terim ve Trend	Sabitsiz ve Trendsiz
LGSYIH	-5.512 (3)	-5.579 (3)	-5.050 (3)
KAP	-3.131 (7)	-3.232 (7)	-2.989 (7)
DIBS	-4.982 (4)	-4.999 (4)	-5.009 (3)
M2Y	-9.059 (0)	-9.376 (0)	-1.698 (4)
FD	-3.063 (4)	-3.501 (4)	-2.398 (4)
FDY	-2.989 (4)	-3.203	-2.099
KROR	-4.939 (1)	-5.172 (1)	-4.854 (1)
Kritik değerler			
%1	-3.515	-4.081	-2.596
%5	2.898	-3.469	-1.945
%10	-2.586	-3.161	-1.613

Tabloda yer alan parantez içindeki değerler, Akaike Bilgi Kriterine göre hesaplanan gecikme değerleridir.

5.4.3.2 Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları

Değişkenler arasında eşbütünleşim ilişkisinin var olup olmadığı test edilirken kullanılması gereken gecikme uzunluğu, Akaike, Schwarz ve Hannan-Quinn bilgi kriterlerine ve son tahmin hata (final prediction error) kriterine göre belirlenmiştir. Sözü edilen kriterler gecikme uzunluğunun “bir” olması gerektiğine işaret etmiştir. Bu gecikme uzunluğuna göre yapılan trace testine ve en büyük özdeğer testine ait sonuçlar Tablo 5.10’den izlenebilmektedir. Tablo 5.10’den görüldüğü üzere her iki test istatistiğine dayanarak FD ve LGSYIH değişkenleri arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olmadığını ileri süren H_0 hipotezini reddedemeyiz. Diğer bir ifadeyle söz konusu değişkenler arasında bir eşbütünleşim ilişkisi yoktur²⁶.

²⁶ İçerdiği M2Y, KAP ve DIBS göstergeleri ağırlıklandırılarak ele alınan FD değişkeni ile LGSYIH değişkenleri arasında bir eşbütünleşim ilişkisi bulunamamıştır. Elde edilen bu sonuç karşısında çalışmamızda M2Y, KAP ve DIBS göstergeleri ağırlıklandırılmaksızın da bir finansal derinlik göstergesi oluşturulmuş, bu yeni göstergenin de LGSYIH değişkeni ile arasındaki olası bir eşbütünleşim ilişkisi araştırılmıştır. Bu araştırma sonucunda, elde edilen bulgu ile önceki bulgu arasında herhangi bir değişiklik olmadığı gözlenmiştir. Diğer bir ifadeyle M2Y, KAP ve DIBS değişkenleri ağırlıklandırılmadan yapılan inceleme ile de finansal derinleşme ve kişi başına gayri safi yurtiçi hâsıla değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır.

Tablo 5.10: FD – LGSYIH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1-2006.4)

FD - LGSYIH	Temel Hipotez	Alternatif Hipotez	İstatistik	%5 Kritik Değeri
Trace Testi				
	$r = 0$	$r \geq 1$	11.667	15.494
En Büyük Özdeğer Testi				
	$r = 0$	$r = 1$	11.666	14.264

%10 kritik değeri Trace Testi için 13.428, En Büyük Özdeğer Testi için ise 12.296'dır.

FD değişkeni ile LGSYIH değişkeni arasında yaptığımız eşbütünleşim testi, söz konusu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olmadığı sonucuna işaret edince, FD değişkenini oluşturan M2Y, KAP ve DIBS değişkenlerinin teker teker LGSYIH değişkeni ile ikili eşbütünleşim ilişkisi incelenmiştir. Bu şekilde yapılan ikili eşbütünleşim analizleri sonucunda, finansal derinleşme göstergesinin kişi başına reel gayri safi yurtiçi hâsıla değişkeni ile uzun dönemde aynı yöne doğru hareket etmemesinin, söz konusu göstergenin hangi bileşen(ler)inden kaynaklandığı ortaya konmuş olacaktır.

Bu amaç doğrultusunda ilk olarak KAP ve LGSYIH değişkenleri arasındaki eşbütünleşim ilişkisi incelenmiştir. Sözü edilen değişkenler arasında eşbütünleşim ilişkisinin var olup olmadığı test edilirken kullanılması gereken gecikme uzunluğu, Akaike ve Hannan-Quinn bilgi kriterlerine ve son tahmin hata kriterine göre belirlenmiştir. Sözü edilen kriterler gecikme uzunluğunun “iki” olması gerektiğine işaret etmiştir. Bu gecikme uzunluğuna göre yapılan trace testine ve en büyük özdeğer testine ait sonuçlar Tablo 5.11’den izlenebilmektedir. Bu tablodan görüldüğü üzere her iki test istatistiğine dayanarak FD ve LGSYIH değişkenleri arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olmadığını ileri süren Ho hipotezi reddedilememekte, adı geçen iki değişken arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Tablo 5.11: KAP – LGSYIH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1-2006.4)

KAP - LGSYIH	Temel Hipotez	Alternatif Hipotez	İstatistik	%5 Kritik Değeri
Trace Testi				
	$r = 0$	$r \geq 1$	9.426	15.494
En Büyük Özdeğer Testi				
	$r = 0$	$r = 1$	9.203	14.264

%10 kritik değeri Trace Testi için 13.428, En Büyük Özdeğer Testi için ise 12.296'dır.

İkinci olarak DIBS ve LGSYIH değişkenleri arasındaki eşbütünleşim ilişkisine bakılmıştır. DIBS ve LGSYIH değişkenleri arasında eşbütünleşim ilişkisinin var olup olmadığı test edilirken kullanılması gereken gecikme uzunluğu, son tahmin hata kriterine ve Akaike bilgi kriterine göre “beş” ve Schwarz ve Hannan-Quinn kriterlerine göre ise “bir”dir. Bu gecikme uzunluklarına göre yapılan trace testine ve en büyük özdeğer testine ait sonuçlar Tablo 5.12’den izlenebilmektedir. Tablo 5.12’den görüldüğü üzere trace ve en büyük özdeğer test istatistiklerine dayanarak yapılan eşbütünleşim analizi sonuçlarına göre, her iki gecikme uzunluğu için de DIBS ve LGSYIH değişkenleri arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olmadığını ileri süren H_0 hipotezi reddedilememektedir. Bir diğer deyişle DIBS ve LGSYIH değişkenleri arasında da uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Tablo 5.12: DIBS – LGSYIH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1-2006.4)

DIBS - LGSYIH	Temel Hipotez	Alternatif Hipotez	İstatistik (1gecikme)	İstatistik (5gecikme)	%5 Kritik Değeri
Trace Testi					
	$r = 0$	$r \geq 1$	12.938	4.776	15.494
En Büyük Özdeğer Testi					
	$r = 0$	$r = 1$	12.464	4.318	14.264

%10 kritik değeri Trace Testi için 13.428, En Büyük Özdeğer Testi için ise 12.296’dır.

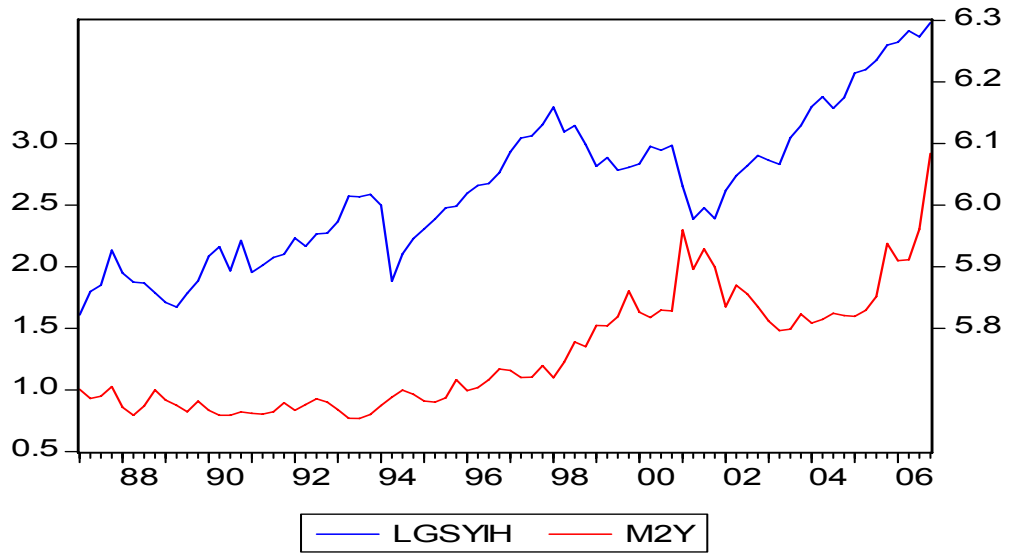
Son olarak, oluşturduğumuz finansal derinlik göstergesinin bileşenlerinden bir diğeri olan M2Y değişkeninin LGSYIH değişkeni ile uzun dönemde aynı yönde hareket edip etmediğine bakılacaktır. M2Y ve LGSYIH değişkenleri arasında eşbütünleşim ilişkisinin var olup olmadığı test edilirken kullanılması gereken gecikme uzunluğu LR, Schwarz ve Hannan-Quinn kriterlerine göre belirlenmiştir. Sözü edilen kriterler gecikme uzunluğunun “bir” olması gerektiğini göstermektedir. Bu gecikme uzunluğuna göre yapılan trace testine ve en büyük özdeğer testine ait sonuçlar Tablo 5.13’ten izlenebilmektedir. Bu tablodan görüldüğü üzere trace testi ve en büyük özdeğer testine dayanarak elde edilen sonuçlar, M2Y ve LGSYIH değişkenleri arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olmadığını ileri süren H_0 hipotezinin reddedilemeyeceğini ifade etmektedir. Yani söz konusu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmamaktadır.

