

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
PARA VE BANKA PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK
BÜYÜME İLİŞKİSİ: NEDENSELLİK ANALİZİ**

Cem Serhat EVİN

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Aylin ABUG DUYGULU

2007

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Türkiye’de Finansal Gelişme Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Nedensellik Analizi**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Cem Serhat EVİN

YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Cem Serhat EVİN
Anabilim Dalı : İktisat
Programı : Para ve Banka
Tez Konusu : Türkiye’de Finansal Gelişme Ve Ekonomik
Büyüme İlişkisi: Nedensellik Analizi
Sınav Tarihi ve Saati :...../...../.....

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü’nün tarih ve sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliği’nin 18. maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OLDUĞUNA	O	OY BİRLİĞİ	O
DÜZELTİLMESİNE	O*	OY ÇOKLUĞU	O
REDDİNE	O**		

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. O***
Öğrenci sınava gelmemiştir. O**

- * Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.
*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

	Evet
Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir.	O
Tez mevcut hali ile basılabilir.	O
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.	O
Tezin basımı gerekliliği yoktur.	O

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

.....	☐ Başarılı	☐ Düzeltme	☐ Red	
.....	☐ Başarılı	☐ Düzeltme	☐ Red	
.....	☐ Başarılı	☐ Düzeltme	☐ Red	

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Türkiye’de Finansal Gelişme Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Nedensellik Analizi

Cem Serhat EVİN

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Para ve Banka Programı

Finansal sektör tasarrufların bireylerden yatırımcılara aktarılmasında temel kanaldır. İyi işleyen bir finansal sistemin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği kabul edilmektedir. Bu nedenle aracılık işlevi tasarruf sahiplerinden yatırımcılara basit bir fon aktarımının ötesinde, kaynakların en üretken yatırımlara dağılmasını sağlayarak etkinliğin arttırılmasına katkıda bulunmaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi 1970’lerden beri önemli bir tartışma konusu olarak kalmıştır. Özellikle de finansal sektörün gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü büyük ilgi çekmiştir. Arz öncüllü hipoteze göre, finansal gelişme ekonomik büyümeyi arttırmaktayken, talep takipli hipoteze göre ilişkinin yönü ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrudur.

Bu çalışma finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini 1986:1-2006:4 döneminde birim kök ve eşbütünleşme analizi tekniklerini kullanarak incelemektedir. Ampirik bulgular kısa dönemde nedenselliğin ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu göstermekte ve talep takipli hipotezi desteklemektedir. Diğer taraftan söz konusu bulgular, uzun dönemde

Türkiye’de finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında zayıf bir bağ olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme, Nedensellik, Birim Kök, Eşbütünleşme.

ABSTRACT

Master Thesis

Financial Development and Economic Growth in Turkey: Causality Analysis

Cem Serhat EVİN

Dokuz Eylul University

Institute Of Social Sciences

Department of Economics

Money and Banking Programme

Financial sector is the major channel to mobilize savings from individuals to investors. It is accepted that, a well functioning financial sector positively affects the economic growth. The intermediation function that is beyond being a simple fund transfer from the savers to investors, contributes to increase in efficiency by allocating resources to the most productive investments.

Ever since 1970's the relationship between financial development and economic growth has remained an important issue of debate. The direction of causality between financial sector development and economic growth, in particular, has attracted a great deal of attention. According to supply-leading hypothesis financial development leads to economic growth, however demand following hypothesis asserts that the direction of the relationship runs from economic growth to financial development.

This study examines the causal relationship between financial development and economic growth in Turkey for the period 1986:1-2006:4, using techniques of unit root and cointegration analysis. The empirical findings show that, in the short-run, causality runs from economic growth to financial development and support the demand-following hypothesis. On the other hand

the findings, in the long run, show a weak link between financial development and economic growth in Turkey.

Keywords: Financial Development, Economic Growth, Causality, Unit Root, Cointegration.

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ.....	ii
YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR.....	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: TEORİK LİTERATÜR

1. FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEVLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME	3
1.1. Bilgi Üretimi ve Sermayenin Etkin Dağılımı.....	4
1.2. Firmaların Denetimi ve İşletme Yönetiminin Kullanılması.....	6
1.3. Riskin Dağıtılması ve Yönetimi.....	10
1.4. Tasarrufların Harekete Geçirilmesi ve Tasarruf Birikimi.....	12
1.5. Mal ve Hizmet Değişimini Kolaylaştırma	12
2. FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE EKONOMİK BÜYÜME	15
2.1. Banka Temelli Finansal Sistemler	16
2.2. Piyasa Temelli Finansal Sistemler	18
2.3. Banka Temelli ve Piyasa Temelli Sistem Tartışmasına Yönelik Eleştiriler	19
3. BÜYÜME TEORİLERİ AÇISINDAN FİNANSAL GELİŞME İLE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ	21
3.1. Neo Klasik Büyüme Modelinde Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi.....	21

3.2. İçsel Büyüme Modeli'nde Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi	22
4. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN YÖNÜ ÜZERİNE GÖRÜŞLER	25
4.1. Arz Öncüllü Hipotez	26
4.2. Talep Takipli Hipotez	27
4.3. Arz Öncüllü ve Talep Takipli Hipotezlerin Dışındaki Görüşler	28
5. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE MİKRO EKONOMİK BAKIŞ	35
5.1. İşletme Finansmanı Türleri ve Yatırım	35
5.2. Finansman Türlerinin Firma Üzerindeki Disiplin Sağlayıcı Rolü	36

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNE YAPILMIŞ AMPİRİK ÇALIŞMALAR

1. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİ İRDELEYEN ÖNCÜ ÇALIŞMALAR.....	38
2. SERMAYE PİYASALARININ FİNANSAL GELİŞME İLE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE DAHİL EDİLMESİ.....	42
3. ARAÇ DEĞİŞKENLERİN BÜYÜME ÇALIŞMALARINA DAHİL EDİLMESİ.....	46
4. PANEL VE ZAMAN SERİLERİ ANALİZLERİ	48
4.1. Dinamik Panel Yöntemi	48
4.2. Zaman Serileri Teknikleri Kullanılarak Yapılan Çalışmalar	49
5. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNDE MİKRO EKONOMİK BULGULAR.....	54
5.1. Endüstri Düzeyinde Ampirik Bulgular	55
5.2. Firma Düzeyinde Ampirik Bulgular	58

6. BANKA TEMELLİ-PİYASA TEMELLİ SİSTEM TARTIŞMASINA YÖNELİK AMPİRİK BULGULAR.....	61
--	-----------

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

1. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE TARİHSEL GELİŞİMİ	64
2. TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİ KONU ALAN BAZI ÇALIŞMALAR	75
3. TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ	80
3.1. Veri Seti, Model ve Ekonometrik Yöntem	80
3.1.1.Bütünleşme Derecesinin Sınanması ve Birim Kök Testleri.....	85
3.1.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	85
3.1.1.2. KPSS Birim Kök Testi.....	88
3.1.2. Eşbütünleşme Kavramı ve Hata Düzeltme Mekanizması.....	91
3.1.3. Kısa Dönem Nedensellik Analizi: Granger Nedensellik Testinin Hsiao Uyarlaması.....	95
3.1.4. Yapısal Kırılmaların Önemi ve Yapısal Kırılma Durumunda Ekonometrik Analiz.....	99
3.1.4.1. Yapısal Kırılma Durumunda Durağanlık Sınaması: Perron Birim Kök Testi.....	100
3.1.4.2. Yapısal Kırılma Durumunda Eşbütünleşme: Gregory ve Hansen Eşbütünleşme Testi.....	104
SONUÇ.....	107
KAYNAKLAR	114

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Geniştirilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey Fuller)
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
DF	: Dickey-Fuller
ECM	: Hata Düzeltme Mekanizması
EG	: Engle-Granger
EKK	: En Küçük Kareler
ESS	: Hata Kareler Toplamı
FPE	: Son Öngörümleme Hatası Kriteri (Final Prediction Error)
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
GMYO	: Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HHI	: Herfindahl-Hirschman Endeksi
HQ	: Hannan-Quinn
MK	: Menkul Kıymet

OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)
PP	: Philips-Peron
SB	: Schwarz Bayesian
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1 : Finansal Aracılığın Gelişimi ve Büyüme (Dönem: 1960-1989 Gözlem Sayısı: 77).....	42
Tablo 2 : Finansal Derinliğin Başlangıç Değeri ve Büyüme (Dönem: 1960-1989 Gözlem Sayısı: 57).....	43
Tablo 3 : Finansal Gelişme ve Endüstri Büyümesi.....	58
Tablo 4 : Firmaların Aşırı Büyümesi ve Dış Finansman.....	62
Tablo 5 : Türkiye’de Bankacılık Sektörü (1981-1990).....	69
Tablo 6 : Türkiye’de Bankacılık Sektörü (1991-2000).....	71
Tablo 7: Türkiye’de Finansal Sektörün Aktif Büyüklüğü: 2001-2007 (Milyar YTL).....	74
Tablo 8: Türkiye’de Finansal Sektörün yapısı (2004-2006).....	76
Tablo 9: Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme İlişkisinde Nedenselliğin Yönü (1963-1995).....	78
Tablo 10: Eşbütünleşme İlişkisi Tespit Edilemeyen Zaman Serilerinde Nedenselliğin Yönü (1970-2001).....	80
Tablo 11 : Eşbütünleşme İlişkisi Tespit Edilen Zaman Serilerinde Nedenselliğin Yönü (1970-2001).....	80
Tablo 12 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	87
Tablo 13 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar).....	88
Tablo 14 : KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	89
Tablo 15 : KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar).....	90

Tablo 16 : Bağımlı Değişken Ekonomik Büyüme İken Eşbütünleşme Testi.....	93
Tablo 17 : Bağımlı Değişken Finansal Gelişme İken Eşbütünleşme Testi.....	94
Tablo 18 : Bağımlı Değişken Ekonomik Büyüme Hsiao Nedensellik Testi.....	98
Tablo 19 : Bağımlı Değişken Finansal Gelişme İken Hsiao Nedensellik.....	98
Tablo 20: Perron Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey): Kırılma Yılı: 1994:2.....	102
Tablo 21 : Perron Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar): Kırılma Yılı: 1994:2...	102
Tablo 22 : Perron Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey): Kırılma Yılı: 2001:1.....	103
Tablo 23 : Perron Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar): Kırılma Yılı: 2001:1...	103
Tablo 24 : Denklem 1 için Gregory ve Hansen Eşbütünleşme Testi.....	106
Tablo 25 : Denklem 2 için Gregory ve Hansen Eşbütünleşme Testi.....	107

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1 : Finansal Aracılar ve Ekonomik Etkinlik.....	5
Şekil 2 : Finansal Sistemin Temel İşlevleri ve Ekonomik Büyüme.....	14
Şekil 3 : İçsel Büyüme Modelinde Finansal Gelişme.....	25
Şekil 4 : Finansal Kurumları Yetersiz Ülkelerin İçinde Bulunduğu Kısır Döngü....	31

GİRİŞ

Serbestleşme yönündeki iktisat politikaları ile bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerle desteklenen küreselleşme süreci, birçok ülke ile paralel biçimde, 1980’li yıllarda ülkemizde de büyüme stratejisinin önemli bir değişim geçirmesine neden olmuştur. Önceki dönemde kamu yatırımları, kamunun özel kesime sağladığı sübvansiyonlar ile dış rekabetin sınırlandırılması çerçevesinde uygulanan sermaye birikimi modeli; günümüzde kamunun söz konusu süreci doğrudan desteklemesinden çekilerek, işlevini piyasa ekonomisinin kurumsallaşması ve fiziki-sosyal altyapının iyileştirilmesi ile sınırlandırdığı yeni bir model biçiminde ortaya çıkmıştır.

Dünyada yaygın bir biçimde uygulanan ve ülkemizde de büyük ölçüde benimsenen yeni büyüme modelinde üretim faaliyetlerinin itici gücü olarak iç talep yerine dış talep benimsenmektedir. İç ve dış rekabet baskısının verimlilik artışını beraberinde getirmesi ile mal, para ve sermaye piyasalarının bütünleşmesi, dolayısıyla gelişmiş ülkelerdeki fon fazlasının gelişmekte olan ülkelere yönelmesi beklenmiştir. Bu modelde dış talep ve dış rekabet nedeniyle ortaya çıkacak verimlilik artışı, artan yabancı sermaye yatırımları ile ülke içi ve ülke dışındaki fon fazlaları sermaye birikimin kaynaklarını oluşturmaktadır. Bu çerçevede, yurt içi ve yurt dışından toplanan kaynakları reel kesime aktaran finansal sektör (Türkiye açısından ise özellikle bankacılık sektörü) kritik bir işlev görmektedir.

Finansal araçlar, piyasalar ve aracı kurumlardan oluşan finansal sektörün tasarruf oranları, yatırım kararları ve teknolojik yenilikleri etkilemek suretiyle uzun dönem ekonomik büyüme oranlarını etkileyebileceği oldukça tartışılan bir konudur.

Gelişmiş bir finansal sektörün sahip olduğu; yatırım kararı vermeden önce firmalar ve yatırıma kaynak sağlayacak tasarruf sahipleri için yatırım yapılacak alanın kârlılığı ve piyasa koşulları hakkında bilgi sağlamak, yeni mal ve üretim süreçlerinin başlatılması aşamasında başarılı olma olasılığı yüksek alanları göstererek teknolojik yenilikleri desteklemek, girişimcilerin ürettiği projeleri

incelemek, risklerini ve getirilerini değerlendirmek yoluyla kaynakların getirisi yüksek alanlarda kullanılmasını sağlamak gibi işlevlerin ekonomideki fonları daha üretken yatırımlara yönlendirmek, sermaye birikimini hızlandırmak ve sermaye dağılımında etkinliği sağlamak suretiyle ekonomik büyümeyi hızlandırabileceği görüşü dile getirilmiştir.