Tablo 5.13: M2Y – LGSYIH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1-2006.4)

M2Y - LGSYIH	Temel Hipotez	Alternatif Hipotez	İstatistik	%5 Kritik Değeri
Trace Testi				
	$r = 0$	$r \geq 1$	14.195	15.494
En Büyük Özdeğer Testi				
	$r = 0$	$r = 1$	13.727	14.264

%10 kritik değeri Trace Testi için 13.428, En Büyük Özdeğer Testi için ise 12.296'dır.

Finansal derinleşmenin başlı başına göstergelerinden biri olduğu kabul edilen M2Y para arzı değişkeni ile kişi başına reel gayri safi yurtiçi hâsıla değişkenine ilişkin yapılan sınamada elde edilen sonuç, beklenenin tersi yönde çıkmıştır. Bunun üzerine bu değişkenlerin 1987 – 2006 dönemindeki seyirleri grafik üzerinden dikkatlice yeniden incelenmiştir.



Şekil 5.3: M2Y ve LGSYIH Değişkenlerinin 1987 – 2006 Dönemi İçerisindeki Seyirleri

Yukarıdaki şekilden, M2Y değişkeni ile LGSYIH değişkeninin izlediği seyrin yapısının 2002 yılından sonra değiştiği gözlenmektedir. 2001 Şubat ayından önce zaman zaman sıkılaşan para politikasının etkisiyle M2Y değişkeninde düşüşler görülse de, söz konusu değişkenin genel olarak artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Nihayet 2001 Şubat krizinin ardından ekonomideki likidite krizini çözebilmek için para arzında şok artış gerçekleştirilmiştir. Güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde uygulanmaya başlanan sıkı para politikası hedefi uzantısında

M2Y değişkenindeki azalma 2003 yılına kadar devam etmiştir. Bu tarihten 2005 yılına kadar yatay seyir sergileyen söz konusu değişken, 2005 yılından sonra yönünü kararlı bir şekilde yukarı çevirmiştir.

Para arzı değişkeninde meydana gelen bu değişikliklere karşın, kişi başına reel gayri safi yurtiçi hâsıla değişkeninin durumu nasıl olmuştur? Kişi başına reel gayri safi yurtiçi hâsıla değişkeninin seyri 2001 Şubat krizinden önce para arzı değişkeninin seyriyle genel olarak paralel gitmekle birlikte, aynı durumun 2001 Şubatı sonrası için geçerli olmadığı görülmektedir. İki değişken arasında güçlü ekonomiye geçiş programının uygulanmaya başlanması ile değişim gösteren bu yapı nedeniyle veri setimiz 2002 yılının ikinci çeyreğine çekilerek 1987.1 – 2002.2 dönemi analiz kapsamına alınmıştır.

Tablo 5.14: M2Y – LGSYIH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 2002.2)

M2Y - LGSYIH	Temel Hipotez	Alternatif Hipotez	İstatistik	%5 Kritik Değeri
Trace Testi				
	$r = 0$	$r \geq 1$	19.675	15.494
	$r \leq 1$	$r = 2$	1.285	3.841
En Büyük Özdeğer Testi				
	$r = 0$	$r = 1$	19.329	14.264
	$r \leq 1$	$r = 2$	0.776	3.841

%10 kritik değeri Trace Testi için 13.428, En Büyük Özdeğer Testi için ise 12.296'dır.

Yukarıdaki tablo 1987.1 – 2002.2 döneminde M2Y değişkeninin LGSYIH değişkeni ile olası bir eşbütünleşim ilişkisine ait sonuçları göstermektedir. M2Y ve LGSYIH değişkenleri arasında eşbütünleşim ilişkisinin var olup olmadığı test edilirken kullanılması gereken gecikme uzunluğu LR ve son tahmin hata kriterlerine ve Akaike bilgi kriterine göre belirlenmiştir. Sözü edilen kriterler gecikme uzunluğunun “beş” (15 ay) olması gerektiğini göstermektedir. Bu gecikme uzunluğuna göre yapılan trace testine ve en büyük özdeğer testine ait sonuçlar Tablo 5.14'ten izlenebilmektedir. Bu tablodan görüldüğü üzere trace testi ve en büyük özdeğer testine dayanarak elde edilen sonuçlar, M2Y ve LGSYIH değişkenleri arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olmadığını ileri süren H_0 hipotezinin reddedilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Yani söz konusu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki vardır. Eşbütünleşim ilişkisi olduğu ortaya konduktan sonra M2Y ve LGSYIH değişkenlerine vektör hata düzeltme modeli uygulanmıştır.

Tablo 5.15: M2Y – LGSYİH Değişkenlerine İlişkin VEC Granger Nedensellik Test Sonuçları (Block Exogeneity Wald Test) (1987.1 – 2002.2)

	Araştırılan Nedenselliğin Yönü		Hata Düzeltme Terimine Ait t-Rasyosu	Gecikmeli Değerlerine Ait Chi-Kare Dağılımı	F-Test İstatistiği
M2Y	→	LGSYİH	-0.014 (-2.866)	13.068 {0.02}	2.266
LGSYİH	→	M2Y	0.045 (2.223)	7.956 {0.15}	3.475

1. İlgili F kritik değeri %5 anlamlılık düzeyinde 2.049'dur.
2. İlgili t kritik değeri %5 anlamlılık düzeyinde 2.01'dir.
3. () içindeki değerler t- istatistik değerleridir.
4. { } içindeki değerler olasılık değerleridir.

Tablo 5.15'te M2Y ve LGSYİH değişkenlerine ilişkin vektör hata düzeltme modeli sonuçları yer almaktadır. Tabloda yer alan hata düzeltme terimlerine ilişkin t-rasyosu, gecikmeli değişkenlere ilişkin chi-kare dağılımı ve F-test istatistiği sonuçları görülmektedir. Bu sonuçlar uzun dönemde M2Y değişkeninden LGSYİH değişkenine ve LGSYİH değişkeninden M2Y değişkenine doğru iki yanlı bir ilişkiye, kısa dönemde ise yalnızca M2Y değişkeninden LGSYİH değişkenine doğru tek yanlı bir ilişkiye işaret etmektedir. F-test istatistiği sonuçları ise elde edilen bu sonuçların anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

M2Y değişkeni ile LGSYİH değişkeni arasında 1987.1 – 2002.2 döneminde bir eşbütünleşim ilişkisi olduğu ve nedensellik ilişkisinin yönü bu şekilde ortaya konunca, analizimizin başında oluşturduğumuz finansal derinlik göstergesi 1987.1 – 2002.2 dönemini içerecek şekilde yeniden düzenlenmiştir. Bu yeni veri setiyle finansal derinlik göstergesi içindeki değişkenler yine ağırlıklandırılmak suretiyle oluşturulan yeni finansal derinlik göstergemiz (FDY)²⁷ ile LGSYİH değişkenimiz arasındaki olası bir eşbütünleşim ilişkisini inceleyen test sonuçları Tablo 5.16'dan izlenebilmektedir.

²⁷ Söz konusu ağırlıklar ilgili değişkenlerin 1987.1 – 2002.2 dönemi itibarıyla GSYİH içindeki paylarının basit ortalaması baz alınarak oluşturulmuştur. Buna göre ağırlıklar, KAP için 0.3622, DİBS için 0.0772 ve M2Y için 0.5606 olarak belirlenmiştir.

Tablo 5.16: FDY – LGSYIH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 2002.2)

FDY - LGSYIH	Temel Hipotez	Alternatif Hipotez	İstatistik	%5 Kritik Değeri
Trace Testi				
	$r = 0$	$r \geq 1$	12.728	15.494
En Büyük Özdeğer Testi				
	$r = 0$	$r = 1$	8.914	14.264

%10 kritik değeri Trace Testi için 13.428, En Büyük Özdeğer Testi için ise 12.296'dır.

Değişkenler arasında eşbütünleşim ilişkisinin var olup olmadığı test edilirken kullanılması gereken gecikme uzunluğu, LR ve son tahmin hata kriterlerine ve Akaike bilgi kriterine göre belirlenmiştir. Sözü edilen kriterler gecikme uzunluğunun “beş” olması gerektiğine işaret etmiştir. Bu gecikme uzunluğuna göre yapılan trace testine ve en büyük özdeğer testine ait sonuçlar Tablo 5.16’da yer almaktadır. Tablo 5.16’da görüldüğü üzere her iki test istatistiğine dayanarak FDY ve LGSYIH değişkenleri arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olmadığını ileri süren H_0 hipotezini reddedemeyiz. Diğer bir ifadeyle bu yeni veri seti ile yapılan ekonometrik incelemede de söz konusu değişkenler arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olmadığı sonucu elde edilmektedir.

Türkiye’ye ilişkin yaptığımız ampirik sınavın şimdiki kadar olanki kısmında kapitalizasyon, devlet iç borçlanma senetleri ve M2Y para arzına ilişkin değişkenlerden oluşturduğumuz finansal derinlik göstergesi ile kişi başına gayri safi yurtiçi hasıla göstergesi arasında uzun dönemli olası bir ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Ancak bunu araştırmak için kullanılan eşbütünleşim testleri sonucunda, incelenen 1987.1 – 2006.4 döneminde Türkiye’de böyle bir ilişki bulunamamıştır. Bu noktada akla gelen sorulardan biri, finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında köprü rolü üstlenen aracı kurumların, Türkiye’de çok önemli ölçüde bankaların, topladıkları fonları, arz kaynaklarından talep noktalarına aktarma işlevlerini etkin bir biçimde yerine getirip getirmediğidir. Bunun önemli bir göstergesi literatürde, özel kesime verilen kredilerin toplam krediler içindeki payı olarak ifade edilmektedir. Bu amaç doğrultusunda çalışmamızın şimdiki kısmında eşbütünleşim yöntemi kullanılarak Türkiye’de özel kesime verilen kredilerin yurtiçi toplam krediler içindeki payı (KROR) ile kişi başına gayri safi yurtiçi hâsıla (LGSYIH) değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı araştırılacaktır.