Öte yandan, finansal sektörün ekonomik büyüme üzerinde etkili olmadığı ve finansal sektörün ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediği yönündeki görüşlere de rastlanılmaktadır. Finansal sektördeki tekeli yapı, düzenleme yetersizliği ve kurumsal eksiklikler nedeniyle kaynakların yatırımcıya maliyeti ile tasarruf sahiplerinin getirisi arasındaki farkın yüksek olması ve finansal aracı kurumların elde ettiği kaynakları üretken yatırımlara aktaramaması gibi durumlarda finansal sektör ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilmektedir. Ayrıca, finansal serbestleşme politikalarının beraberinde getirdiği ani sermaye akımları ve sektördeki finansal kırılganlık nedeniyle de finansal sektörün ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkileyebileceği görüşü ortaya konulmaktadır.

Genel olarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme olgusunu irdeleyen ampirik çalışmaların yukarıda dile getirilen farklı görüşleri test etmeye ve ilgili değişkenler arasındaki olası nedensellik ilişkisinin yönünü belirlemeye yönelik olarak geliştiği söylenebilir. Bu çalışmada, Türkiye’de ekonomik büyüme ve finansal gelişme olgusu sözü edilen çerçevede ekonometrik olarak analiz edilmektedir. Bu bağlamda birinci bölümde teorik düzeyde dile getirilen görüşlere değinilirken; ikinci bölümde çeşitli tekniklere dayanılarak yürütölen ampirik çalışmaların örnekleri verilmektedir. Üçüncü bölümde ise, Türkiye’de finansal gelişme olgusu tarihsel olarak kısaca incelenmekte, Türkiye’yi konu alan ampirik çalışmaların bir bölümüne değinilmekte ve son olarak birim kök testleri, eşbütünleşme analizi ve nedensellik testlerine dayalı ampirik bulgular inceleme dönemi itibarıyla ortaya konulmaktadır. Çalışmanın sonunda yer alan sonuç bölümünde değerlendirme ve politika önerileri yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: TEORİK LİTERATÜR

Literatüre bakıldığında finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine yönelik birçok farklı görüşün ortaya atıldığı görülmektedir. Bu görüşlerin bazıları finansal sistemin işlevlerine odaklanırken, bazıları finansal sistemlerin yapısı ile ekonomik büyüme ilişkisine odaklanmaktadır. Bir diğer alt dal ise söz konusu olgular arasındaki ilişkinin yönüne odaklanarak genişlemektedir. Çalışmamızın bu bölümünde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi üzerine farklı görüşler tartışılmaktadır.

1. FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEVLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME

Finansal sistemlerin yatırım ve tasarrufları ve buradan da ekonomik büyümeyi ne şekilde etkilediğini ortaya koyabilmek için öncelikle söz konusu sistemlerin temel işlevlerini belirlemek gerekir. Finansal sistemlerin temel işlevleri ilgili literatürde beş başlıkta sıralanmaktadır. Bunlar:¹

- 1) Olası yatırımlar için bilgi üretmek ve sermayeyi etkin dağıtmak,
- 2) Finansman olanakları sunduktan sonra yatırımları ve firma yönetimini denetlemek,
- 3) Riskin çeşitlendirilmesini ve yönetimini sağlamak,
- 4) Tasarrufları harekete geçirmek ve tasarruf birikimini sağlamak,
- 5) Mal ve hizmet değişimini kolaylaştırmak.

Tüm finansal sistemler yukarıda sıralanan işlevleri yerine getirmekle beraber söz konusu işlevleri ne kadar iyi yerine getirdikleri bağlamında önemli farklılıklar ortaya çıkmaktadır.

¹ Ross Levine, "Finance and Growth: Theory and Evidence". **NBER Working Paper Series**, No: 10766, 2004, s.5.

Ekonomiler arasında zaman içinde değişen ve piyasadan piyasaya farklılık gösteren hukuk kurallarının, düzenlemelerin ve politikaların varlığı her bir boyuttaki gelişmenin kaynak dağılımı ve refah üzerindeki etkilerinin diğer boyuttakinden farklı olması sonucunu doğurmaktadır.²

Finansal gelişme ile büyüme literatürü arasındaki bağları ilişkilendirmede iki genel noktanın belirtildiği görülmektedir. Birinci nokta, büyümeyi açıklarken geniş bir literatürün ortaya koyduğu fiziki sermaye birikiminin uzun dönem ekonomik büyümeyi açıklamada tek başına yetersiz olduğu görüşüdür. Bu bağlamda eğer finansal gelişme ekonomik büyümeyi açıklamada kullanılacaksa, finansal gelişmenin kaynak dağılımındaki etkisini ortaya koyan tanımlamalara ihtiyaç bulunmaktadır. İkinci nokta, kaynakların etkin dağılımını sağlayan ve riski azaltan finansal düzenlemelerin ortaya çıkışı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye ait görüştür. Yüksek getiriler, gelir ve ikame etkileri nedeniyle tasarrufları etkilerken; benzer bir biçimde düşük risk de tasarrufları etkilemektedir. Bu bağlamda finansal sistemler ve söz konusu sistemlerin gelişmişlik düzeyleri, ekonomik büyümeyi etkileyen unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Bu bölümün geri kalan kısmında piyasa farklılıklarının finansal sistemlerin ortaya çıkışını ne şekilde motive ettiği ve ekonomik büyümenin sağlanmasında finansal sistemin yerine getirdiği işlevler irdelenmektedir.

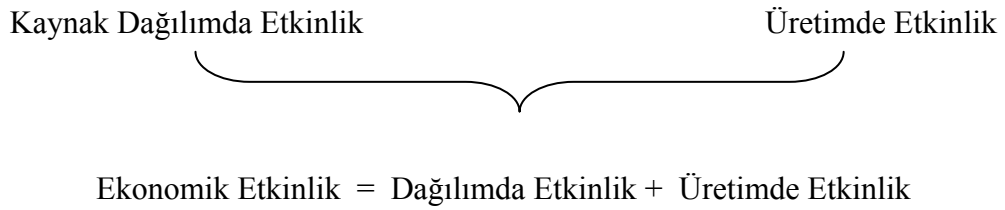
1.1. Bilgi Üretimi ve Sermayenin Etkin Dağılımı

Bireysel tasarruf sahiplerinin firmaları, yöneticileri ve piyasa koşullarını değerlendirmeleri zor ve pahalıdır. Ayrıca normal şartlar altında ödünç alan taraf kredi durumu hakkında ödünç verenden daha fazla ve doğru bilgiye sahiptir. Yani taraflar arasında asimetrik bilgi söz konusudur. Bu nedenle tasarruf sahipleri yeterli ve güvenilir bilgiye sahip olmadıkları faaliyetlere yatırım yapma konusunda isteksizdirler.

² Ross Levine, a.g.m., s.5-6.

Serbest piyasa sisteminde optimum kaynak dağılımının sağlanarak refahın maksimize edilmesi ekonomik etkinlik olarak tanımlanabilir.³ Ekonomik etkinliğin sağlanabilmesi için öncelikle, kaynakların etkin olarak dağılımı⁴ (dağılımda etkinlik) ve üretimin etkin⁵ (üretimde etkinlik) olarak gerçekleştirilmesi gerekir. Bu bağlamda finansal araçlar bilgiyi elde etme ve işleme noktasında maliyetleri aşağı çekebilir ve bu suretle kaynak dağılımındaki etkinliği arttırabilirler.⁶

Şekil 1: Finansal Aracılar ve Ekonomik Etkinlik



Şekil 2’de gösterildiği üzere ekonomik etkinlik kaynak dağılımındaki etkinlik ile üretim etkinliğinden oluşmaktadır. Bu bağlamda, finansal araçların kaynak dağılımındaki etkinliği arttırması sonucunda ekonomik etkinlik de artacaktır. Finansal araçların yokluğu halinde her bir yatırımcı firma değerlemesi ve ekonomik koşullarla ilgili yüksek sabit maliyetlerle karşı karşıya kalacaktır. Finansal araçlar yatırım olanaklarıyla ilgili olarak söz konusu maliyetli süreci üstlenerek, firmalar ve iktisadî durum hakkında bilgi üreterek ekonomik büyümeyi hızlandırabilirler.

³ Şahin Ardıyok, “Türk Telekomünikasyon A.Ş.’nin Özelleştirilmesi: Sektörde Doğum Sancıları”, **Rekabet Dergisi**, Sayı:5, Ocak-Şubat-Mart 2001, s.10.

⁴ Rekabetçi piyasada faaliyet gösteren bir firma kâr güdüsü ile hareket eder ve piyasada oluşan fiyatı veri olarak kabul edip tüketici talebini karşılamak üzere üretimini, kendisi için marjinal geliri ifade eden Fiyat=Marjinal Maliyet noktasına kadar artırarak maksimum kârı elde etmeye çalışır. Bu firmanın piyasada oluşan fiyatın altında bir fiyattan mal satmasına gerek olmadığı gibi, piyasa fiyatının üzerinde satma olanağı da bulunmamaktadır. Bu nedenle fiyatın marjinal maliyete eşit olduğu noktada gerçekleşen kaynak dağılımı, dağılımda etkinliğin sağlandığı optimal dağılımdır (Pareto Efficiency). Çünkü, fiyatın marjinal maliyete eşit olduğu noktada tüketicinin ödediği fiyat toplumun o mal ve hizmetin üretiminde kullanılan emek, sermaye ve toprağa verdiği değeri ortaya koymaktadır (Dağılımda etkinlik).

⁵ Üretimde etkinlik veya diğer bir ifade ile verimlilik; emek, sermaye veya toprak gibi üretimde kullanılan bir birim girdi başına üretilen mal veya hizmet miktarını ifade eder. Uygulamada verimlilik, üretim miktarının, verimliliği bulunmak istenen girdi miktarına bölünmesiyle elde edilir ve o girdinin ismiyle belirtilir. Emegın, sermayenin ya da toprağın verimliliği gibi. Kullanılan etmen (faktör) başına üretim miktarını artıran her gelişme verimliliği de arttırmış olur.

⁶ John H. Boyd ve Edward C. Prescott, “Financial Intermediary-Coalitions”, **Journal of Economic Theory**, Vol.38, No:2, April 1986, ss. 211-232.

Bilgi alma ve işlem maliyetlerinin yüksek düzeyde olmaması ekonomik büyümenin sağlanabilmesi açısından önemlidir. Sermayenin kıt ve söz konusu sermayeyi talep eden bir çok girişimcinin olduğu varsayımı altında firmalar hakkında daha iyi bilgi üreten finansal araçlar, daha güvenli firmaları fonlayarak sermaye dağılımının daha etkin bir biçimde gerçekleşmesini sağlayacaklardır.⁷

Finansal araçlar en iyi üretim tekniklerini belirlemenin yanında, başarılı bir biçimde tanımlanmış yeni ürün ve üretim süreçlerini girişimcilere sunarak da teknolojik yenilik oranını arttırabilirler.⁸ Bu saptamalar Joseph Schumpeter'in (1934) ekonomik gelişim sürecinde finansın rolü hakkındaki görüşlerinin odağına uzanmaktadır.⁹

“Bu nedenle bankacı bir aracı gibi değildir... Toplum adına bireyleri yönlendirir (yenilik yapmak için)...”

Yukarıda finansal araçlar ve çoğunlukla bankacılık sistemi için ortaya koyulan görüşler sermaye piyasası için de geçerlidir. Sermaye piyasaları da firmalar hakkındaki bilgi üretimini arttırabilir ve sıralanan yollarla ekonomik büyümeyi etkileyebilirler.

1.2. Firmaların Denetimi ve İşletme Yönetiminin Kullanılması

İşletme yönetimi, genelde ekonomik büyümenin özelde ise finansal etmenlerin rolünün anlaşılmasında önem taşımaktadır. Bir firmaya sermaye sağlayıcıların, söz konusu firmanın bu sermayeyi ne şekilde kullandığına ilişkin denetim ve etkinlik derecesi, tasarruf ve sermayenin dağılımı üzerinde etkili

⁷ Jeremy Greenwood ve Boyan Jovanovic, “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”, **Journal of Political Economy**, Vol. 98, No:5, October 1990, ss.1076-1107.

⁸ Daron Acemoğlu ve Fabrizio Zilibotti, “Was Prometheus Unbound by Chance? Risk Diversification, and Growth”, **Journal of Political Economy**, Vol.105, Issue:4, 1997, ss. 709-751.

⁹ Joseph Schumpeter'in genelde finansal sistem, özelde ise bankacılık sektörünün ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine ilişkin ayrıntılı görüşleri için bakınız: Joseph A. Schumpeter, **Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung : Eine Untersuchung über Unternehmerrgewinn, Kapital, Kredit, Zins, und den Konjunkturzyklus**, Leipzig: Dunker und Humblot, 1912. Çevirisi: **The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle**, Çev.: Redvers Opie. MA: Harvard University Press, Cambridge, 1934.

olmaktadır. Genel kabul görmüş aracılık teorisi işletme yönetimi sorununu, hissedarlar ile borç sağlayıcıların (kreditörlerin), firma yöneticilerini birincil menfaatleri doğrultusunda ne şekilde yönlendirdiği bakımından tanımlamaktadır.¹⁰ Daha geniş bir biçimde açıklamak gerekirse, hissedarlar ve borç sağlayıcılar firmaları etkin bir biçimde denetlemekte ve yöneticilerin firma değerini maksimize etmesini sağlamaktadır. Bu durum, firmaların kaynak dağılım etkinliğini arttırmakta ve tasarruf sahiplerini üretim ve yönetimi finanse etmede daha istekli kılmaktadır. Ters bir durum düşünüldüğünde; işletme yönetimini daha etkin kılan ve güçlendiren finansal araçların ve düzenlemelerin yokluğunda tasarrufların mobilizasyonu güçleşebileceği gibi denetimin getirdiği etkin işletme yönetimi ve bu yolla firma değerinin maksimizasyonu da güçleşebilecektir.¹¹ Sonuç olarak işletme yönetiminin etkinliği mikro düzeyde firma başarımını, makro düzeyde ise ekonomik büyüme oranlarını etkileyebilmektedir.

Diamond (1984), finansal aracı kurumların işletme yönetimini güçlendirdiğini ortaya koyan bir model geliştirmiştir.¹² Bu modelde, finansal araçlar bireylerin elindeki kaynakları firmalara borç vererek aktarmakta ve tasarrufların harekete geçirilmesi etkinlik çerçevesinde gerçekleştirmektedir. Şu halde finansal aracı kurum “vekaleten denetçi” konumunda olmakta ve toplam denetim maliyetlerini aşağı çekerken, bireylerin tek başlarına yapmak durumunda oldukları firma denetimini ve kaynakların etkin kullanımını üstlenmektedir. Finansal aracı kurumlar ile firmalar arasındaki ilişki uzun dönemli bir hal aldığına bilgi edinim maliyetleri de azalmaktadır.

Bankaların karşı karşıya kaldığı temel bilgi sorunu, kredi olarak verdikleri paranın nasıl kullanıldığını bilmemeleridir. Kredi piyasasının mükemmel olarak ve tam bilgi ile çalışması halinde, kredilerin etkin bir şekilde kullanıcılara aktarılması beklenecektir. Bu özelliklere sahip bir kredi piyasasında denge, faiz oranı aracılığıyla

¹⁰ Micheal C. Jensen ve William H. Meckling, “Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, Vol.3, No:4, October 1976, ss. 305-360.

¹¹ Joseph E. Stiglitz ve Andrew Weiss, “Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets”, **American Economic Review**, Vol.73, Issue:5, 1983, ss. 912-927.

¹² Douglas W. Diamond, “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, **Review of Economic Studies**, Vol.51, Issue:3, 1984, ss. 393-414.

sağlanacaktır. Ancak, bu ideal durum asimetrik bilgi sorunu¹³ nedeniyle çoğu zaman geçerli değildir.

Finansal piyasalarda karar almaya temel oluşturacak bilginin her zaman tam ve doğru olarak elde edilememesi ve tarafların farklı bilgiye sahip olmaları piyasaların işleyişinde sorunlara ve aksaklıklara yol açmaktadır. Asimetrik bilgi, piyasaların etkinlik düzeyini azaltmakta ve kredi tayinlemesine neden olabilmektedir. Bu durum ekonomide yatırımlara aktarılabacak fonların ve verimli projelerin hayata geçirilmesini engelleyerek ekonomik büyüme üzerinde de olumsuz bir etki yaratmaktadır.¹⁴

Bankalar asimetrik bilgi sorunu karşısında kredilerin geri dönmeme riskini almadıkları için çoğu zaman kredi tayinlemesine gitmektedir. Kredi tayinlemesi; aynı şartlara sahip, kredi alabilir görünen ve başvuruları kabul edilmeyen kişilerin, daha yüksek bir faiz ödemeyi kabul etseler bile kredi alamadıkları veya çok büyük kredi arzı olsa da herhangi bir faiz oranında kredi sağlayamadıkları koşullar için

¹³ Asimetrik bilgi sorunu, ters seçim (*adverse selection*), ahlâkî tehlike (*moral hazard*) ve temsilcilik sorunu (*agency problem*) şeklinde kendini göstermektedir.

- Ters seçim sorunu, bir sözleşmeden önce oluşan, en istekli kredi müşterisinin potansiyel “kötü” borçlu (ödünç aldığı borçları zamanında ve tüm yükümlülükleri ile beraber geri ödeyemeyecek durumda olan güvensiz kredi sahipleri) olduğu asimetrik bilgi sorunudur. Dolayısıyla, ters seçim sorunu söz konusu ise finansal piyasalarda tersi (arzu edilmeyen) sonuçlar verecek (örneğin, krediyi geri ödeyemeyecek) müşteri seçimi yapılması olasılığı yüksektir. Finansal sistem içerisinde ters seçim sorununa örnek olarak, alacağı krediyi geri ödeme olasılığının çok düşük olduğu bilen bir banka müşterisinin bu sebeple alacağı krediye karşılık bankaya çok yüksek faiz oranını ödemeyi kabul etmesi ve dolayısıyla, krediyi ilk sırada alabilmesi gösterilebilir. Bu durumda, asimetrik bilgi sorunu sebebiyle kredinin bu müşteriye verilmesi ters seçim durumunu oluşturmaktadır.
- Ahlâkî tehlike, bir sözleşmeden sonra oluşan, kredi alanın kredi verenin bakış açısına göre ahlâkî olmayan (arzu edilmeyen) faaliyetlerde bulunarak, kredi verenin çıkarını zedeleme tehlikesine neden olan asimetrik bilgi sorunudur. Bu arzu edilmeyen faaliyetler veya davranışlar, kredinin geri ödenmeme riskini önemli ölçüde artırmaktadır. Ahlâkî tehlike söz konusu ise, kredi alan yüksek riskli projelere yatırım yapmakta, yüksek getiri kazanırsa bundan kazançlı çıkmakta, sermayeyi kaybederse kaybın önemli kısmı kredi verene yüklenmektedir. Bu durumda, finansal sistem ödünç vereceği kaynağı kaybetmektense çok az sayıda güvenilir müşteriye kredi açmayı tercih etmekte; bu da finansal sistemin etkin çalışmasını engelleyerek piyasa dengesinin birinci en iyi durumundan sapmasına yol açmaktadır.
- Temsilcilik sorunu ise, bir sözleşmenin tarafının işlerini gördürmek için bir temsilci kullandığında, o temsilcinin faaliyetlerini tam olarak kontrol edemediği veya kontrol sürecini maliyetli olduğu durum olarak tanımlanmaktadır.

Asimetrik bilgi ve bankacılık sistemi üzerindeki etkileri üzerine ayrıntılı bilgi için bakınız:

Güler Aras ve Alövsat Müslümov, “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:19, Sayı:222, Eylül 2004, ss.1-13.

¹⁴ Güler Aras ve Alövsat Müslümov, a.g.m., s.5.

kullanılabilmektedir.¹⁵ Bu süreç; fon ödünç verme, yatırım yapma ve reel ekonomik aktivitelerin azalmasına yol açmaktadır. İyi işleyen bir finansal aracılık sisteminin varlığında; aracı kurumların işletme yönetimini güçlendirerek ekonomik büyümeyi etkilediğini ortaya koyan Bencivenga ve Smith (1993), denetim maliyetlerini aşağı çeken ve işletme yönetimini etkin kılan finansal araçların kredi tayinlamasını azalttığını ve bu yolla sermaye dağılımını, üretimi ve büyümeyi artırdığını ortaya koymuştur.¹⁶

Ülkeler arasında finansal aracılık faaliyetlerinin farklı niteliklere sahip oluşunun uluslararası sermaye hareketleri üzerinde önemli etkileri bulunduğunu ortaya koyan çalışmalar da bulunmaktadır. Ekonomik büyüme üzerine bu farklı bakış açısına Boyd ve Smith' in (1992) çalışmasında rastlanılmaktadır. Söz konusu çalışmada sermayenin kıt olduğu ülkelerden sermayenin bol olduğu ülkelere yönelik sermaye akışı; sermayenin bol olduğu ülkelerdeki finansal araçların işletme denetimini gerçekleştirmede sermayenin kıt olduğu ülkelere faaliyet gösteren finansal araçlara göre daha etkin olmalarına bağlanmaktadır. Bu bağlamda yatırımcılar getirilerinin, araçlarca ortaya konulan denetim faaliyetlerinin etkinliğine bağlı olduğunu düşünmektedir.¹⁷

Denetim faaliyeti maliyetli bir olgu olup tasarruf sahiplerinin yatırım kararları üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Finansal sistem söz konusu denetimi finansal araçlar ve düzenlemeler aracılığıyla yerine getirerek maliyetleri azaltmaktadır. Böylelikle tasarruf sahiplerine güven temini de sağlanarak yatırım kararları teşvik edilir. Yatırım artışına paralel olarak ekonomik etkinlik ve ekonomik büyüme gerçekleştirilir.

¹⁵ Mert Ural, "Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler", (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003, s.52.

¹⁶ Valerie R. Bencivenga ve Bruce D. Smith, "Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol.17, Issue:1-2, 1993, ss. 97-122.

¹⁷ John H. Boyd ve Bruce D. Smith, "Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development", **Journal of Monetary Economics**, Vol.30, Issue:3, 1992, ss. 409-432.

1.3. Riskin Dağıtılması ve Yönetimi

Finansal piyasaların en belirgin özelliklerinden birisi belirsizlikler ve bu belirsizliğe bağlı olarak ortaya çıkan risk etmenidir. Bu noktada finansal aracılık risk dağıtımını ve çeşitlendirilmesi yönünde hizmetler sunarak önem kazanmaktadır.

Bankacılık sektörü, hisse senedi piyasası ve vadeli işlem borsaları finansal sistemin öğeleri olup, sundukları finansal araçlar ile riskin dağıtılması ve çeşitlendirilmesi mümkündür. Finansal araçlar, portföylerini oluştururken sadece bir işletmeye ya da konuya bağlı kalmayıp değişik işletmelere, bölgelere, ülkelere, sektörlerle ve değerlere yatırımda bulunurlar. Sermayeyi çok sayıda farklı endüstri ve ortaklıkların üzerine yayarak herhangi bir yatırım üzerindeki zararı sınırlamak ve bunu diğer yatırımlardaki kârlarla karşılayarak denkleştirmek gerekmektedir. Riskin dağıtılması şeklinde benimsenen bu ilkenin benzeri, finansal araçlar tarafından bireysel tasarruf sahiplerine ve firmalara hizmet şeklinde sunulmaktadır. Riskin dağıtılması, yatırımları çok fazla yayarak aşırı derecede dağıtılması demek değildir. Aksi halde finansal araçların bu dağılık yatırımları denetlemesi güçleşir.¹⁸

Yatırımların çeşitli alan ve konulara yayılarak riskin dağıtılmasına ise çeşitlendirme denilmektedir.¹⁹ Finansal sistemin riskin çeşitlendirilmesine ilişkin hizmetleri, sermayenin dağılımını değiştirerek ve tasarruf oranlarını etkileyerek uzun dönem ekonomik büyümeyi etkileyebilir.

Tasarruf sahipleri genelde riski sevmez iken, yüksek getirili projeler düşük getirili projelerden riskli olma eğilimindedir. Finansal piyasalar bireyler için projeler arasında beklenen getirisi yüksek olana kayma eğiliminde olan riskin çeşitlendirilmesini kolaylaştırır.²⁰

¹⁸ İlyas Çelikbaş, “Yatırım Ortaklıklarına Hakim Olan İlkeler”, **E-akademi Hukuk Ekonomi ve Siyaset Aylık İnternet Dergisi**, Sayı:64, Haziran 2007, <http://www.e-akademi.org/makaleler/iceliktas-2.htm> (Erişim:02.07.2007).

¹⁹ Risk çeşitlendirme (*risk diversification*); menkul kıymet çeşitleri (hisse senetleri, tahviller vs.) itibarıyla olabileceği gibi endüstri kolu (tekstil, otomotiv, makine, kimya vs.), şirket ve coğrafi bölgeler itibarıyla veya bunların hepsini içine alacak şekilde de olabilir.

²⁰ Micheal B. Devereux ve Gregory W. Smith, “International Risk Sharing and Economic Growth”, **International Economic Review**, Vol.35, Issue: 3, 1994, ss. 535-550.

Acemoğlu ve Zilibotti (1997) ortaya koydukları çalışmalarında risk çeşitlendirmesi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Varsayımları şu şekilde sıralanabilir:²¹

- Yüksek getiriye sahip riskli projeler sıklıkla yüksek tutarlı başlangıç yatırımı gerektirir,
- Bireyler riski sevmezler,
- Nispeten düşük getirili, güvenli projeler bulunmaktadır,
- Sermaye kıttır.