Tablo 5.17: KROR – LGSYIH Değişkenlerine İlişkin Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları (1987.1 – 2006.4)

KROR - LGSYIH	Temel Hipotez	Alternatif Hipotez	İstatistik	%5 Kritik Değeri
Trace Testi				
	$r = 0$	$r \geq 1$	11.510	15.494
En Büyük Özdeğer Testi				
	$r = 0$	$r = 1$	10.142	14.264

%10 kritik değeri Trace Testi için 13.428, En Büyük Özdeğer Testi için ise 12.296'dır.

KROR ve LGSYIH değişkenleri arasında eşbütünleşim ilişkisinin var olup olmadığı test edilirken kullanılması gereken gecikme uzunluğu, LR ve son tahmin hata kriterlerine ve Akaike bilgi kriterine göre belirlenmiştir. Belirtilen bu üç kriter, gecikme uzunluğunun “beş” olması gerektiğini göstermektedir. “Beş” gecikme uzunluğuna göre yapılan trace testine ve en büyük özdeğer testine ait sonuçlar Tablo 5.17’de yer almaktadır. Belirtilen tablodan görüldüğü üzere her iki test istatistiğine dayanarak KROR ve LGSYIH değişkenleri arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olmadığını ileri süren H_0 hipotezini reddedemeyiz. O halde bu iki değişken arasında uzun dönemli bir ilişki mevcut değildir.

6. SONUÇ

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini ortaya koymaya yönelik çalışmalar 1900'li yılların başlarına kadar uzanmaktadır. Schumpeter (1911) girişimciliğin ve bankacılığın, iktisadi büyümenin iki önemli kaynağı olduğunu ve bankaların en üretken girişimlere kredi vermek suretiyle büyümeyi tetikleyici rol oynadıklarını belirtmiştir. O tarihten bu yana finans piyasalarının iktisadi büyüme açısından taşıdığı önem, gerek teorik gerekse ampirik çalışmalarda tartışılmalıdır.

Literatürde finansal piyasaların iktisadi büyüme açısından önemi iktisatçılarca çeşitli açılardan ele alınmıştır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) çeşitli alanlarda gerçekleştirilecek finansal serbestleşme hareketlerinin iktisadi büyümeyi sağlamada önemli bir aşama olacağını ileri sürmüşlerdir. Finansal baskı teorisi olarak adlandırılan ve McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'un önderliğinde kuramsal temelleri atılan bu yaklaşıma göre, finansal sistemin serbestleştirilmesi ekonomide tasarruf oranını artıracak, bu yolla üretken yatırımlara daha fazla kaynak aktarımı yapılabilecek ve sonuçta istikrarlı bir büyüme sağlanabilecektir.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'a göre gelişmekte olan ülkelerde iktisadi büyümeyi sınırlandıran temel etmen, karlı yatırım alanlarının sınırlılığı değil, yatırımların finansmanı için gerekli tasarrufların ve yatırılabilir fonların yetersizliğidir. Bir diğer ifadeyle kalkınmanın temel değişkeni tasarruflardır. Tasarrufları teşvik eden yüksek faiz politikaları aynı zamanda yatırımları ve büyümeyi de teşvik edecektir. Faiz oranının piyasada serbestçe belirlenebilmesi, sermayenin, etkin çalışan finansal sistem aracılığı ile rasyonel kullanımına olanak tanıyacaktır. Böylelikle reel faiz oranlarındaki artış, bir yandan ekonomide tasarruf eğilimini arttırırken diğer yandan fon fazlası olan birimlerin bankacılık sistemine çekilebilmesini sağlayacaktır. Finans piyasalarının etkin çalıştığı varsayımı altında ekonomide üretken alanlara aktarılabilir fon miktarı yükselecektir.

1970'li yıllarda çoğu gelişmekte olan ülkede yaşanan ekonomik bunalım ve dış borç krizleri, bu ülkelerde uygulanmakta olan finansal baskı politikalarının ciddi bir şekilde eleştirilmesine ve McKinnon (1973) ve Shaw (1973) gibi finansal

serbestleşmeyi iktisadi büyümenin önemli bir belirleyicisi olarak kabul eden görüşlerin yaygınlık kazanmasına neden olmuştur. Bu görüşlerin yaygınlık kazanmasıyla uygulanmaya başlanan politikaları takiben, 1970’li yıllardan bu yana ülkelerin finansal piyasalarının büyüdüğü, bu piyasaların uluslararası finansal sistem ile bütünleşme sürecinin hızlandığı görülmektedir.

Finansal serbestleşme hareketi ile birlikte 1970’li ve 1980’li yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde önemli değişiklikler yaşanmıştır. Piyasalarda yer alan araçlar çeşitlenmiş, dolaşımdaki fon miktarı önemli ölçüde artmış, yeni finansal kurumlar geliştirilmiş, teknoloji ve iletişim alanındaki gelişmeler finansal işlemlerin uluslararası düzeyde ve daha düşük işlem maliyetleriyle gerçekleştirilmesini kolaylaştırmış, uluslararası finansal işlemlerin tüm finansal işlemler içindeki payı artmış, çeşitli kurallarla düzenlenmiş finansal piyasalar deregüle edilmeye başlanmıştır. Bu çerçevede serbest faiz uygulaması, kredi kısıtlamalarının gevşetilmesi, bankacılık sistemine girişin kolaylaştırılması, sermaye girişine ve çıkışına yönelik işlemlerdeki sınırlamaların kaldırılması, döviz konvertibilitesi ve hisse senedi piyasalarının yabancı yatırımcılara açılması gibi uygulamalar hayata geçirilmiştir.

İktisadi büyüme üzerinde önemli etkilere sahip olduğu ileri sürülen finans piyasalarının teorik zeminde ortaya konan muhtemel etkisi, ampirik yöntemlerle ispatlanmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda iktisadi büyüme ve finansal gelişim ilişkisine dair oldukça geniş bir ampirik literatür oluşmuştur. Gerek gelişmiş, gerekse gelişmekte olan ülkelere ilişkin olarak yapılan bu ampirik çalışmalarda, ele alınan döneme ve kullanılan ekonometri tekniğine göre de değişebilen çeşitli sonuçlar elde edilmiştir. Yapılan çalışmaların çok büyük bir kısmında elde edilen bulgular, bu iki olgu arasındaki ilişkinin varlığına işaret etmektedir.

Teoride ileri sürülen savlardan biri, ekonomiler geliştikçe finans piyasalarının da gelişeceği şeklindedir. Burada, ekonomilerin gelişim sürecinin ilk aşamalarında bankacılık kesiminin finans piyasalarındaki hâkim sektör olacağı, ileriki aşamalarda ise hisse senedi piyasalarının ve diğer yeni ve karmaşık piyasaların da ortaya çıkmasıyla birlikte, bankacılık kesiminin toplam içindeki ağırlığının azalacağı ileri sürülmektedir. Bu görüşten hareketle, gelişmekte olan ekonomilerde bankacılık sektörünün büyüme üzerindeki etkisinin, finans piyasalarının diğer aktörlerine göre daha yüksek olacağı söylenebilir.

Bu tez çalışmasında da teorik temelde ortaya konan finans – büyüme ilişkisi ampirik yöntemlerle test edilmiştir. Çalışmada temelde iki farklı bölümde iki farklı ekonometrik sınama yapılmıştır. Bunlardan ilki, finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki muhtemel etkisini 21 gelişmekte olan ülke için test etmektedir. Söz konusu ülke grubu için finansal gelişmenin iktisadi büyümeye neden olup olmadığı test edilirken panel veri yöntemi kullanılmıştır. 1975 – 2004 dönemini kapsayan gözlemimiz, yıllık veriler içermektedir. Panel veri tekniklerinden, birleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile Arellano-Bond dinamik panel veri yöntemleri esas alınmıştır.

Panel veri testleri yapılırken, özellikle gelişmekte olan ülkelerde finans piyasalarının en önemli ayağını oluşturan bankacılık kesimine ve ayrıca hisse senedi piyasalarına ilişkin göstergeler temel teşkil etmiştir. Kullanılan bütün politika değişkenlerinin modellere teker teker eklendiği ve ayrıca bütün politika değişkenlerinin birlikte yer aldığı çeşitli modeller oluşturulmuştur. Kurulan bütün modellerde finansal değişkenlerin katsayılarının anlamlı ve pozitif değerler aldığı görülmüştür. Diğer bir ifadeyle bankacılık kesimindeki gelişmeleri temsil etmek üzere kullandığımız “mevduat bankalarının özel kesime verdiği krediler” değişkeni ile hisse senedi piyasalarını temsil etmek üzere kullandığımız “hisse senedi devir oranı” değişkenleri büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir ve bu etki istatistikî güven aralıkları dâhilindedir. Elde ettiğimiz bu bulguda dikkat çeken nokta, bankacılık kesiminin etkisinin hisse senedi piyasalarının etkisinden çok daha yüksek oluşudur. Gözlem setimizi oluşturan ülke grubunun gelişmekte olan ülkeleri içerdiği hatırlanırsa, bu sonucun teorik çerçevede ileri sürülen görüşle paralellik taşıdığı gözlenmektedir.