Riskin çeşitlendirildiği portföylere yatırım yapma olanağı sunan finansal düzenlemelerin yokluğunda, yüksek getiriye sahip riskli projelere yatırım yapılmayacaktır; çünkü bireyler ellerinde bulunan kıt sermayeyi yüksek tutarlı başlangıç yatırımı gerektiren bu projelerde değerlendirmek yerine, nispeten düşük getiriye sahip ancak güvenli olan projelerde değerlendirmeyi tercih edeceklerdir. Gelişmiş finansal aracılık hizmetinin olduğu ve finansal araçların yüksek getiriye sahip projelerdeki riski çeşitlendirebildiği bir durumda ise, tasarruf sahipleri ellerindeki kıt sermaye ile bu projeleri tercih edebilmektedir. Yenilikçi ve teknoloji düzeyi yüksek bu yatırımlar ile hem tasarrufların projeler arasındaki yeniden dağılımı sağlanmakta hem de olumlu yönde büyüme etkileri ortaya çıkmaktadır.²²

Teknolojik değişim bakımından ortaya atılan görüşe göre, riskin çeşitlendirilmesi yenilikçi etkinlikleri artırabilir. Piyasada faaliyet gösteren birimler piyasadaki mevcut kârlarını artırmak ve/veya kârlı bir piyasa payı elde etmek için teknolojik gelişim yapmak istegindedir; ancak yenilik risklidir. Yenilikçi projelerde risk çeşitlendirmesine olanak veren finansal sistem, fonların büyümeyi destekleyen yenilikçi yatırımlara akmasına olanak vermektedir.²³

²¹ Daron Acemoğlu ve Fabrizio Zilibotti. “Was Prometheus Unbound by Chance? Risk Diversification, and Growth”, **Journal of Political Economy**, Vol.105, Issue:4, 1997, ss.711-713.

²² Daron Acemoğlu ve Fabrizio Zilibotti, a.g.m., ss. 709-751.

²³ Robert. G. King ve Ross Levine, “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol.108, Issue:3, 1993, ss. 717-737.

1.4. Tasarrufların Harekete Geçirilmesi ve Tasarruf Birikimi

Tasarrufların harekete geçirilmesi (*mobilizasyonu*), tasarrufların farklı tasarruf sahiplerinden toplanmasını ifade eden maliyetli bir süreçtir. Bireylerden tasarrufları toplarken karşı karşıya olunan asimetrik bilgi ile katılan işlem maliyetlerini barındırmaktadır. Tasarrufların harekete geçirilmesine ilişkin işlem ve bilgi maliyetlerinin ışığında birçok finansal düzenleme, söz konusu maliyetleri azaltmak ve birikimi sağlamak için ortaya çıkabilmektedir.

Bireysel tasarrufların toplanmasında ve tasarruf birikiminde etkin olan finansal sistemler, tasarrufların arttırılması ve ölçek ekonomilerinin kullanımı yoluyla ekonomik büyümeyi önemli bir biçimde etkileyebilmektedir. Tasarruf mobilizasyonu, sermaye birikimi üzerindeki doğrudan etkisinin yanı sıra teknolojik yenilikleri de arttırabilmektedir.

Acemoğlu ve Zilibotti (1997) finansal düzenlemelerin, çeşitli kesimlerden tasarrufların bir araya getirilmesiyle riskin çeşitlendirildiği büyük ve uzun dönemli projelere uygun iklim yarattığını ve ekonomik büyüme bakımından pozitif sonuçlar doğurduğunu belirtmektedirler.²⁴

1.5. Mal ve Hizmet Değişimini Kolaylaştırma

İşlem maliyetlerini aşağı çeken finansal düzenlemeler uzmanlaşma ve teknolojik yenilikleri arttırmak yoluyla ekonomik büyüme üzerinde etkili olabilmektedir.

Mal ve hizmet değişimi, uzmanlaşma ve yenilik arasındaki bağ, Greenwood ve Smith' in (1997) çalışmasında ortaya konulmaktadır. Daha fazla uzmanlaşma daha fazla işlemi gerektirmektedir. Her işlem maliyetli olduğundan, işlem maliyetlerini azaltan finansal düzenlemeler daha fazla uzmanlaşmayı beraberinde

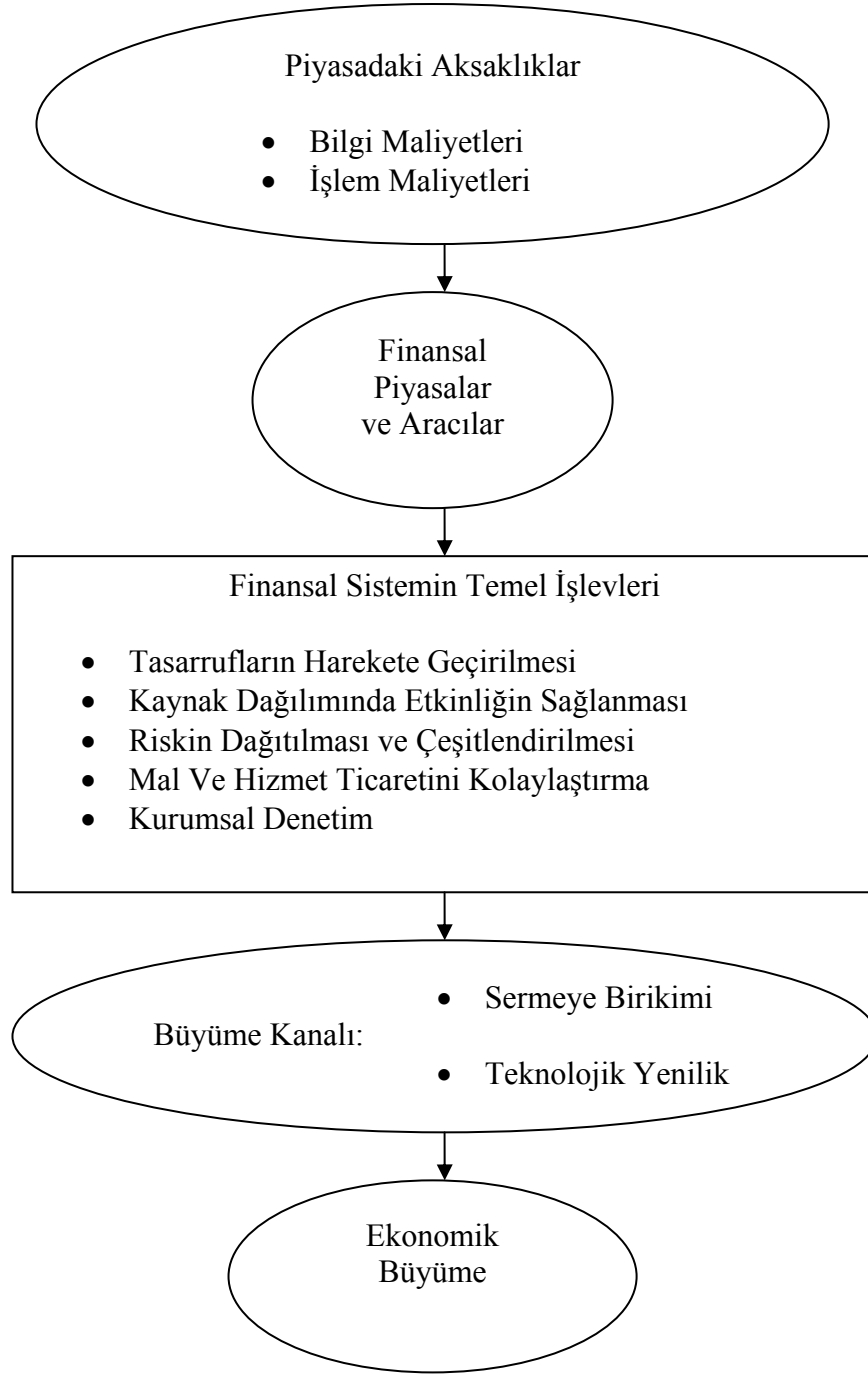
²⁴ Daron Acemoğlu ve Fabrizio Zilibotti, a.g.m., s. 718.

getirecektir. İşlem maliyetlerinin azalmasına ve mal ve hizmet değişiminin artmasına olanak veren piyasalarda verimlik ve üretim artmaktadır.²⁵

Finansal gelişme olgusu finansal araçların, piyasaların ve aracılardan bilgi, uygulama ve aracılık maliyetlerinin etkilerini iyileştirerek ve bu yolla finansal işlevleri yerine getirerek ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla finansal gelişme yukarıda sıralanan (1) olası yatırımlar hakkında bilgi üretimindeki, (2) yatırımların denetimi ve firma yönetimi uygulamalarındaki, (3) riskin çeşitlendirilmesi ve yönetimindeki, (4) tasarrufları harekete geçirme ve birikimini sağlamadaki, (5) mal ve hizmet değişimindeki gelişmeleri içermektedir. Bunların her biri tasarrufları, sermaye birikimini, yeni teknolojilere yatırım kararlarını ve bu yolla da ekonomik büyümeyi etkileyebilir. Aşağıdaki şekil, finansal sistemin işlevleri ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri, yukarıda söz edilen çerçeve bağlamında ele almaktadır.

²⁵ Jeremy Greenwood ve Bruce D. Smith, "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol.21, Issue:1, 1997, ss. 145-181.

Şekil 2: Finansal Sistemin Temel İşlevleri ve Ekonomik Büyüme



Kaynak: Ross Levine, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, **Journal of Economic Literature**, Vol.35, Issue:2, June 1997, s.689.

Finansal sistemin işlevleri ile ekonomik büyümenin ilişkilendirdiği bu kısmı, finansal sistemin yapısı ile ekonomik büyüme ilişkisinin tartışıldığı kısım izlemektedir.

2. FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE EKONOMİK BÜYÜME

Bir ülkedeki finansal sektörün işlevleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yanı sıra; banka temelli ve piyasa temelli finansal sistemlerin ekonomik büyüme üzerindeki potansiyel etkileri, finansal ekonomi literatüründe tartışma konusu olarak dikkat çekmektedir.

Finansal sistemin yapısının genel olarak piyasa ve banka temelli olarak sınıflandırıldığı görülmekte olup; söz konusu sınıflama, ekonomide fon aktarımını sağlayan kurumların ve kanalların ağırlıklarına göre yapılmaktadır. Fonların aktarımını, finansal araçlar (ağırlıklı olarak bankalar) kanalıyla sağlayan finansal yapılar banka temelli; sermaye piyasası kanalıyla sağlayan finansal yapılar ise piyasa temelli finansal sistem olarak adlandırılmaktadır.

Finansal yapıların farklılaşmasına neden olan en önemli gelişmelerden biri 1933 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) çıkarılan Bankacılık Yasası'dır (*Banking Act of 1933*). Bu yasanın öncesinde ABD'deki ticari bankalar, 19. yüzyılın başından beri halka arza aracılık faaliyetinde bulunmaktaydılar. Eyalet bankaları genel olarak tüm menkul kıymet işlemlerini yapmakta serbest iken, federal bankaların faaliyetlerinde 1863 tarihli Ulusal Bankacılık Yasası (*National Banking Act of 1863*) gereği bir takım sınırlamalar mevcuttu. 1929'daki kriz sonrasında ise ABD bankalarının %40'ı dağılmıştır. Söz konusu piyasa başarısızlığının sorumlusu olarak ise ticari bankaların menkul kıymet işlemleri gösterilmiştir. Söz konusu hususun doğruluğu yoğun bir şekilde tartışılmasına rağmen, 1933 yılında bu Bankacılık Yasası'nın çıkarılmasına engel olamamıştır. Söz konusu yasanın amacı kamunun ticari bankacılığa olan güveninin tekrar yerine getirilmesi olduğu için, yatırım bankacılığı ve ticari bankacılık faaliyetleri ayrılmıştır.²⁶ Söz konusu yasa

²⁶ Bankacılık Yasası'nın, bankaların menkul kıymet işlemlerine getirdiği kısıtlamalara ilişkin dört önemli maddesi şu şekildedir:

Madde 16: Bu madde sadece ulusal bankalara ve Federal Reserve Bank üyesi bankalara uygulanmaktadır. Söz konusu bankaların pek çok menkul kıymet işlemini sınırlandırmıştır. Bu madde sadece müşteri işlemlerine izin vermekte, portföy yatırımlarına izin vermemektedir. Bankaların "yatırım araçları" olarak adlandırılan menkul kıymetlere (ABD

Glass-Steagal Act olarak anılmaktadır.²⁷ Bu yasa ile bankaların sermaye piyasası işlemleri yapmaları yasaklanmış ve ticari bankacılıkla yatırım bankacılığı ayrılmıştır. 1929 dünya ekonomik krizinden sonra ABD’deki bu yapılanmayla piyasa temelli ve banka temelli finansal yapı ayrımının temeli atılmıştır.

Literatürde finansal yapılar arasındaki farklılığı fon aktarımlarının hangi kanaldan yapıldığı belirlemesine karşın, piyasa ve banka temelli finansal yapıların ayrımındaki en önemli farklılık, ekonomideki finansal risk transferinin nasıl yapıldığı ve transferde kullanılan finansal araçlardır. Piyasa temelli finansal sistemlerde türev ürünler; banka temelli sistemde, mevduat, mevduat sigortası gibi araçlar kullanılmaktadır.

2.1. Banka Temelli Finansal Sistemler

Önceki bölümlerde tartışıldığı üzere finansal araçlar; firmaların bilgi edinimi, kreditorlerin işletme denetimde üstlendiği işlev, riskin çeşitlendirilmesine ilişkin düzenlemeler ve sermaye birikimi gibi konularda çeşitli roller üstlenmektedir. Söz konusu görüşlerin temelinde ise iyi gelişmiş bir bankacılık sistemi yer almaktadır.

Özellikle geçmiş iki yüzyılda, kentleşme ve tarım modernizasyonu gibi sonuçlarıyla teknolojik değişim, sanayileşmenin arkasındaki yönlendirici güçlerden biri olmuştur. Genel olarak değişikliklere direnme eğiliminde olan sosyal kurumlar kimi zaman da değişimleri / yenilikleri kolaylaştırabilmişlerdir. İşte bu yeniliklerden biri de, ilk örnekleri sanayileşmenin başlangıcından çok öncelere dayansa da

hükümetinin ve belediyelerin tahvilleri ve belirli diğer borçlanma araçları) yatırım yapmaları sınırlandırılmıştır.