Çalışmada gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finans – büyüme ilişkisi panel veri ekonometrisi kullanılarak test edildikten sonra, benzer nitelikteki bir sınama, 1987.1 – 2006.4 aralığına ilişkin üçer aylık veriler kullanılarak Türkiye ekonomisi için de yapılmıştır. Türkiye’de söz konusu iki olgu arasındaki muhtemel ilişkiyi test edebilmek için eşbütünleşme ve vektör hata düzeltme yöntemleri kullanılmıştır. Türkiye’de finansal derinleşme ile büyüme ilişkisini araştırabilmek için yalnızca bankacılık ya da hisse senedi piyasalarına ilişkin tek tek göstergeler kullanmak yerine, bundan farklı olarak, bir finansal derinlik göstergesi

oluşturulmuştur. Yapılan eşbütünleşim testi sonucunda finansal derinlik göstergesi ile kişi başına reel GSYİH arasında uzun dönemli herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

Finansal derinlik göstergesi ile kişi başına reel GSYİH arasında uzun dönemli bir ilişki bulunamaması üzerine, oluşturulan finansal derinlik göstergesinin bileşenlerinin kişi başına reel GSYİH ile arasında bir eşbütünleşim ilişkisi olup olmadığı test edilmiştir. Ancak söz konusu göstergenin bileşenlerini oluşturan M2Y, hisse senedi kapitalizasyonu ve devlet iç borçlanma senetleri ile kişi başına reel GSYİH arasında da uzun dönemli bir ilişki saptanamamıştır.

2001 yılında meydana gelen finansal kriz ve bu krizin ertesinde uygulamaya konan güçlü ekonomiye geçiş programı göz önünde bulundurularak, gözlem dönemi 1987.1 – 2002.2 aralığına daraltılmış ve M2Y ve kişi başına reel GSYİH değişkenleri arasındaki ilişki yeniden test edilmiştir. Söz konusu iki değişken arasında bu yeni gözlem dönemi için yapılan eşbütünleşim testi sonuçları, bu sefer M2Y ve kişi başına reel GSYİH değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Bunun üzerine uygulanan hata düzeltme ve Granger nedensellik testleri sonucunda uzun dönemde M2Y ve kişi başına reel GSYİH değişkenleri arasında çift yönlü bir ilişki, kısa dönemde ise sadece M2Y’den kişi başına reel GSYİH değişkenine doğru tek yönlü bir ilişki olduğu bulgusu elde edilmiştir.

Bu bulguları genel olarak değerlendirdiğimizde, 1987.1 – 2002.2 döneminde, artan M2Y para arzı değişkeninin uzun ve kısa dönemde kişi başına reel GSYİH değişkenini pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılabilir. Bir diğer ifadeyle teoride finansal piyasalara atfedilen fonksiyonlara bağlı olarak, artan fon miktarı üretken yatırımlara kanalize olmaktadır. Bu sonuca bağlı olarak, M2Y, tek başına bir finansal derinlik göstergesi olarak alınırsa, Patrick (1966)’in özellikle gelişmekte olan ülkeler için ileri sürdüğü arz itişli olgunun 1987.1 – 2002.2 döneminde Türkiye için de geçerli olduğu söylenebilir. Yine aynı dönemde, kişi başına reel GSYİH’da meydana gelen yükseliş, bir diğer deyişle iktisadi aktivitedeki artış, piyasada ihtiyaç duyulan fon miktarını arttırarak uzun dönemde M2Y’nin artmasına neden olmakta ve arz itişli hipotezin Türkiye için geçerliliğini desteklemektedir. Bu durum ayrıca belirtilen dönem için para arzının içsellğine de işaret etmektedir.

Çalışmamızda yer alan ampirik test sonuçları Türkiye ekonomisinde ilgili dönemdeki makro ekonomik gelişmelerle uyumlu niteliktedir. Bu dönemde uygulanan finansal serbestleşme politikaları neticesinde yaşanan derinleşme olgusu

teknik göstergeler ve makro ekonomik gelişmeler açısından incelendiğinde, yukarıda elde edilen ampirik sonuçların, söz konusu gelişmeleri destekler nitelikte olduğu görülmektedir.

Dünya genelindeki uygulamalara paralel olarak Türkiye’de de 1980 öncesi dönemde finansal baskı politikaları hâkim olmuştur. Negatif reel faiz oranları, mevduat ve kredi oranları üzerindeki kısıtlamalar ve öncelikli sektörler ucuz krediler verilmesi, yüksek likidite ve zorunlu rezervler, sermaye piyasalarının ve kurumsallaşmış bir finansal sistemin yokluğu, yüksek oranda kısıtlanmış ve parçalanmış bir finansal sistem, yerli ve yabancı bankaların finansal sisteme katılmalarına ilişkin ciddi kısıtlamalar, kamu sektörünün finansman ihtiyacının karşılanmasında Merkez Bankası kaynaklarına yoğun bir biçimde başvurulması ve döviz kuru üzerindeki sert kısıtlamalar 1980 öncesi dönemin ekonomik açıdan temel karakteristiklerini oluşturmuştur. Dünya genelinde ortaya çıkan yapısal dönüşüm hareketi 1980’li yıllarda Türkiye’de de yansıma bulmuş ve 24 Ocak kararları ile serbest piyasa prensiplerine dayalı yeni bir yapısal reform sürecine girilmiş, finansal serbestleşme politikaları söz konusu sürecin en önemli parçasını oluşturmuştur.

Türkiye’de finansal serbestleşme hareketlerinin ve buna bağlı reform sürecinin başlatıldığı 1980 yılından bu yana, mali sistemin ekonomideki payında önemli bir artış gerçekleşmiş, bu süreçte finansal piyasalar büyük ölçüde derinlik kazanmıştır. M2Y/GSMH ve/veya Toplam Mali Varlıklar Stoku/GSMH ölçütü gibi teknik göstergeler baz alındığında finansal piyasalarda yaşanan derinleşme somut bir biçimde ortaya çıkmaktadır. Türkiye’de finansal derinleşmenin kaynağını 1980–1985 döneminde, pozitif reel faiz uygulamasına bağlı olarak TL cinsi mevduatlardaki artış oluştururken, 1988 yılından itibaren döviz tevdiat hesaplarındaki yükseliş, toplam tasarrufları artırmak suretiyle derinleşmeye katkıda bulunmuştur. Finansal piyasalardaki derinleşmenin en önemli kaynağını ise özellikle 1990’lı yıllardan itibaren kamu kesimi menkul kıymetlerindeki artış teşkil etmiştir.

Türkiye’de finansal derinleşme sürecini genel olarak değerlendirdiğimizde, finans piyasalarına yönelik olarak uygulanan reformlar sonucunda finansal derinleşme göstergeleri açısından kayda değer bir ilerleme sağlandığı görülmektedir. Bu dönemde finansal varlıklar çeşitlenmiş ve milli gelire göre hacim değeri artmıştır. Ancak bununla birlikte ülkemizdeki finansal derinleşme süreci, iktisat kuramının

öngördüğü, tasarruf-yatırım etkinliğinin artmasını ve sabit sermaye yatırımlarına yönelik kredi havuzunun genişlemesini sağlayamamıştır.

Finansal serbestleşme sürecine yönelik en önemli beklentilerden biri yalnızca finansal piyasaların derinlik kazanması değil, fakat aynı zamanda kaynakların daha etkin bir biçimde dağıtılması suretiyle iktisadi büyümenin sağlanmasıdır. Öyle ki, finansal serbestleşmeye dayanak oluşturan kuramsal görüşlerin temel öngörülerinden biri, finansal serbestleşme hedefi doğrultusunda gerçekleştirilen reformların finansal tasarrufları artıracığı ve finansal piyasalarda biriken fonların kredi hacmini artırması sonucu yüksek bir büyüme hızının sağlanacağıdır. Türkiye’de 1980 sonrası dönemde gerçekleştirilen finansal reformlar neticesinde finansal piyasalarda sağlanan derinleşmeye karşın, serbestleştirme süreci, özel kesimin kredi-finance davranışlarını uyarmak suretiyle kuramsal çerçevede öngörülen bu beklentileri istenen düzeyde gerçekleştirememiştir.

Uygulanan finansal serbestleşme politikaları ile piyasalarda meydana gelen derinleşmenin etkilerinin, teoride ileri sürüldüğü gibi iktisadi büyümeye yansıyamamasının ardındaki en önemli nedenin, kamu mali dengelerindeki bozulmaya paralel olarak ortaya çıkan kamu kesimi finansman ihtiyacındaki artış olduğu düşünülmektedir. Finansal derinleşmeyi sağlayan araçların çoğunluğunun kamu kesimi açıklarını finanse etmede kullanılması ve yine toplam tasarruf açığını finanse etmede kullanılan kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında ve giderek reel ekonomide neden olduğu istikrarsızlık, finansal derinleşme sürecinin reel ekonomiye istenilen katkıyı sağlayamamasına neden olmuştur.

Özellikle 1980’lerin sonlarından itibaren kamu mali dengesindeki bozulmayla birlikte kamu kesimi borçlanma gereksiniminin artması, ülkedeki toplam tasarrufların önemli bir kısmının kamu kesimi açıklarının finansmanında kullanılmasına neden olmuştur. Bu dönemde bankalar, yurtiçinden ve yurtdışından elde ettikleri fonlarının büyük bir kısmını kamu kesimi finansmanı için çıkarılan borçlanma senetlerini almak için kullanmışlardır. Bu gelişmeye bağlı olarak ülkedeki finans piyasaları üretken kesimleri finanse etme işlevini etkin bir biçimde yerine getirememiş, ekonomide bankacılık kesimi – reel kesim ilişkisi gelişeceğine, bankacılık kesimi – kamu kesimi ilişkisi gelişmiştir.

2001 yılı Türkiye’de para ve maliye politikaları açısından önemli gelişmelerin yaşandığı bir yıl olmuştur. Uygulanan sıkı para ve maliye politikalarının da etkisiyle Türkiye’de kamu kesimi dengesi giderek iyileşen bir performans sergilemektedir. 2006 yılında kamu kesimi dengesi GSMH’nin %3’ü oranında fazla vermiştir. Kamu kesimi dengesindeki iyileşme paralelinde mali baskınlık olarak da ifade edilen kamu kesimi borçlanma gereksiniminin GSMH’ye oranı, 2001 yılından günümüze kadar olan süreçte azalma kaydetmiştir. Mali baskınlığın azalması, kamunun finansal sektör üzerindeki baskısının hafiflemesine imkân sağlamaktadır. Türkiye’de kamu mali dengelerinin giderek düzelmesi ve kamu kesimi borçlanma gereğindeki azalma, finansal derinleşme neticesinde oluşan fonların önümüzdeki dönemde daha verimli alanlarda, ekonomik kalkınmaya imkân verecek şekilde kullanılacağı yönündeki beklentileri artırmaktadır.