Madde 20: Ulusal bankalara, Federal Reserve Bank üyesi olan eyalet bankalarına ve bunların bağlı şirketlerine (banka holding şirketleri, banka holding şirketlerinin banka dışı iştirakleri ve ulusal bankaların bağlı şirketlerine) uygulanan bir hükümdür. Bu kurumların, esas faaliyet olarak menkul kıymet işlemleri gerçekleştiren kurumlarla olan sermaye ilişkilerini yasaklar.

Madde 21: Menkul kıymet işlemleri gerçekleştiren kurumların aynı zamanda müşteri mevduatı almasını yasaklamaktadır.

Madde 32: Bu madde uyarınca, esas faaliyeti menkul kıymet işlemleri olan şirketlerin yetkilileri ile bankaların yetkililerinin ayrı kişiler olması gerekmektedir.

²⁷ Ayşe Şen, “Yatırım Bankacılığı ve Sermaye Piyasaları”, **Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlik Etüdü**, İstanbul, Haziran 2004, ss.14-15,

http://www.spk.gov.tr/yayinlar/kye/2004_AyşeSen.pdf (Erişim: 07.02.2007).

sanayileşme ile birlikte önemli gelişmeler gösteren modern bankacılık sisteminin doğuşu ve gelişmesidir.²⁸ Sanayileşmeyi karakterize eden modern teknolojilere dayalı tesislere sahip olma ve ekonomik yapının köklü bir dönüşümle tarıma dayalı geleneksel yapıdan sanayiye dayalı modern bir yapıya kavuşma çabaları, finansman ihtiyaçlarını ortaya çıkarmıştır. Söz konusu finansman ihtiyaçları ise büyük ölçüde bankalar tarafından karşılanmış ve dolayısıyla bankalar ve bir üst kavram olarak finansal piyasalar sanayileşmenin niteliğini derinden etkileyerek ekonomik büyümenin ayrılmaz parçaları haline gelmiştir.

Hisse senedi piyasasındaki likidite²⁹, kaynak dağılımını olumsuz bir biçimde etkileyebilmektedir. Bu görüşe göre likidite, miyop yatırımcı ikliminin³⁰ oluşmasına neden olmakta ve piyasanın likit olduğu bir durumda yatırımcılar hisselerini kolaylıkla ve az bir masraf ile elden çıkartabildiklerinden işletme yönetimi ve denetimi konusunda isteksiz olabilmektedirler. Bu durumda hisse senedi piyasası, mikro ölçüde işletme yönetimini güçsüz kılmakta ve etkin olmayan kaynak dağılımına yol açmaktadır. Buna karşın banka temelli finansal sistemler, piyasalara göre kaynak dağılımı üzerinde olumlu etkiler yaratan risk paylaşım hizmetleri sunmaktadır.³¹

Banka temelli finansal sistem yanlıları, firmalar hakkında bilgi toplama ve firma yönetimlerini denetleme gibi işlevleri yerine getirmede banka temelli sistemlerin daha başarılı olabileceği görüşündedir. Bu görüşe göre banka temelli finansal sistem olmazsa etkin olmayan bir kaynak dağılımı ve düşük ekonomik başarımlar söz konusu olacaktır. Bankalar ise, firmalar hakkında bilgi toplama ve kurumsal denetim gibi eksikliklerden piyasalar kadar olumsuz etkilenmemektedirler.

²⁸ Serdar Şahinkaya, “Bankacılık Sistemi, Sanayileşme ve Alexander Gerschenkron”, **İşletme, İktisat ve Finans Dergisi**, Sayı: 237, 2005, ss. 5-16.

²⁹ Hisse senedi piyasasında likidite çok kısa olarak hisse senetlerinin paraya dönüşebilme potansiyeli olup; bu potansiyel nakde dönüşme hızı ve bu dönüşüm içinde değerini koruyabilme özelliklerini içermektedir.

³⁰ Yatırımcıların ortağı oldukları şirketlere ait hisse senetlerini kolaylıkla nakde dönüştürebilmeleri nedeniyle, şirketlerin uzun dönemli büyüme başarımlarını hesaba katmadıkları, “günü kurtarmak” düşüncesiyle hareket ettikleri ve dolayısıyla şirketlerin yönetimi/denetimi gibi konularda etkin olmadıkları durumu yansıtmaktadır (*myopic investor climate*).

³¹ Amar Bhidé, “The Hidden Costs of Stock Market Liquidity”, **Journal of Financial Economics**, Vol.34, Issue:1, 1993, ss. 31-51.

Sonuç olarak bankalar, firmaları araştırma, firma yönetimlerini denetleme ve endüstriyel genişlemeyi finanse etme gibi konularda daha başarılı olmaktadır.³²

2.2. Piyasa Temelli Finansal Sistemler

Piyasa temelli sistem yanlılarının çoğu zaman, güçlü bankaların yarattığı sorunlara odaklanan ve eleştirel bakış açısına dayanan bir yaklaşım içinde olduğu görülmektedir. Bu görüşü savunanlar, banka temelli sistemlerin firmalar üzerinde yüksek etkiye sahip bankalar nedeniyle yeni yatırımlar ve kredi görüşmeleri sırasında, piyasa temelli bir sisteme nazaran, ellerindeki güç ile firmaların beklenen gelecek kârlarını sınırlayabileceklerini ifade etmektedirler. Çünkü bankalar genel olarak kredi olarak verdikleri fonların, geri ödenme olasılığı ve hızı yüksek alanlarda yatırıma dönüştürülmesini isteyeceklerdir. Söz konusu yatırımlar ise firmaların yenilikçi ve yüksek kâr beklentisinde oldukları alanlardan ziyade; uzun zamandır faaliyette bulundukları ve yüksek olmamakla beraber istikrarlı bir biçimde kâr ettikleri alanlar olmaktadır. Böyle bir durumda ise, firmalar yenilikçi ve kârlı girişimleri üstlenmekte isteksiz olabilmektedir.³³

Bilginin edinimi ve işlenmesi noktasında bankalar etkin olmakla beraber yeni ürün geliştirilmesine yönelik yatırımlar söz konusu olduğunda etkinlikleri azalmaktadır. Yeni ürünlerin geliştirilmesi ile işlenmesini de kapsayan belirsizlik durumlarında yatırımları etkin olmayan bankalar söz konusu üretim sürecinde olumlu roller üstlenememektedir.³⁴

Banka temelli sistemlerin etkinliğine yönelik bir diğer karşı görüş bankaların işletme kontrolü ve kendi yönetimlerini kullanmadaki rollerine ilişkin olarak öne sürülmektedir. Bu görüşe göre bankacılar, tüm kreditorlerin ya da daha geniş boyutta toplumun çıkarlarına yönelik hareket etmekten ziyade; kendi çıkarları doğrultusunda hareket edebilir, hatta firmalarla birlikte diğer kreditorlerin aleyhine tutum

³² Ross Levine, "Finance and Growth...", a.g.m., s.19.

³³ Martin F. Hellwig, "Banking, Financial Intermediation, and Corporate Finance", **European Financial Integration**, Cambridge University Press, Cambridge, England, 1991, ss. 35-63.

³⁴ Franklin Allen ve Douglas Gale, "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies", **Journal of Financial Intermediation**, Vol.8, 1999, ss. 68-89.

sergileyebilirler. Örneğin etkinlik derecesi yüksek bankalar, dışarıdakilerin (*outsiders*) firma yönetiminde başarısız buldukları yöneticileri azletmesini veya başka yere nakletmesini, söz konusu yöneticiler kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmekte ise engelleyebilirler. Wenger ve Kaserer (1998) çalışmalarında banka yöneticilerinin ne denli büyük bir güce sahip olduklarını Almanya özelinde ortaya koymaktadır. Söz konusu çalışmada bu gücün yalnızca işletme kontrolü üzerindeki etkinliklerinden değil; aynı zamanda hisse dağılımı üzerindeki etkinliklerinden de geldiği vurgulanmaktadır. Örneğin, 1992 yılında en büyük 24 ortaklığın oy haklarının ortalama %61'i banka yöneticilerine ait iken 11 ortaklıkta bu oran %75'den fazladır. Ortaklıkların banka yönetimlerine kontrolü, bankaların kendilerine dek uzanmaktadır. En büyük üç Alman bankasının hissedarlar toplantısında vekil oyların oranı %80'den fazla iken, bunun büyük bir bölümü bankaların kendilerince oylanmaktadır. Örneğin, Deutsche Bank oy haklarının %47'sini elinde bulundururken; Dresdner %59'unu elinde bulundurmaktadır.³⁵

Son olarak piyasa temelli finansal sistem yanlıları, piyasaların daha zengin risk yönetim araçları sağladığını belirtmektedir. Banka temelli sistemler olağan durumlar için temel risk yönetim hizmetlerini ucuz bir fiyattan sağlarken; piyasa temelli sistemler terzinin ürününü ortaya koymasında daha geniş bir esneklik sağlamaktadır. Piyasa temelli sistemler özellikle yeni ürünlerin ortaya çıkması ve teknolojik gelişme bakımından banka temelli sistemlere nazaran daha olumlu ve teşvik edici rol oynamaktadır.

2.3. Banka Temelli ve Piyasa Temelli Sistem Tartışmasına Yönelik Eleştiriler

Birçok araştırmacının banka temelli ve piyasa temelli sistem tartışmalarını ekonomik büyüme açısından öncelikli görmediği, finansal sistemin ve kurumsal düzenlemelerin yapısından ziyade; finansal gelişmenin bütününe ekonomik

³⁵ Ekkehard Wenger ve Christoph Kaserer, "The German System of Corporate Governance – A Model Which Should Not Be Imitated", İçinde: **Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Model**, Eds: Black, S.W. and Moersch, M., North-Holland Press, 1998, New York, ss. 41-78.

büyüme ile olan ilişkisine vurgu yaptığı görülmektedir. Bu görüşe göre asıl önemli olan ekonominin sahip olduğu finansal sistemin kendisinden beklenen işlevlerini nedenli iyi yerine getirdiğidir. Çünkü finansal sistemin üstlendiği ve önceki bölümlerde ifade edilen bu işlevler ekonomik büyümeyi çeşitli kanallardan etkilemektedir. Bu görüşü Levine (2004) “Finansal İşlevler Görüşü” (*financial functions view*) olarak isimlendirmektedir.³⁶

Banka temelli ve piyasa temelli sistem tartışmalarına yönelik bir diğer önemli eleştiri ise piyasaların ve bankaların ikame edici finansal hizmetler sunmaktan ziyade tamamlayıcı finansal hizmetler sunarak ekonomik büyümeyi etkileyebileceği yönündeki görüştür. Örneğin Demirgüç-Kunt ve Maksimovic’in (1996) firma düzeyinde veri kullanarak ortaya koydukları çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasasındaki gelişmeler, firmaların bankalardan sağladıkları finansmanın boyutunda bir artışı ortaya çıkarmaktadır.³⁷ Bu durum finansal sistemde piyasa temelli yapıdaki gelişmenin banka temelli yapının da gelişimine katkıda bulunduğunu göstermektedir. Dolayısı ile farklı finansal yapılar arasında ikame özelliğinden ziyade tamamlayıcılık özelliği ortaya çıkmaktadır.

“Hukuk ve Finans” (*law and finance*) görüşü olarak bilinen görüşe göre, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenirken odaklanılması gereken nokta, sistemin banka temelli veya piyasa temelli oluşundan ziyade uluslararası yasal farklılıklardır. Bu görüş finansal sistemi bir sözleşmeler bütünü olarak ifade etmektedir. Söz konusu sözleşmelerin etkinliği ise yasalar ile belirlenen süreçte ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda iyi işleyen bir yasal sistem, piyasaların ve araçların işlevlerini düzgün bir biçimde ortaya koymalarını sağlamaktadır. Finansal işlevlerin düzey ve kalitesi bir bütün olarak kaynak dağılımını ve ekonomik büyümeyi etkilemektedir.³⁸ Ülkelerin finansal işlemleri desteklemede banka temelli ve piyasa temelli olarak ayırımı tabi tutulmasından ziyade; yasal sistemleri

³⁶ Ross Levine, “Finance and Growth...”, a.g.m., s.35.

³⁷ Aslı Demirgüç-Kunt ve Vojislav Maksimovic, “Stock Market Development and Firm Financing Choices”, **World Bank Economic Review**, Vol.10, Issue:2, 1996, ss. 341-369.

³⁸ Rafael La Porta ve diğerleri, “Law and Finance”, **Journal of Political Economy**, Vol.106, Issue:6, 1998, ss.1113-1155.

bakımından ayırma tabi tutulmasının daha yararlı olacağı görüşü bu bakış açısının önemli noktalarından biridir.

3. BÜYÜME TEORİLERİ AÇISINDAN FİNANSAL GELİŞME İLE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Finansal gelişmenin, ekonomik büyümeye ilişkin literatürde de yer aldığı görülmektedir. Çalışmamızın bu kısmında; neo-klasik büyüme modeli ve içsel büyüme modelinde finansal gelişmenin oynadığı rol kısaca özetlenmektedir.