Diğer taraftan dünya ülkelerinin bir kısmında uzunca bir süredir uygulama alanı bulan ancak sistemimize henüz çok yakın bir geçmişte dâhil edilen yeni finansal araçların da önümüzdeki dönemde derinleşme sürecine katkı sağlayacağı tahmin edilmektedir. Özel emeklilik sistemleri ve ipotekli konut finansmanı gibi gelişme potansiyeline sahip yeni finansal araçların, bir yandan küçük tasarrufları bir araya getirerek ulusal tasarruf düzeyinin yükselmesine ve sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunurken diğer yandan ekonomide yer alan bazı sektörleri uyarmak suretiyle talep yaratıcı etkiler doğuracağı beklenmektedir. Söz konusu finansal araçların yanı sıra vadeli işlemler borsalarının daha yoğun bir biçimde kullanılmasının da gelecek dönemde ekonomide çok yönlü etkiler yaratması beklenmektedir. Para politikası açısından ele alındığında türev piyasalar, geleceğe ilişkin bilgi sağlama işlevleri sayesinde para politikasının kullandığı bilgi setinin genişlemesine katkı sağlarken, ekonomik birimler açısından bakıldığında, riskten korunma araçlarını çeşitlendirmek suretiyle fayda sağlayacaktır. Yine vadeli işlem ve opsiyon borsalarının piyasalardaki oynaklığı azaltma yönünde sağlayacağı katkı finansal istikrarın sürekliliğini destekleyecektir.

KAYNAKÇA

- Aghion, Philippe, Peter Howitt. 1992. A Model of Growth Through Creative Destruction. **Econometrica**. v. 60. i. 2: 323–351.
- Ando, Albert, Franco Modigliani. 1963. The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. **The American Economic Review**. v. 53. i. 1: 55–84.
- Ang, James. B., Warwick J. McKibbin. 2007. Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia. **Journal of Development Economics**. v. 84. i. 1: 215-233.
- Andrés, Javier, Ignacio Hernando, J. David López-Salido. 1999. The Role of Financial System in the Growth – Inflation Link: The OECD Experience. Banco de España and Universidad de Valencia, **Banco de España Research Department: Documento de Trabajo**: 9920.
- Ansari, M. I. 2002. Impact of Financial Development, Money and Public Spending on Malaysian National Income. An Econometric Study. **Journal of Asian Economics**. v. 13. i. 1: 72-93.
- Akçaoğlu. Ertuğrul. (2002). **Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi**. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Arestis, Philip, Panicos O. Demetriades, Kul B. Luintel. 2001. Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. **Journal of Money, Credit and Banking**. v. 33. i. 1: 16-41.
- Aslan, Sinan. 1999. Altın ve Altına Dayalı İşlemler Muhasebesi. İstanbul: **İstanbul Altın Borsası Yayınları**: 3.
- Atje, Raymond, Boyan Jovanovic. 1993. Stock Markets and Development. **European Economic Review**. v. 37. 632-640.
- Baltagi, Badi, H. 2005. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3rd. ed. England: John Wiley and Sons Ltd.
- Barro, Robert. 1990. Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth. **Journal of Political Economy**. University of Chicago Press. v. 98. i. 5: 103-126
- . 1996. Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study. **NBER Working Paper: 5698**. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Barro, Robert, Jong-Wha Lee. 2000. International Data on Educational Attainment: Updates and Implications. **Center for International Development**. CID Working Paper: 42.
- Barro, Robert, Xavier Salai-Martin. 2004. **Economic Growth**. 2nd. ed. London: The Massachusetts Institute of Technology Press.

- Bassanini, Andrea, Stefano Scarpetta, Philip Hemmings. 2001. Economic Growth: The Role of Policies and Institutions, Panel Data Evidence from OECD Countries. **OECD Economics Department Working Paper: WP 283**.
- Beck, Thorsten, Aslı Demirgüç-Kunt, Ross Levine. 2006. A New Database on Financial Development and Structure. **World Bank Economic Review 14**, WPS2146: 597-605.
- Beck, Thorsten, Ross Levine. 2001. Stock Markets, Banks and Growth: Correlation or Causality. **Worldbank Policy Research Working Paper: 2670**.
- _____. 2004. Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence. **Journal of Banking and Finance**. v. 28. i. 3: 423-442.
- Bencivenga, Valerie R., Bruce D. Smith. 1991. Financial Intermediation and Endogenous Growth. **The Review of Economic Studies**. v. 58. i. 2: 195-209.
- Bencivenga, Valerie R., Bruce D. Smith, Ross M. Starr. 1995. Transaction Costs, Technological Choice and Endogenous Growth. **Journal of Economic Theory**. v. 67. i. 1: 153-177.
- Berber, Metin, Seyfettin Artan. 2004. Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği. **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metinleri: 2004/21**.
- Bernanke, Ben, S. 1983. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. **American Economic Review**. v. 73. i. 3:257-276.
- _____. 1988. Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit?. **Business Review**. Federal Reserve Bank of Philadelphia: 3-11.
- _____. 1993. Credit in the Macroeconomy. **Quarterly Review of Federal Bank of New York**. v. 18. i. 1: 50-70.
- Bernanke, Ben, S., Mark L. Gertler. 1995. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission. **Journal of Economic Perspectives**. v. 9. i. 4: 27-48.
- Berthelemy, Jean-Claude, Aristomene Varoudakis. 1996a. Financial Development Policy and Growth. **Development Centre of the Organisation for Economic Co-operation and Development**. Paris: OECD.
- _____. 1996b. Economic Growth, Convergence Clubs and the Role of Financial Development. **Oxford Economic Papers**. v. 48. i. 2: 300-328.
- Beyazitoğlu, Yavuz, Hasan Ersel ve Emin Öztürk. 1991. Financial Market Reforms in Turkey Between 1980–1990. Ankara: **The Central Bank of Republic of Turkey: Research Department Discussion Papers: 9102**.
- Binay, Şükrü, Kürşat Kunter. 1998. Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü: 1980–1997. **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği: 9803**.
- Boyd, John H., Edward C. Prescott. 1986. Financial Intermediary-Coalitions.

- Journal of Economic Theory.** v. 38. i. 2: 211-232.
- Bruno, Michael, William Easterly. 1998. Inflation Crises and Long-Run Growth. **Journal of Monetary Economics.** v. 41. i. 1: 3–26.
- Calomiris, Charles W., Charles M. Khan. 1991. The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements. **American Economic Review.** v. 81. i. 3: 497-513.
- Canbaş, Serpil, Hatice Doğukanlı. 2001. **Finansal Pazarlar.** İstanbul: Beta Yayınları.
- Cameron, Rondo. 1972. **Banking and Economic Development: Some Lessons of History.** New York: Oxford University Press.
- Cameron, Rondo, Olga Crisp, Hugh T. Patrick, Richard Tilly. 1967. Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History. **The American Economic Review.** v.57. i.4: 950-953
- Cemoğlu, Sinan. 2007. 2007 VOB İçin Fırsatlar Yılı. **Vobjektif.** Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Bülteni. s. 9: 8–9.
- Chan-Lau, Jorge, A., Chen, Zhaohui. 2001. Crash-Free Sequencing Strategies for Financial Development and Liberalization. **IMF Staff Papers.** v. 48. i. 1.
- Claus, Iris, Veronica Jacobsen, Brock Jera. 2004. Financial Systems and Economic Growth: An Evaluation Framework for Policy. **Treasury Working Paper Series:** 04/17. New Zealand Treasury.
- Coe, David T, Elhanan Helpman, Alexander W. Hoffmaister. 1997. North-South R&D Spillovers. **The Economic Journal.** v. 107. i. 440: 134-149.
- Da Rin, Marco; Thomas Hellmann. 2001. Banks as Catalysts for Industrialization. **Journal of Financial Intermediation.** v. 11. i. 4: 366-397.
- De Gregorio, Jose. 1993. Savings, Growth and Capital Market Imperfections: the Case of Borrowing Constraints. **The International Monetary Fund Working Papers:** 93/31. Washington, DC.
- Devereux, Michael B., Gregor W. Smith. 1994. International Risk Sharing and Economic Growth. **International Economic Review.** v. 35. i. 3: 535-550.
- Diamond, Douglas W. 1984. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. **Review of Economic Studies.** v. 51. i. 3: 393-414.
- Diamond, Douglas W.; Philip H. Dybvig. 1983. Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. **Journal of Political Economy.** v. 91. i. 3: 401-419.
- Easterly, William. 1994. Economic Stagnation, Fixed Factors and Policy Thresholds. **Journal of Monetary Economics.** v. 33. i. 3: 525–557.
- Edwards, Sebastian. 1993. Openness, Trade Liberalization and Growth in Developing Countries. **Journal of Economic Literature.** v. 31. i. 3: 1358–1393.
- Enders, Walter. 2004. **Applied Econometric Time Series.** Canada: John Wiley and Sons Inc.