3.1. Neo Klasik Büyüme Modelinde Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

Bilindiği üzere neo klasik büyüme modelinde toplam üretim sermaye, iş gücü ve teknolojik gelişmeye bağlıdır. İş gücünün sabit bir oranda büyüdüğü ve teknolojik gelişmenin olmadığı varsayımı altında kişi başına milli gelirdeki artış sermaye stokundaki artışa bağlıdır. Bu noktada değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin bulunmadığı belirtilmelidir; çünkü sermaye unsuru için azalan verimler yasası geçerlidir. Dolayısı ile tasarruf oranlarını yükseltmek yoluyla ve sermaye stokunu arttırarak ekonomik büyümede sağlanacak bir artış geçicidir.³⁹

Neo-klasik büyüme modelinde milli gelirdeki büyüme, uzun dönemde tasarruf oranlarından bağımsızdır. Yüksek tasarruf oranları ancak kısa dönemde ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Bu durumda finansal gelişme yüksek tasarruf oranları sağlayarak ekonomik büyüme üzerinde geçici pozitif etki yaratmaktadır.⁴⁰

Neo-klasik büyüme modelinde kişi başına milli gelir düzeyindeki büyüme oranı, teknolojik gelişim oranına eşittir. Burada teknolojik gelişme, arttırılan girdi

³⁹ Ralph De Haas, “Financial Development and Economic Growth in Transition Economies”, **Netherlands Central Bank, Directorate Supervision, Research Series Supervision (discontinued)**, January 2001, No:35, ss.16-17.

⁴⁰ Ralph De Haas, a.g.m., s.18.

başına çıktındaki artış miktarıdır. Bu bağlamda milli gelirdeki büyüme oranı iş gücü ve teknolojik gelişmedeki büyüme oranlarının toplamına eşittir. Neo-klasik büyüme modelinde, finansal gelişmenin ancak sürekli bir teknolojik (dışsal) gelişmeye neden olduğu bir durumda ekonomik büyüme artışından söz edilmektedir. Finansal piyasaların ve/veya finansal aracı kurumların, tasarruf oranını etkilemenin yanı sıra teknolojik gelişmeyi de arttırabileceği unutulmamalıdır. Önceki bölümlerde ifade edildiği üzere finansal sistem, yenilikçi ürünlerin/projelerin teşviki noktasında olumlu roller üstlenebilmektedir.⁴¹

Sonuç olarak neo-klasik büyüme modelinde finansal gelişmenin sağladığı sermayenin dağılımında etkinlik ve ortaya çıkan tasarruf ve yatırım artışları, ekonomik büyüme üzerinde geçici etkiler yaratmakta ve uzun dönem ekonomik büyüme artışı yalnızca teknolojik ilerlemenin sağlanması ile mümkün olmaktadır. Söz konusu modelde, finansal gelişme uzun dönem ekonomik büyümeyi ancak hızlı bir teknolojik değişime neden olursa etkileyebilmektedir.

3.2. İçsel Büyüme Modeli'nde Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

Neo-klasik büyüme modeline tepki olarak ortaya atılan içsel büyüme modelinde uzun dönem ekonomik büyüme, içsel bir değişkendir. İçsel büyüme modellerinde ekonomik büyüme, teknolojik gelişme gibi tamamen dışsal değişkenlere bağlı olmayıp kurumsal düzenlemelere bağlıdır. Bir içsel büyüme modelinde finansal gelişme yalnızca milli gelir düzeyi üzerinde kısa dönemli etkiler yaratmaz; aynı zamanda uzun dönem ekonomik büyümenin kendisini de etkiler.

Finansal araçların ekonomik büyümeyi ne şekilde etkilediğini ortaya koymak için Pagano basit içsel büyüme modelinden yola çıkmaktadır.⁴²

⁴¹ Suat H. Şentürk, "Ekonomik Büyümenin Sağlanmasında Finansal Sistemin Rolü", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, No: 237, Aralık 2005, ss. 112-127.

⁴² Marco Pagano, "Financial Markets and Growth: An Overview", **European Economic Review**, Vol.37, Issue:2-3, 1993, ss. 613-622.

Söz konusu model, aşağıda denklemler ve grafik yardımıyla ortaya konulmaktadır: Denklemlerde yer alan değişkenler sırasıyla:

Y : Milli Gelir, K : Sermaye Stoku,
 I : Toplam Yatırım, S : Toplam Tasarruf,
 g : Ekonomik Büyüme Oranı, A : Sermayenin Marjinal Verimliliği,
 t : Zaman olarak ifade edilmektedir.

$$Y_t = AK_t \quad (1)$$

$$\Delta K_t = K_{t+1} - K_t = I_t - \delta K_t \quad (2)$$

(1) ve (2) nolu denklemlerden hareketle;

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta) K_t \quad (3)$$

$$\Phi S_t = I_t \quad (S = sY_t) \quad (4)$$

$$\Delta K_t = \Phi s (AK_t) - \delta K_t \quad (5)$$

$$g = (K_{t+1} / K_t) - 1 \quad \text{ve} \quad I_t = K_{t+1} - (1 - \delta) K_t$$

$$g = (I_t / K_t) - \delta \rightarrow g = (\Phi s Y_t / K_t) - \delta \quad (6)$$

Sonuç olarak,

$$g = A\phi s - \delta \quad (7)$$

Denklem (1), azalan verimler yerine ölçeğe göre sabit getirinin olduğu bir makro ekonomik üretim fonksiyonudur. Bu model sermaye stokundaki bir artışın (K) milli gelir düzeyini A oranında (sermayenin marjinal verimliliği) oranında arttırdığını

varsaymaktadır. Ölçeğe göre sabit getiri varsayımına içsel büyüme modellerinde oldukça sık rastlamak mümkündür. Çünkü bu modellerde sermaye kavramı, ölçeğe göre azalan getirilerin daha düşük olasılıkla görülebileceği insan sermayesi (beşeri sermaye) olarak ifade edilmektedir.

Denklem (2) ve denklem (3), sermaye stokundaki değişimi formüle ederken; net yatırımlar, toplam yatırımlardan (I) sermaye stokundaki değer kaybının (aşınmanın) çıkarılması ile elde edilmektedir. Pagano, finansal aracılığın işleyişi sırasında $(1 - \Phi)$ oranında tasarrufun “kayıp” hale geldiğini belirtmekte ve bunu “tasarruf sızıntısı” olarak adlandırmaktadır. Uygulamada sözü edilen kayıp ya da sızıntının, aracı kurumların uyguladığı faiz farkı (*spread*) ile komisyonlardan meydana geldiği söylenebilir. Finansal piyasaların sahip olduğu aracılık sistemi ve söz konusu sistemin içinde bulunduğu rekabet ve gelişmişlik düzeyi ise söz konusu sızıntının boyutunu önemli ölçüde etkileyebilmektedir.

Denklem (4), toplam tasarrufların Φ oranında toplam yatırım harcamalarının konusu olabileceğini göstermektedir.

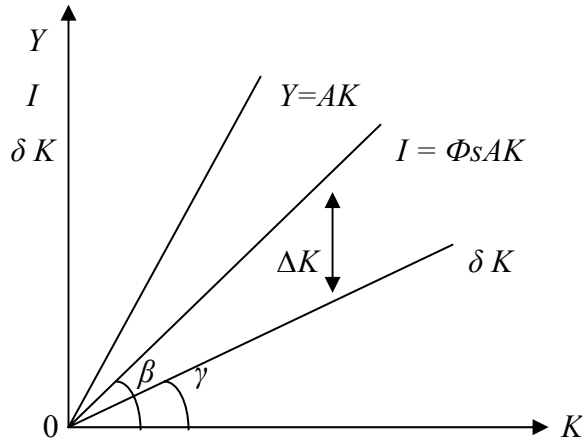
Diğer denklemlerden yola çıkarak elde edilen denklem (5)’e göre, ölçeğe göre azalan getiri söz konusu olmadığı için ekonomik büyüme, net yatırımlar pozitif olduğu sürece olasıdır.

Son olarak denklem (6)’da ekonomik büyüme oranı (g) formüle edilmektedir.

Aşağıdaki şekil, içsel büyüme modelinde finansal gelişmenin rolünü göstermektedir. Şekilde, sermaye stokunda meydana gelen bir artış (ΔK), milli gelirde yatırımlar aracılığıyla, sermayenin marjinal verimliliği (A) oranında bir artışa neden olmaktadır. Denklem (6)’da (g) ile gösterilen ekonomik büyüme oranı ise β ile γ açıları arasındaki fark şeklinde ifade edilmektedir.⁴³

⁴³ Ralph De Haas, a.g.m., s. 16.

Şekil 3: İçsel Büyüme Modelinde Finansal Gelişme



Kaynak: Ralph De Haas, a.g.e., s. 16.

Söz konusu içsel büyüme modeli çerçevesinde finansal gelişme ekonomik büyümeyi üç ayrı yoldan etkileyebilir: Birinci olarak, finansal piyasa ve araçların gelişmişlik düzeyi yatırımlara aktarılabilecek olan tasarruf oranını (Φ) etkileyebilir. İkinci olarak, finansal araçlar yatırımlar ve girişimciler hakkında topladıkları bilgi sayesinde çoğunlukla, verimli ve verimsiz yatırımları ayırt etme öngörüsüne sahip olup; görece olarak yüksek verimliliğe sahip projeleri finanse ederek ekonomik etkinliği ve sermayenin marjinal verimliliğini (A) arttırabilir. Son olarak finansal piyasalar ve araçlar, tasarruf sahiplerine sağladıkları güven ile tasarruf eğilimini (s) güçlendirebilir, böylelikle sermaye birikimi ve ekonomik büyümeyi etkileyebilir.

4. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN YÖNÜ ÜZERİNE GÖRÜŞLER

Bir ülkedeki finansal gelişme mi ekonomik büyümeye yol açmaktadır, yoksa ekonomik gelişmenin sonucunda mı finansal gelişme sağlanmaktadır? İlgili literatür incelendiğinde, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin yönü üzerine kesin ve tek bir cevabın bulunmadığı, çok çeşitli görüşlerin öne sürüldüğü görülmektedir. Bu görüşler birbirinin tersi şeklinde olabildiği gibi (arz öncüllü hipotez – talep takipli

hipotez), söz konusu değişkenler arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin bulunmadığı yönünde görüşlere de rastlanılmaktadır.

4.1. Arz Öncüllü Hipotez

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinde nedenselliğin olası yönleri, temel olarak “arz öncüllü” (*the supply-leading hypothesis*) ve “talep takipli” (*the demand-following hypothesis*) hipotezler şeklinde ikiye ayrılmıştır.⁴⁴ Arz öncüllü hipotezin en temel görüşü, finansal kurumların ve piyasaların ortaya koydukları işlevler ve sundukları hizmetlerle ekonomik büyümeye neden oldukları yönündedir.

Bu görüşün savunucuları arasında yer alan Schumpeter’e göre (1934) finansal gelişme ile birlikte hızlanan tasarruf birikimi ve toplanan fonların verimli yatırım projelerine tahsisi ile ekonomik büyüme hızlanabilmektedir.⁴⁵ Gelişmiş bir bankacılık sistemi, kaynakları etkin bir biçimde yöneterek ve denetleyerek firmaların piyasadaki rekabet güçlerini arttırmak ve üstünlük sağlamak için giriştikleri yenilikçi ürün ve yatırım kararlarını desteklemektedir. Söz konusu bankacılık sistemi teknolojik yenilikler ile ekonomik büyümeyi etkileyebileceği gibi, aynı zamanda tasarrufların toplanması ve tasarruf oranlarına etkide bulunarak da ekonomik büyümenin yönünü belirleyebilmektedir.⁴⁶

Arz öncüllü hipotez, neo klasik ekonomi ekolüne uygun olarak, serbestleştirilmiş finansal piyasaların tasarrufları teşvik ederek, tasarrufların etkin kaynak dağılımı ile verimli kullanım alanlarına yönlendirerek, ekonomik büyümeyi hızlandırdığı görüşüne dayanmaktadır.⁴⁷ Ayrıca, yurt içi piyasalara yabancı kurumların girişiyle ortaya çıkan rekabet, yurt içi firmaların sermaye maliyetlerini azaltmakta, daha yüksek yatırım ile büyümeyi sağlamakta ve yurt içi finansal

⁴⁴ Hugh T. Patrick, “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, **Economic Development Cultural Change**, Vol.14, Issue: 2, 1966, ss. 174-189.

⁴⁵ Joseph, Schumpeter, a.g.e., ss.72-76.

⁴⁶ Raghuram G. Rajan ve Zingales Luigi, “Financial Dependence and Growth”, **American Economic Review**, Vol.88, Issue:3, June 1998, ss.559-586.

⁴⁷ Emre Alper ve Ziya Öniş, “Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi”, **Doğu Batı Dergisi**, Cilt:4, Sayı:17, 2001, ss.203-225.

sektörün kalkınmasını geliştirmektedir. Rekabet yurt içi bankacılık sektöründe etkinliği arttırmaktadır ve ülkelerin öncü finansal teknolojilerden faydalanmasını sağlayarak ve ekonomik büyümede artışa neden olmaktadır.