- Erol, Ahmet. 2001. **Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi**. İstanbul: Yaklaşım Yayınları.
- Estrella, Arturo. 2001. Financial Innovation and the Monetary Transmission Mechanism. **Focus on Austria**. Oesterreichische Nationalbank.
- Fabozzi, Frank, Franco Modigliani. 1996. **Capital Markets: Institutions and Instruments**. 2nd. ed. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Fabozzi, Frank, Franco Modigliani, Michael G. Ferri. 1998. **Foundations of Financial Markets and Institutions**. 2nd. ed. New Jersey: Prentice-Hall International Inc.
- Fender, Ingo. 2000. Corporate Hedging: The Impact of Financial Derivatives on the Broad Credit Channel of Monetary Policy. **BIS Working Paper**: 94. Basel.
- Fine, Ben. 2000. Endogenous Growth Theory: A Critical Assessment. **Cambridge Journal of Economics**. v. 24. i. 2: 245–265.
- Fischer, Stanley. 1993. The Role of Macroeconomic Factors in Growth. **Journal of Monetary Economics**. v. 32. i. 3: 485–512.
- Forestieri, Giancarlo. 1993. Economies of Scale and Scope in the Financial Services Industry: A Review of Recent Literature. **Financial Conglomerates**. OECD. eds. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development: 63-124.
- Frame, W. Scott, Lawrence J. White. 2004. Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?. **Journal of Economic Literature**. v. 42. i. 1: 116-144.
- Froot, Kenneth A., David S. Scharfstein, Jeremy C. Stein. 1993. Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. **Journal of Finance**. v. 48. i. 5: 1629-1658.
- Fry, Maxwell J. 1982. Models of Financially Repressed Developing Economies. **World Development**. v. 10. i. 9: 731-750.
- _____. 1997. In Favour of Financial Liberalisation. **The Economic Journal**. v. 107. i. 442: 754-770.
- Galbis, Vicente. 1977. Financial Intermediation and Economic Growth in Less - Developed Countries: A Theoretical Approach. **Journal of Development Studies**. v. 13. i. 2: 58-72.
- Gerschenkron, Alexander. 1952. Economic Backwardness in Historical Perspective. **In The Progress of Underdeveloped Areas**. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Ghosh, Atish R., Steven Phillips. 1998. Inflation, Disinflation, and Growth. **IMF Working Paper**: 98/68.
- Gokal, Vikesh, Sabrina Hanif. 2004. **Relationship Between Inflation And Economic Growth**. Economics Department Reserve Bank Of Fiji: Working Paper: 2004/04.
- Goldsmith, Raymond W. 1969. **Financial Structure and Development**. New Haven: Yale University Press.

- Gómez, Esteban, Diego Vásquez, Camilo Zea. 2005. Derivative Markets' Impact on Colombian Monetary Policy. **Banco de la Republica – Universidad de los Andes Seminarios**. Marzo, Bogota, Colombia.
- Greenwald, Bruce C., Joseph E. Stiglitz. 1986. Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets. **Quarterly Journal of Economics**. v. 101. i. 2: 229-264.
- Greenwood, Jeremy, Boyan Jovanovic. 1990. Financial Development, Growth and the Distribution of Income. **Journal of Political Economy**. v. 98. i. 5: 1076-1107.
- Greenwood, Jeremy, Bruce D. Smith. 1997. Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets. **Journal of Economic Dynamics and Control**. v. 21. i. 1: 145-181.
- Grossman, Gene M., Elhanan Helpman. 1991a. **Innovation and Growth in the Global Economy**. Cambridge MA: MIT Press.
- Grossman, Gene M., Elhanan Helpman. 1991b. Trade, Knowledge Spillovers and Growth. **European Economic Review**. v. 35. i. 2-3: 517-526.
- Grossman, Gene M., Elhanan Helpman. 1995. Technology and Trade. **Handbook of International Economics**. v. 3. Amsterdam.
- Gujarati, Damodar, N. 1999. **Temel Ekonometri**. çev. Ümit Şenesen, Gülay G. Şenesen. 3. bs. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gupta, Kanhaya, L. 1984. Finance and Economic Growth in Developing Countries. **Journal of Economic Literature**. v. 25. i. 1: 143-144.
- Gurley, John G., Edward S. Shaw. 1955. Financial Aspects of Economic Development. **American Economic Review**. v. 45. i. 4: 515-538.
- _____. 1960. **Money in a Theory of Finance**. Washington, DC: Brookings Institutions.
- _____. 1967. Financial Structure and Economic Development. **Economic Development and Cultural Change**: 333-346.
- Gündoğdu, Muhittin. 2000. Forward İşlemlerinin Niteliği. **Vergi Sorunları Dergisi**. s. 138: 64–76.
- Handa, Jagdish. 2000. **Monetary Economics**. London: Routledge, Taylor and Francis Group.
- Hepşen, Ali. 2005. **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**. İstanbul Ticaret Odası Yayınları: 2005–13.
- Honohan, Patrick. 2004. Financial Development, Growth and Poverty: How Close are The Links? **The World Bank: Policy Research Working Paper Series**: 3203.
- Iacobucci, Edward. M., Ralph A. Winter. 2005. Asset Securitization and Asymmetric Information. **Journal of Legal Studies**. v. 34: 161–206.
- International Monetary Fund. International Financial Statistics. <http://www.imf.org/external/data.htm> [13.01.2006].

- İstanbul Altın Borsası. www.iab.gov.tr [26.04.2007]
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. www.imkb.gov.tr [26.04.2007]
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. 2002. **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**. İstanbul: İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü.
- Jalilian, Hossein, Colin Kirkpatrick. 2002. Financial Development and Poverty Reduction in Developing Countries. **International Journal of Finance & Economics**. v. 7. i. 2: 97-108.
- Jappelli, Tullio, Marco Pagano. 1994. Saving, Growth and Liquidity Constraints. **Quarterly Journal of Economics**. v. 109. i. 1: 83-109.
- Kaplan, Cafer. 1999. Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği. Ankara: **T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü. Tartışma Tebliği**: 9910.
- Kapur, Basant K. 1976. Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies. **Journal of Political Economics**. v. 84. i. 4: 639-670.
- Kar, Muhsin, Eric J. Pentecost. 2000. Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue. **Loughborough University Economic Research Paper**: 00/27.
- Kavlak, Dilek. 2003. **Kredi Riski ve Türev Araçlar Kullanılarak Aktarımı**. Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü.
- Kepenek, Yakup, Nurhan Yentürk. 2001. **Türkiye Ekonomisi**. 12. bs. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Khan, Mohsin S., Abdelhak S. Senhadji. 2001. Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth. **IMF Staff Papers**. v. 48. i. 1.
- King, Robert G, Ross Levine. 1993a. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. **Quarterly Journal of Economics**. v. 108. i. 3: 717-738.
- _____. 1993b. Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. **Journal of Monetary Economics**. v. 32. i. 3: 513-542.
- Korkmaz, Esfender ve diğerleri. 2007. **Sosyal Güvenlikte Yeni Yaklaşım: Bireysel Emeklilik**. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları No: 2006-21.
- Korkmaz, Turhan. 2001. Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarında Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü. **İMKB Dergisi**, c. 5. s.17: 69-99.
- Leahy, Michael, Sebastian Schich, Gert Wehinger, Florian Pelgrin ve Thorsteinn Thorgeirsson. 2001. Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries. **OECD Economics Department Working Paper**: 280.
- Levine, Ross. 1991. Stock Markets, Growth and Tax Policy. **The Journal of Finance**. v. 46. i. 4: 1445-1465.
- _____. 1992a. Financial Intermediary Services and Growth. **Journal of the Japanese and International Economies**. v. 6. i. 4: 383-405.
- _____. 1992b. Financial Structures and Economic Development. **The World Bank Policy Research Working Papers**: 849. Washington, DC.
- _____. 1997. Financial Development and Economic Growth: Views and

- Agenda. **Journal of Economic Literature**. v. 35. i. 2: 688-726.
- Levine, Ross, Sara Zervos. 1998. Stock Markets, Banks and Economic Growth. **American Economic Review**. v. 88. i. 3: 537-558.
- Levine, Ross, Thorsten Beck, Norman Loayza. 2000. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. **Journal of Monetary Economics**. v. 46. i. 1: 31-37.
- Lucas Jr., Robert E. 1988. On The Mechanics of Economic Development. **Journal of Monetary Economics**. v. 22. i. 1: 3-42.
- Maddison, Angus. 1995. Monitoring the World Economy 1820-1992. Washington DC: **Organization for Economic Cooperation and Development**.
- Mathieson, Donald. J. 1980. Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy. **Journal of Development Economics**. v. 7. i. 3: 359-395.
- Mayer, Colin. 1988. New Issues in Corporate Finance. **European Economic Review**. v. 32. i. 5: 1167-1183.
- McKinnon, Ronald. 1973. **Money and Capital in Economic Development**. Washington, DC: The Brookings Institution.
- McInish, Thomas H. 2000. **Capital Markets: A Global Perspective**. USA. Massachusetts: Blackwell Publishers Inc.
- Mishkin, Frederic S. 2001. **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**. 6th. edt. Boston: Addison Wesley Longman.
- Mundell, Robert. 1963. Inflation and Real Interest. **The Journal of Political Economy**. v. 71. i. 3: 280-283.
- Noam, Eli M. 1996. **Electronics and the Dim Future of Banks, Paper presented at the Financial Technology Forum**. Çevrimiçi: <http://www.citi.columbia.edu/elinoam/articles/dimbanks.htm>.
- Obstfeld, Maurice. 1994. Risk Taking, Global Diversification and Growth. **American Economic Review**. v. 84. i. 5: 1310-1329.
- Oksay, Suna. 2000. Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregülasyon) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi. **Öneri Dergisi**. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Oksay, Suna, Tolga Ceylantepe. 2006. **Mortgage ve Mortgage Sigortaları**. İstanbul: Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği.
- Oliner, Stephen D., Glenn D. Rudebusch. 1996. Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy?. **Economic Review**. Federal Reserve Bank of San Francisco. v. 1: 3-13.
- Önder, İzzettin, Oktar Türel, Nazım Ekinci, Cem Somel. 1993. **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**. İktisat Politikası Seçenekleri-2. İstanbul: Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı Yayınları.
- Özatay, Fatih, Emin Öztürk, Güven Sak. 1996. **1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları**, İstanbul: Türk