Arz öncüllü hipoteze göre finansal gelişme ekonomik büyümeyi, yurt içi finansal sistemin boyutlarına/etkinliğine göre, yurt içi firmaların yabancı fonlara geçişine göre ve gelişen ortak yönetimle beraber faaliyet gösteren birimlerin sorunlarını azaltmasına göre üç mekanizma ile etkilemektedir. Sürecin işleminde, reel veya nominal bir şokla ortaya çıkan konjonktürel dalgalanmalar, firmaların ve finansal kurumların riske karşı gösterdikleri farklı davranışları üzerine kurulmaktadır. Konjonktürün alçalma dönemlerinde kredi verenler fazla dikkatli davranarak, riskli projelere ve dış kaynakla finanse edilen zayıf firmalara verdikleri kredileri azaltmaktadır. Bu durumda, finansal yapıları sağlam olmayan, iç ve dış finansman olanakları kısıtlı olan zayıf firmalar iflas etmektedir. Konjonktürün yükselme dönemlerinde, krizden ve iflastan kurtulan diğer firmalar beklentilerini yeniden gözden geçirerek, daha az riskli davranışı seçmektedir. Böylece reel veya nominal bir şokla ortaya çıkan finansal krizler sonucunda, daha güçlü firmalar ve finansal kurumlar ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, ekonomide tasarrufların ve kaynakların dağılımı etkin ve verimli piyasalarda gerçekleşmektedir.⁴⁸

4.2. Talep Takipli Hipotez

Arz öncüllü hipotezin bir bakıma tersi olarak ifade edilebilecek olan talep takipli hipotez, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisi bulunduğunu kabul etmektedir.

Bu hipoteze göre finansal gelişme, finansal hizmetlere olan talep artışı ile ortaya çıkmaktadır. Reel ekonomi, teknolojik gelişme ve işgücü verimliliğindeki gelişmeler ile büyüyecektir. Reel ekonominin büyümesi sonucunda finansal araçlara ve sundukları hizmetlere olan talep artacaktır. Söz konusu talep artışı finansal

⁴⁸ Onur Sara, “Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2005, ss.127-152.

kurumlara bu talebe cevap verebilecek şekilde genişleme yönünde bir baskı yapacaktır. Bu baskının sonunda ise finansal gelişme sağlanacaktır.⁴⁹

Talep takipli hipoteze göre finansal gelişme ekonomik büyümeyi izlemektedir. Yani finansal gelişme ekonomik büyümenin değil, tersine ekonomik büyüme finansal gelişmenin belirleyicisi durumundadır. Joan Robinson (1952) bu konudaki görüşünü “*Girişim yol gösterir; bunu finansal gelişme takip eder*” şeklinde ifade etmektedir.⁵⁰

Arz öncüllü ve talep takipli hipotezlerin ekonomi politikaları bağlamında görüşleri ise kısaca şu şekilde ifade edilebilir: Talep takipli hipotezi savunanlara göre ekonomik büyümenin sağlanmasında izlenecek olan politikalarda, teknolojik gelişmeyi ve işgücü verimliliğinin teşvik eden uygulamalara ağırlık verilmesi gerekmektedir. Arz öncüllü hipotez yanlılarına göre ise, finansal sektördeki aracılık maliyetlerinin azaltılması, sektördeki rekabetin ve serbestleşmenin artırılması gibi finansal derinleşmeyi sağlayacak ekonomi politikalarının uygulamasına ağırlık verilmelidir.

4.3. Arz Öncüllü ve Talep Takipli Hipotezlerin Dışındaki Görüşler

Patrick’in (1966) arz öncüllü ve talep takipli hipotezler dışında “gelişme safhası hipotezi” (*the stage of development hypothesis*) olarak adlandırdığı ve sözü edilen hipotezlerin birbirini takip etmesi sonucu oluşan finansal gelişme ve ekonomik büyüme durumunu ortaya koyan bir görüşü bulunmaktadır.⁵¹ Bu görüşe göre, ekonomik büyümenin erken safhalarında, finansal gelişme reel sermaye birikimine yol açmaktadır. Yenilikler ve yeni finansal hizmetlerin gelişmesi, yatırımcılara ve tasarruf sahibi olan birimlere yeni olanaklar sağlamakta ve kendi kendini besleyen büyümeye yol açmaktadır. Finansal ve ekonomik gelişme

⁴⁹ Cesar A. Calderon ve Lin Liu, “The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth” **Journal of Development Economics**, Vol.72, Issue:1, 2003, ss. 321-334.

⁵⁰ Joan Robinson, “The Generalization of the General Theory”, İçinde: **The Rate of Interest and Other Essays**, Macmillan, London, 1952, ss. 69-142.

⁵¹ Hugh T. Patrick, a.g.m., ss. 174-189.

ilerledikçe, finansal gelişmenin arz öncüllüğündeki özelliği azalmakta ve sonunda talep takipli durum baskın hale gelmektedir.⁵²

Literatürde finansal gelişmenin ekonomik büyüme açısından önemsiz olduğunu savunan iktisatçılar da vardır. Nobel ekonomi ödülü sahibi Robert Lucas (1988), “*Ekonomik Gelişmenin Mekanikleri Üzerine*” isimli makalesinde bazı iktisatçıların finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerindeki rolünü genellikle abarttıklarını belirtmektedir. Lucas’a göre bu unsur ekonomik büyüme üzerinde en iyi ihtimalle çok küçük bir rol oynayabilir.⁵³ Bu görüşü savunan Stern’e (1989) göre, finansal gelişme ekonomik büyümenin öncülleri arasında düşünülemez.⁵⁴ Stern, gelişmiş ülkelere ilişkin yapmış olduğu çalışmada finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki rolünü tamamen göz ardı etmiştir. Çalışmanın sonucunda çalışmada kullanılmayan ancak gelecekteki çalışmalarda kullanılabilecek birçok konuyu sıralamış ancak bunlar arasında finansal gelişmeye yer vermemiştir.⁵⁵

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisinin temelinde yer alan bir başka unsur, finansal gelişme ile gelir dağılımı ve yoksulluk arasında ne tür bir etkileşimin bulunduğu konusudur. Bu alanda farklı görüşler ortaya atılmakla beraber, finansal serbestleştirme⁵⁶ olgusunun tartışmalarda dikkat çeken bir nokta oluşturduğu görülmektedir.

Finansal serbestleştirme olgusunun temel özellikleri şöyle sıralanabilir.⁵⁷

⁵² Cesar A. Calderon ve Lin Liu, a.g.m., s.324.

⁵³ Robert E. Lucas, “On the Mechanics of Economic Growth”, **Journal of Monetary Economics**, Vol:22, Issue:1, 1988, ss. 3-42.

⁵⁴ Nicholas Stern, “The Economics of Development: A Survey”, **Economic Journal**, Vol.99, Issue:397, September 1989, ss. 597-685.

⁵⁵ Ross Levine, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, **Journal of Economic Literature**, Vol.35, Issue:2, June 1997, ss. 688-726.

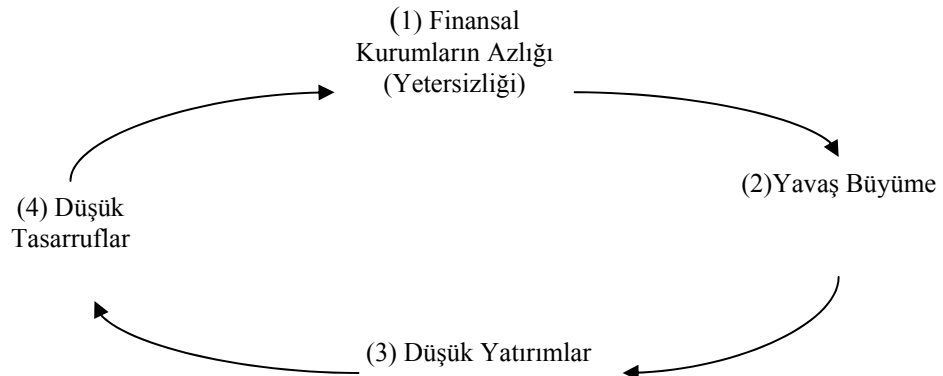
⁵⁶ Finansal serbestleştirme olgusu genel olarak, hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.

⁵⁷ Nagehan Keskin ve Başak Karşıyakalı, “Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Koentegrasyon ve Nedensellik Analizi Bağlamında Türkiye Örneği”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Konferansı**, Tebliğ Notları, Ankara, 11-13 Eylül 2006, s.1.

- Mevduat faiz ve kredi tavanları ile öncelikli sektörlere kredi verilmesi uygulamasının yürürlükten kaldırılması,
- Yeni kurumların finansal sisteme girişini engelleyen uygulamaların kaldırılması,
- Dövizle ödemelerin yapılmasını kısıtlayan uygulamalara son verilmesi,
- Yurt içi finansal piyasaların rekabete açık hale getirilmesi.

Yukarıda sıralanan özelliklerden yeni kurumların finansal sisteme girişini engelleyen uygulamaların kaldırılması ile birlikte, finansal sistemi gelişmemiş, dolayısıyla finansal kurumları yetersiz kalmış gelişmekte olan ülkelerin içinde bulunduğu kısır döngün kırılması sağlanabilir. Aşağıdaki şekil söz konusu kısır döngüyü ele almaktadır.

Şekil 4: Finansal Kurumları Yetersiz Ülkelerin İçinde Bulunduğu Kısır Döngü



Kaynak: Nagehan Keskin ve Başak Karşıyakalı, a.g.e., s. 1.

Şekilde görüldüğü üzere, finansal sistemin gelişmemiş, dolayısıyla finansal kurumların yetersiz olması sonucunda tasarruf oranları düşük düzeylerde gerçekleşmektedir. Düşük tasarruf oranları sonucunda düşük yatırım oranları oluşmaktadır. Yatırım seviyesinin düşük olmasıyla ekonomik büyüme yavaş

gerçekleşmekte ve bu durum finansal kurumların gelişimini geciktirmektedir. Finansal serbestleştirme taraftarlarının en önemli görüşlerinden birisi gelişmekte olan ülkelerin temel sorununun yatırımların azlığı değil, bu yatırımları gerçekleştirmek için gerekli olan tasarrufların yetersiz oluşudur. Bu bağlamda, ekonomi politikaları tasarrufları artırmaya yönelik olarak oluşturulmalıdır.

Üzerinde yapılan tartışmaların hala devam ettiği finansal serbestleştirme olgusunun teorik temeli Stanford Okulunun tanınmış iktisatçılarından McKinnon ve Shaw'ın çalışmaları⁵⁸ ile meydana getirilmiştir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) ikilisi, birbirlerinden bağımsız yayınladıkları kitaplarda finansal serbestleştirme teorisinin finansal baskı ve finansal derinlik kavramı üzerine oturduğunu belirtmişlerdir. Finansal serbestleştirme sürecinde, finansal baskının⁵⁹ kalkmasının ve finansal derinleşmenin sağlanmasının etkin kaynak dağılımını sağlayacağını ve ekonomik gelişmeyi hızlandıracağını iddia etmektedirler. Finansal baskı (*financial repression*) uygulanan gelişmekte olan ülkelerde devlet finansal piyasalara müdahale ederek bu piyasaları baskı altında tutmakta; faizlerin suni olarak düşük seviyelerde gerçekleşmesini sağlamakta yani negatif reel faiz uygulaması ile kredi oluşumuna doğrudan müdahale etmektedir. Bu sürecin bir sonucu olarak, toplam tasarruf hacmi olması gerekenden daha az oluşmakta; tasarruf yetersizliği nedeniyle oluşan kredi talebi fazlalığı rant arayışını güçlendirmekte; bu da kredi tahsisatında yolsuzluğa ve verimsiz kullanıma neden olmaktadır. Böylece krediler etkin olmayan bir tarzda tahsis edilmektedir. Reel ekonominin hızlı ve verimli yatırım fırsatları yaratması

⁵⁸ Ronald McKinnon ve Edward Shaw'ın görüşlerine ilişkin temel eserleri için bakınız:

- Ronald I. McKinnon, **Money and Capital in Economic Development**, Washington D.C., The Brookings Institution, 1973.
- Edward Shaw, **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University Press, London, 1973.