- Sanayicileri ve İşadamları Derneği, Yayın No: 96–1/189.
- Özatay, Fatih, Güven Sak. 2002. Financial Liberalization in Turkey: Why the Impact on Growth was Limited? **Emerging Markets Trade and Finance**. v. 38. i. 5: 6–22.
- Pagano, Marco. 1993. Financial Markets and Growth: An Overview. **European Economic Review**. v. 37. i. 2-3: 613-622.
- Parente, Stephen L. 2001. The Failure of Endogenous Growth. **Knowledge, Technology and Policy**. v. 13. i. 4: 49–58.
- Patrick, Hugh T. 1966. Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. **Economic Development and Cultural Change**. v. 14. i. 2: 174-189.
- Paulauskas, Vygtantas, Svetlozar T. Rachev. 1998. Cointegrated Processes with Infinite Variance Innovations. **The Annals of Applied Probability**. v. 8. i. 3: 775-792
- Paya, Merih. 1997. **Makro İktisat**. İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Paya, Merih. 2002. **Para Teorisi ve Para Politikası**. İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, Ayhan Köse. 2003. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. **IMF Occasional Paper**: 220.
- Pick, Franz. Çeşitli Sayılar. **Pick's Currency Yearbook**. New York: Pick Publishing Corporation.
- Pick, Franz. Çeşitli Sayılar. **World Currency Yearbook**. New York: International Currency Analysis Inc.
- Pindyck, Robert S., Andres Solimano. 2003. **Economic Instability and Aggregate Investment**. Massachusetts Institute of Technology (MIT), Sloan School of Management Working Papers: 3552-3593.
- Robinson, Joan V. 1952. The Generalization of The General Theory. **In the Rate of Interest and Other Essays**. London: Macmillan: 69-142.
- Rodriguez, Francisco; Dani Rodrik. 2000. Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence. **NBER Macroeconomics Annual**. v. 15: 261-325.
- Romer, Paul M. 1986. Increasing Returns and Long Run Growth. **Journal of Political Economy**. v. 94. i. 5: 1002-1037.
- _____. 1990. Endogenous Technological Change. **Journal of Political Economy**. v. 98. i. 5: 71-102.
- Roubini, Nouriel, Xavier Sala-i-Martin. 1992. Financial Repression and Economic Growth. **Journal of Development Economics**. v. 39. i. 1: 5-30.
- Rousseau, Peter L., Dadanee Vuthipadadorn. 2005. Finance, Investment and Growth: Time Series Evidence From 10 Asian Economies. **Journal of Macroeconomics**. v. 27. i. 1: 87–106.
- Rousseau, Peter L., Paul Wachtel. 1998. Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries.

- Journal of Money, Credit and Banking**, v. 30: 657-678.
- _____. 2000. Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995. **Journal of Banking and Finance**, v. 24. i. 12: 1933-1957.
- _____. 2001. Inflation, Financial Development and Growth. **Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato**. Deventer: Kluwer.
- _____. 2005. Economic Growth and Financial Depth: Is the Relationship Extinct Already?. **UNU-WIDER Discussion Paper**: 2005/10.
- Rousseau, Peter L., R. Sylla. 2001. Financial Systems, Economic Growth and Stabilization. **NBER Working Paper**: 8323.
- Saint-Paul, G. 1992. Technological Choice, Financial Markets and Economic Development. **European Economic Review**, v. 36. i. 4: 763-781.
- Sak, Güven. 1995. **Public Policies Towards Financial Liberalization : A General Framework and an Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's**. Ankara: Capital Markets Board Publication: 22.
- Saraçoğlu, Rüşdü. 1997. Türkiye’de Finansal Liberalizasyon. **İktisat-İşletme ve Finans**. Yıl: 12, s. 32.
- Sarel, Michael. 1996. Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. **IMF Staff Papers**, International Monetary Fund, v. 43. i. 1: 199–215.
- Saunders, Anthony, Marcia M. Cornett. 2004. **Financial Markets and Institutions**. New York: McGraw Hill Companies Inc.
- Schumpeter, Joseph A. 1911. **Die Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung, Leipzig**. Duncker&Humblot. [*The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*. İngilizceye Çeviren: Redvers Opie; Cambridge, MA: Harvard University Press. 1934]
- Selen, Ufuk. 1997. Finansal Serbestleşme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi. **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, s. 34. b. 4.
- Shan, Jordan Z., Alan G. Morris, Fiona Sun. 2001. Financial Development and Economic Growth: An Egg and Chicken Problem?. **Review of International Economics**, v. 9. i. 3: 443-454.
- Shaw, Edward. S. 1973. **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University Press.
- Singh, Ajit. 1997. Financial Liberalisation, Stock Markets and Economic Development. **The Economic Journal**, v. 107. i. 442: 771-782.
- Solow, Robert M. 1956. A Contribution to the Theory of Economic Growth. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 70. i. 1: 65-94.
- Soylu, Selin. 2004. **Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Stern, Nicholas, 1989. The Economics of Development: A Survey. **Economic Journal**, v. 99. i. 397: 597-685.

- Stiglitz, Joseph E. 1989. Perspectives on Economic Development - Markets, Market Failure and Development. **AEA Papers and Proceedings**. 197-209.
- Stulz, Rene M. 2005. The Limits of Financial Globalization. **The Journal of Finance**. v. 60. i. 4: 1595–1638.
- Summers, Robert, Alan Heston. 1991. The Penn World Table (Mark 5); An Expanded Set of International Comparisons, 1950–1988. **The Quarterly Journal of Economics**. v. 106. i. 2: 327–368.
- The World Bank. World Development Indicators. www.worldbank.com [13.1.2006]
- Toraman, Cengiz. 2002. Gelişen Piyasalarda Finansal Risk Yönetimi. **Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**. s. 139: 21–37.
- Tufano, Peter. 2002. Financial Innovation. **The Handbook of the Economics of Finance**. Edt. By The Handbook of the Economics of Finance. North Holland.
- Tunay, K. Batu. 2001. Türkiye’de Finansal Sistemin Yapısı ve İşleyişi: Genel Çerçeve. ed. Tunay, B. **Finans Sisteminde Yeni Yönelimler: Türk Finans Piyasalarının Bugünü ve Geleceği**, İstanbul: Beta Basım: 81–111.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. **Tüketici Fiyatlarına Endeksli Devlet Tahvilleri**. www.hazine.gov.tr/Tufe/Tufe_Brosur.pdf [10.07.2007]
- T.C. Merkez Bankası. 2002. **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**. Ankara.
- Türkiye Bankalar Birliği. 2001. **Son Dönemde Bankacılık Alanında Gerçekleştirilen Yasal ve Düzenleyici Değişiklikler: 1999–2001**. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu.
- Türkiye Bankalar Birliği. www.tbb.org.tr [15.03.2007]
- Uygur, Ercan. 1993. **Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey**. Ankara: The Central Bank of Turkey.
- Ünalımsı, Deren. 2002. The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey. **TCMB: Research Department Working Paper**: 3.
- Vadeli İşlemler Borsası. 2007. 2006 VOB’un Yılı Oldu. **Vobjektif**. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Bülteni. s. 9: 4–7.
- Van Horne, James C. 1985. Of Innovations and Excesses. **The Journal of Finance**. v. 40. i. 3: 620–631.
- Vittas, Dimitri. 1996. Pension Funds and Capital Markets. **Viewpoint**. Washington: The World Bank Note: 71.
- Vrolijk, Coenraad. 1997. Derivatives Effect on Monetary Policy Transmission. **IMF Working Paper**: 97/121.
- Vural, Göknil M. 2003. **Altın Piyasası ve Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**, Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Piyasalar Genel

Müdürlüğü.

- Yay, Gülsün. 2001. The Interrelationship Between Economic and Political Development. **Yapı Kredi Economic Review**. v. 12. i. 1: 3–19.
- Yay, Gülsün. 2007. Yeni Schumpeterci Büyüme ve Konjonktür Modelleri. **İktisat Yazıları**. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Yeldan, Erinç. 1997. **Türkiye’de Finansal Serbestleştirme Deneyimi**. Petrol-İş Sendikası. 1995/1996 Yıllığı: 202–218.
- _____. 2001. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**. 7.bs. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yılmaz, Celali. 1995. **Sermaye Piyasalarında Vergilendirme**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları: 23.
- Yılmaz, Ensar, Özgür Kayalica. 2002. Finance and Growth in Turkey: Causality Issue. **İstanbul Stock Exchange Review**. v. 6. i. 24: 33–48.
- Yiğit, Serkan. 2002. **T.C. Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası**. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası: Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği: 6.
- Yousif, Khalifa Al-Yousif. 2002. Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries. **Review of Financial Economics**. v. 11. i. 2: 131-150.
- Yülek, Murat A. 1998. **Financial Liberalization and the Real Economy: The Turkish Experience**. Ankara: Capital Markets Board Publication: 110.

EKLER

Ek 1. Panel Veri Setinde Ele Alınan Ülkeler

1. Brezilya
2. Endonezya
3. Filipinler
4. Güney Afrika
5. Güney Kore
6. Hindistan
7. İsrail
8. Kolombiya
9. Malezya
10. Meksika
11. Mısır Arap Cumhuriyeti
12. Pakistan
13. Peru
14. Portekiz
15. Şili
16. Tayland
17. Türkiye
18. Ürdün
19. Venezüella
20. Yunanistan
21. Zimbabwe

Ek 2. Sabit Etkiler (Fixed Effects) Test Sonuçları^{†§}

Bağımsız değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Sabit	0.5810654 (0.000)	0.626093 (0.000)	0.5206186 (0.000)	0.5453877 (0.000)	0.6302284 (0.000)
Kişi Başına Başlangıç Reel Gelir Düzeyi*	-0.0585426 (0.000)	-0.0601026 (0.000)	-0.0613678 (0.000)	-0.0552709 (0.000)	-0.0654916 (0.000)
Ortalama Eğitim Yılı**	-0.0330246 (0.304)	-0.0384428 (0.231)	-0.0363419 (0.231)	-0.0272832 (0.395)	-0.0291869 (0.391)
Banka Kredileri*	0.0126137 (0.114)	0.0133626 (0.097)	0.0111081 (0.136)	0.0095822 (0.180)	0.0111473 (0.141)
Hisse Senedi Devir Oranı*	0.003574 (0.041)	0.0033851 (0.062)	0.0039938 (0.041)	0.0041405 (0.020)	0.0034539 (0.062)
Kamu Harcamaları*		-0.0087402 (0.428)			
Ticari Açıklık*			0.0230495 (0.014)		
Enflasyon Oranı**				-0.01712 (0.123)	
Kara Borsa Döviz Kuru Primi**					-0.0001165 (0.970)
Dum3	0.0121953 (0.047)	0.0126668 (0.039)	0.0125986 (0.033)	0.0114458 (0.062)	0.0125276 (0.044)
Dum4	0.020455 (0.003)	0.0214717 (0.002)	0.0193483 (0.002)	0.0188511 (0.006)	0.0212073 (0.003)
Dum5	0.0184288 (0.030)	0.020322 (0.024)	0.015596 (0.047)	0.0149035 (0.098)	0.0198714 (0.060)
Dum6	0.0273578 (0.005)	0.0300749 (0.005)	0.0232421 (0.009)	0.0223331 (0.042)	0.0278292 (0.018)
R-sq: within	0.3027	0.3083	0.3478	0.3182	0.3293
between	0.0935	0.0927	0.1206	0.1054	0.0960
overall	0.0877	0.0850	0.1115	0.1005	0.0802
sigma_u	.04152319	.04458461	.04200913	.03919178	.00883396
sigma_e	.01709753	.01714153	.01664484	.01701871	.01783502
rho	.85503327	.87121778	.86431175	.84134995	.84134995
corr(u_i, Xb)	-0.8915	-0.9057	-0.8944	-0.8785	-0.9040
F	6.19	5.59	5.93	5.50	5.94
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Hausman Test:					
chi2(5)	9.31	68.59	43.19	13.24	10.65
Prob>chi2	0.0539	0.0000	0.0000	0.0212	0.0940
Ülke Sayısı	21	21	21	21	21
Gözlem Sayısı	549	549	549	548	337

[†] Tabloda parantez içinde verilen değerler, p değerleridir.

[§] Modellerimizde, ele aldığımız altı döneme ilişkin zaman gölge değişkenleri (time dummies) kullanılmış, ancak anlamsız sonuç veren birinci ve ikinci döneme ait zaman gölge değişkenleri tabloda rapor edilmemiştir.

* Bu değişken regresyonda, log(değişken) şeklinde yer almaktadır.

** Bu değişken regresyonda, log(1+değişken) şeklinde yer almaktadır.

Ek 3a. Arellano Bond Test Sonuçları^{†§}

Gözlem Sayısı Bağımsız değişkenler	503 Model 1	503 Model 2	503 Model 3	501 Model 4	267 Model 5
Büyüme_1	-0.2482409 (0.000)	-0.2202658 (0.000)	-0.2393412 (0.000)	-0.2468516 (0.000)	-0.2843514 (0.000)
Sabit	0.0047748 (0.000)	0.0064478 (0.000)	0.0031827 (0.001)	0.0044113 (0.000)	0.0126558 (0.000)
Kişi Başına Başlangıç Reel Gelir Düzeyi*	-0.083627 (0.000)	-0.0878532 (0.000)	-0.0874065 (0.000)	-0.078678 (0.000)	-0.0788404 (0.000)
Ortalama Eğitim Yılı**	-0.003902 (0.124)	-0.0127155 (0.071)	-0.0101165 (0.125)	-0.0043077 (0.114)	-0.0064923 (0.147)
Banka Kredileri*	0.0133356 (0.001)	0.0143612 (0.000)	0.0104673 (0.003)	0.0119872 (0.001)	0.0128002 (0.003)
Hisse Senedi Piyasası Kapitalizasyonu*	0.0065806 (0.296)	0.0063128 (0.229)	0.007569 (0.140)	0.0058761 (0.307)	0.0063646 (0.106)
Kamu Harcamaları*		-0.0236964 (0.005)			
Ticari Açıklık*			0.0251091 (0.025)		
Enflasyon Oranı**				-0.0158992 (0.095)	
Kara Borsa Döviz Kuru Primi**					-0.0029881 (0.032)
Dum3	0.0094084 (0.007)	0.0088184 (0.087)	0.0098877 (0.001)	0.0105461 (0.007)	
Dum4					-0.011664 (0.012)
Dum5					-0.0312251 (0.000)
Dum6					-0.0400091 (0.011)
Sargan Testi (p değeri)	0.5649	0.5702	0.5941	0.5604	0.6112
1. Dereceden Ardışık Bağıntı (p değeri)	0.0794	0.0561	0.0916	0.0843	0.2106
2. Dereceden Ardışık Bağıntı (p değeri)	0.7436	0.1819	0.7545	0.7796	0.2311
Wald Testi	1225.29	1099.17	981.06	1663.16	1987.59
Ülke Sayısı	21	21	21	21	21

[†] Tabloda parantez içinde verilen değerler, p değerleridir.

[§] Modellerimizde, ele aldığımız altı döneme ilişkin zaman gölge değişkenleri (time dummies) kullanılmış, ancak yalnızca anlamlı sonuç verenler rapor edilmiştir.

* Bu değişken regresyonda, log(değişken) şeklinde yer almaktadır.

** Bu değişken regresyonda, log(1+değişken) şeklinde yer almaktadır.

Ek 3b. Arellano Bond Test Sonuçları^{†§}

Bağımsız değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Büyüme_1	-0.1920974 (0.001)	-0.1742406 (0.005)	-0.1829674 (0.002)	-0.1894643 (0.004)	-0.2277093 (0.000)
Sabit	0.0128449 (0.000)	0.0143946 (0.000)	0.012211 (0.000)	0.0131865 (0.000)	0.0026333 (0.002)
Kişi Başına Başlangıç Reel Gelir Düzeyi*	-0.0836027 (0.000)	-0.0875726 (0.000)	-0.0871931 (0.000)	-0.0778495 (0.000)	-0.0793986 (0.000)
Ortalama Eğitim Yılı**	-0.0072531 (0.059)	-0.0158032 (0.017)	-0.0141822 (0.029)	-0.0064974 (0.070)	-0.0081512 (0.089)
Banka Kredileri*	0.0149306 (0.000)	0.0158875 (0.000)	0.0125742 (0.000)	0.0130468 (0.000)	0.0137402 (0.000)
Hisse Senedi Piyasası Toplam Ticaret Değeri*	0.0048666 (0.042)	0.0042655 (0.059)	0.0050335 (0.025)	0.0048768 (0.019)	0.0046218 (0.023)
Kamu Harcamaları*		-0.0217006 (0.001)			
Ticari Açıklık*			0.0233333 (0.007)		
Enflasyon Oranı**				-0.0184101 (0.018)	
Kara Borsa Döviz Kuru Primi**					-0.0022988 (0.070)
Dum4	-0.0102487 (0.002)	-0.0098786 (0.068)	-0.0107164 (0.006)	-0.011179 (0.002)	0.0086034 (0.007)
Dum5	-0.0282842 (0.000)	-0.0272325 (0.003)	-0.029277 (0.000)	-0.0315805 (0.000)	0.0074397 (0.089)
Dum6	-0.0335025 (0.002)	-0.0318538 (0.054)	-0.0350676 (0.000)	-0.03876 (0.002)	-0.0021644 (0.230)
Sargan Testi (p değeri)	0.5440	0.5276	0.5413	0.5421	0.4837
1. Dereceden Ardışık Bağıntı (p değeri)	0.0758	0.0535	0.0766	0.0745	0.1402
2. Dereceden Ardışık Bağıntı (p değeri)	0.5172	0.1413	0.5702	0.5859	0.1413
Wald Testi	1510.77	901.43	1070.20	1210.16	703.66
Ülke Sayısı	21	21	21	21	21
Gözlem Sayısı	501	501	501	499	257

[†] Tabloda parantez içinde verilen değerler, p değerleridir.

[§] Modellerimizde, ele aldığımız altı döneme ilişkin zaman gölge değişkenleri (time dummies) kullanılmış, ancak tabloda yalnızca anlamlı sonuç veren zaman gölge değişkenleri rapor edilmiştir.

* Bu değişken regresyonda, log(değişken) şeklinde yer almaktadır.

** Bu değişken regresyonda, log(1+değişken) şeklinde yer almaktadır.

ÖZGEÇMİŞ

1976 İskenderun doğumluyum. İlköğrenimimi İskenderun Mithat Paşa İlkokulunda, orta öğrenimimi İskenderun İstiklal Makzume Anadolu Lisesinde tamamladım. 1994 yılında İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümünde başladığım dört yıllık lisans eğitimim 1998 yılında sona erdi. Yine aynı yıl içinde, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Politikası Anabilim Dalında başladığım Yüksek Lisans programını “Serbest Piyasa Ekonomisi Sürecinde Türkiye’de Kamu Açıkları ve İç Borç Yönetimi” konulu Yüksek Lisans tezimi hazırlayarak tamamladım. 2001 yılında Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalında Doktora Programına başladım. Doktora tez çalışmama destek olması açısından 2006 yılında üç ay süre ile İngiltere’nin Sussex Üniversitesi’nde akademik araştırmalarda bulundum.

2001 yılı Aralık ayından bu yana Yıldız Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Teorisi Anabilim Dalında Araştırma Görevlisi olarak görev yapmaktayım.