⁵⁹ Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmında, hükümetler finansal sektör üzerinde doğrudan kontrole sahip olduklarından bir çok kısıtlama mekanizmaları geliştirebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan ekonomi politikalarının ortak yönlerinden birisini finansal piyasalara müdahaleler oluşturmaktadır. Bu politikaların uygulanmasının hem politik hem de ekonomik nedenleri bulunmaktadır. Birçok gelişmekte olan ülke, sermaye birikimini uyarmak için düşük ve sonuçta reel olarak negatif faiz politikaları sürdürebilmektedir. Yine aynı şekilde seçici kredi politikaları ve sübvansiyonlar diğer bazı kısıtlayıcı politikaları oluşturmaktadır. Bu bağlamda, genelde finansal sektördeki her türlü kısıtlamayı ve müdahaleyi kapsayacak şekilde kullanılan, özelde ise negatif reel faiz politikaları şeklinde ortaya çıkan iktisat politikalarının yarattığı durum finansal baskı (*financial pressure/repression*) olarak ifade edilebilir. Finansal baskı ve etkilerine ilişkin daha ayrıntılı bilgi için bakınız:

Stephen J. Nickell ve Daphne Nicolitsas, "How Does Financial Pressure Affect Firms?", **CEP Discussion Papers**, Centre for Economic Performance, LSE, No:0266, October 1995, ss. 7-11.

karşısında; finansal sistemin bu yatırımlara yeterince fon sağlayamaması durumunda, finansal baskı politikalarının ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisi de daha da sert olacaktır.⁶⁰

McKinnon (1973) ve Shaw (1973) sadece finansal sektör üzerindeki baskının değil aynı zamanda finansal sektörün dünya ile bütünleşmesini sağlayacak dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki baskıların da kaldırılması gerektiğini vurgulamaktadırlar. Böylece ekonominin etkin işleyebilmesi için devlet finansal piyasalara müdahale etmemeli; mevduat ve kredi faizleri piyasa koşullarında oluşmalı; diğer bir deyişle faiz hadleri mevduat ve kredi pazarlarındaki arz ve talebi dengeleyen rekabetçi bir fiyat şeklinde oluşmalıdır. Bu yolla baskı altında düşük tutulan faizler nedeniyle, önceden verimli olmayan yatırımlara (altın ve gayrimenkul gibi) giden tasarrufların finansal sisteme girmesi sağlanacak, yani finansal derinleşme sağlanarak toplam yurt içi tasarruflar yani yatırım hacmi artacaktır. Ayrıca, kredi oluşumu da devlet müdahalesi yerine rekabetçi piyasa fiyatlandırmasıyla (yüksek kredi faizleriyle) yapılacağı için yatırımların iç karlılık oranı, dolayısıyla verimliliği artacak ve bu iki etki ekonominin büyüme hızını artıracaktır.⁶¹

Bu alanda yapılmış önemli çalışmalardan biri de Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine'e (2004) aittir.⁶² Söz konusu çalışmada finansal aracılık sektöründeki gelişmenin Gini katsayısının büyüme oranını etkileyip etkilemediği, nüfusun en yoksul bölümüne ait gelirin büyüme oranını etkileyip etkilemediği ve yoksulluk sınırında yaşayan nüfusun oranını etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Çalışma sonuçlarına göre finansal gelişmenin yoksullar üzerindeki etkisi olumlu yönde olmakta ve gelir dağılımı adaletsizliği azalmaktadır. Kişi başına reel milli gelirin kullanıldığı durumda yüksek finansal aracılık gelişme düzeyine sahip ülkelerde Gini katsayısının daha hızlı azaldığı, en yoksul olanların gelirindeki büyüme hızının ulusal ortalamadan yüksek olduğu ve günlük 1 veya 2 ABD dolarının altında gelirle yaşayanların nüfustaki yüzdesinin daha hızlı bir biçimde düştüğü ortaya

⁶⁰ Nagehan Keskin ve Başak Karşıyakalı, a.g.e., s. 2.

⁶¹ Nagehan Keskin ve Başak Karşıyakalı, a.g.e., s. 2.

⁶² Thorsten Beck, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine, "Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence", **NBER Working Paper Series**, Working Paper No:10979, December 2004, ss. 1-47.

konulmaktadır. Bu finansal gelişmenin yoksulların gelirinde bir iyileşme ve gelir eşitsizliğinde bir azalma sağladığı yönündeki görüşleri destekler niteliktedir.

Bununla birlikte Chandrasekhar'a (2005) göre genellikle finansal gelişmeyi olumlu yönde etkilediği düşünülen finansal serbestleştirme sürecinin gerçekte üç genel etkisi vardır:⁶³

- Sermaye akımının bir kısmını çekebilmek için ülkeyi uluslararası finansal akımların daha geniş hacimlerine açmaktadır.
- Söz konu sermaye girişlerinin kolaylaştırabilmek için döviz çıkışlarını düzenleyen koşulları serbestleştirir.
- Finansal sistemin yapısını ABD ve İngiltere gibi ülkelerdeki sistemlere benzeyecek biçimde dönüşüme uğratır.

Bu etkilerden sırasıyla sermayenin giriş ve çıkışları üzerindeki kontrollerinin serbestleştirilmesiyle ilgili ilk ikisi, gelişmekte olan ülkelerde finansal kırılganlık atışını beraberinde getirmekte, mali ve dış ödemeler krizlerine neden olmaktadır. Krizlerin ayrı ayrı analizleri sonucunda, bu krizlerin doğasının ve zamanlamasının daha serbest ve açık finansal düzene geçilmesi ile büyük ölçüde ilintili olduğu sonucuna varılmıştır.⁶⁴ Bu bağlamda, finansal serbestleştirme beraberinde finansal başarısızlıklar sürecini getirmiş ve ekonomik darboğazlara neden olmuştur.

Literatürde finansal serbestleşmeye bağlı gerçekleşen kısa vadeli sermaye hareketleri (portföy yatırımları, tahvilleri, mevduat sertifikası, ticari kağıt ve hisse senedi) ve söz konusu sermaye hareketlerinin özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerine olan etkileri de oldukça tartışılan bir olgudur. Portföy akımlarının çoğunun 1980'li yılların borç krizinden itibaren sürekli gelişmekte olan ülkelere yönelmesi gelişmekte olan ülkeler açısından yatırımcıların bu ülkelere duyduğu güven olarak değerlendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) yönelik portföy yatırımlarının bu hızlı artışının nedenleri arasında bir yandan OECD ülkelerinde

⁶³ C.P. Chandrasekhar, "Mali Serbestleştirme, Kırılganlık ve Riskin Sosyalizasyonu: Sermaye Kontrolleri İşe Yarayabilir Mi?", İçinde: **Yeni Emperyalizmin Ekonomisi**, Yeni Hayat Kütüphanesi, Çeviren: Erdal Yüzak, İstanbul 2005, s.282.

⁶⁴ C.P. Chandrasekhar, a.g.e., s. 283.

devresel olarak gevşek bir para politikasının izlenmesi uluslararası faiz oranlarındaki düşme ve buna bağlı olarak büyüme hızındaki azalma (itiş etkisi), bir yandan da yeni gelen yatırım fırsatlarının (çekme etkisi) etken olduğu gösterilmektedir. Bununla birlikte, portföy yatırımlarındaki artışta GOÜ'lerdeki özelleştirme programları (Arjantin'de olduğu gibi) ev sahibi ülkenin kredi değerliliği ve gerçekleştirilen kurumsal reformlarında (Meksika'da olduğu gibi) yüksek kazanç beklentilerini artırarak bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının gelişiminde etken olmuştur.⁶⁵

Ancak, uluslararası sermaye piyasalarındaki bu eğilim aynı zamanda GOÜ'lerin ekonomilerinde bazı sorunların doğmasına neden olmaktadır.⁶⁶ Bunlardan ilki, artan kısa vadeli sermaye akımlarının istikrarlı olup olmaması ve kısa bir süre içinde tersi yöne dönüp dönmeyeceğine ilişkindir. Çünkü kısa vadeli sermaye akımları faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj özelliğine dayanan istikrarsız sıcak para hareketi niteliği taşımaktadır. Bu yüksek likidite nedeniyle portföy yatırımları kısa vadeli banka kredileri ile birlikte riskli bir sermaye akımı olarak görülmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri makro ekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı aşırı duyarlıdır. Aşırı sermaye girişi karşısında değer kazanmış yerli para uluslararası sermayenin bu duyarlılığına bağlı olarak kaçması sonucunda değer kaybına uğramakta ve finansal krizler yaşanmaktadır. Bir diğer ifadeyle; portföy yatırımları ile döviz kurları ve menkul kıymet fiyatları arasında yakın bir ilişki vardır. Nitekim, istikrarsız bu iki piyasa portföy yatırımları ile birbirine bağlanmakta ve karşılıklı etkileşim sonucunda finansal krizler doğurduğu gibi, aşırı dalgalanmalar döviz rezervlerine bağlı olarak da ödemeler dengesi krizlerine yol açmaktadır .

Öte yandan, aşırı sermaye girişine bağlı olarak yerli paranın değer kazanması ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı hale getirmekte, bunun sonucunda özellikle dışa açık bir sektör olan imalat sanayi olumsuz etkilenecek uluslararası rekabet gücü

⁶⁵ Serap Durusoy, "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri", **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:18, Temmuz 2000, s.15.

⁶⁶ Serap Durusoy, a.g.m., ss.15-18.

azalmaktadır. Ayrıca, aşırı sermaye girişi ile bir süre sonra artan kamu açığı ve cari açık nedeniyle devalüasyon beklentisi içine girilmesi sermaye kaçışına neden olduğu gibi, doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişinin de olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır.

Bütün bunların dışında finansal serbestleşmeye bağlı olarak artan kısa vadeli sermaye akımlarının önemli bir diğer etkisi de reel getirilerin önemini yitirerek spekülatif güdülerin üretken yatırımlara baskın çıkması ve sermaye denetimini engellemesi ile birlikte sermaye piyasalarında krizler doğurmasıdır. Bu krizler ise kısa bir süre sonra uluslararası nitelik kazanarak ulusal makro ekonomik politikalarındaki denetimi de güçleştirmektedir. Nitekim, 1997 Temmuz'unda Tayvan'da başlayan daha sonra pek çok Asya ekonomisini etkisi altına alan kriz buna örnek olarak gösterilebilir.

5. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE MİKRO EKONOMİK BAKIŞ

Çalışmamızın önceki kısımlarında finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisine yönelik literatürde makro ekonomik bakış açısına dayalı olarak gelişen görüşlerin bir kısmı ifade edilmiştir. Bu bölümde ise ilgili literatürde firma ve endüstri düzeyinde gelişen görüşlere çok kısa olarak değinilmektedir.

5.1. İşletme Finansmanı Türleri ve Yatırım

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisinde, endüstri ve firma düzeyindeki analizler de önem taşımaktadır. Çünkü aksak rekabet ortamında başta yeni teknoloji alanında üretim yapan genç firmalar olmak üzere firmaların dış finansmana ulaşabilirliği ve söz konusu finansmanın nereden ve ne şekilde elde edilebileceği konusu potansiyel olarak büyümenin dinamiklerini mikro düzeyde etkileyebilecek niteliktedir.

Modigliani-Miller teoreminin⁶⁷ geçerli olduğu bütünleşik bir dünyada finansman olgusu firma değeri ya da yatırım kararlarının verilmesinde önemsiz olabilir. Sermaye piyasası aksaklıklarının varlığında asimetrik bilgi ve aracılık maliyetleri ortaya çıkar ki bu durumda iç finansman dış finansmana oranla daha az maliyetleridir.

Firma yöneticilerinin hisselerin aşırı değerli olduğu bir durumda, yeni hisseleri çıkarmakta istekli oluşu eksik bilgiye sahip piyasa katılımcılarının bunu onaylaması durumunda tahvil ihracını yüksek maliyetli bir duruma getirebilir.⁶⁸ Benzer bir durum borç finansmanında da ortaya çıkabilir. Örneğin hissedarların refahını en çoklaştıran yöneticiler, kreditorlerin bakış açısına göre oldukça riskli görünen projelere yatırım yapma konusunda istekli olabilir ve bu durum borç finansmanını daha maliyetli hale getirebilir.⁶⁹

Farklı firma grupları arasında iç ve dış fonların sermaye yatırımının belirleyicisi olarak önemi, bu durumun sermaye piyasası aksaklıkları ile olan ilişkisi ve büyüme etkileri, finansal kısıtlar ve firma düzeyindeki yatırımların araştırılması konusunda literatürde bir kapı açmıştır.

5.2. Finansman Türlerinin Firma Üzerindeki Disiplin Sağlayıcı Rolü

Finansal açıdan belirleyici kısıtlara sahip bir firmada iç fonların yatırımları finanse etme ve firma performansını arttırma bakımından önemli olduğu düşünülmektedir. Bu durum finansal açıdan daha az kısıtlı olan firmalar için de geçerli midir? Bağımsız nakit çıkışı teorisi (*free cash flow theory*) aşırı iç fonların

⁶⁷ Modigliani-Miller teoremi kısaca hane halkının ve firmaların portföyler oluşturarak finansal aracı kurumların aldıkları pozisyonları alabileceğinden dolayı, finansal aracılığın değer yaratmadığını ifade etmektedir. Ayrıntılı bilgi için bakınız:

Eugene F. Fama, "Banking in the Theory of Finance", **Journal of Monetary Economics**, Vol.6, Issue:1, 1980, ss.39-57.

⁶⁸ Stewart C. Myers ve Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", **Journal of Financial Economics**, Vol.13, Issue:2, 1984, ss.187-221.

⁶⁹ Micheal C. Jensen ve William H. Meckling, a.g.m., ss.305-360.

etkin olmayan yatırımları arttırma eğiliminde olduğunu belirtmektedir.⁷⁰ Bu durumum iç fonları bir bakıma iki yanı keskin bir bıçak haline getirmektedir. Çünkü iç fonların nispeten maliyeti daha düşük ve ucuz iken; aynı zamanda etkin olmayan yatırımlara kaynak da oluşturabilmektedir.

Firmaların yatırımın pozitif net bugünkü değerinden daha fazla iç fon kullanıldığı bir durumda söz konusu fonlar negatif net bugünkü değere sahip projelere aktarılabilir. Bu açıdan bakıldığında borç finansmanı sonucunda ortaya çıkan finansal baskı organizasyonel etkinlik ve firma büyümesi bakımından önemli bir rol oynayabilir. Borç finansmanına bağlı yöneticiler iflasın sonuçlarından kaçınmak için yüksek etkinlik düzeyini koruma konusunda yüksek motivasyona sahiptir. Çünkü iflas, yöneticilerin yalnızca işlerini değil aynı zamanda prestijlerini de kaybetmelerine yol açan bir tehdit durumundadır.

Yatırım fırsatlarından daha fazla iç fona sahip firmalar için borçlanma ve nispeten yüksek faiz ödemeleri yöneticileri disipline edici bir rol oynayarak olumlu bir etki yaratabilir ve firma değerini yükseltebilir. Literatüre bakıldığında, firmaların kaynaklarını yönetim biçimlerinin ve finansman türlerinin firma büyümesindeki öneminin artan bir biçimde araştırmalara konu olduğu görülmektedir.

⁷⁰ Micheal C. Jensen, "The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", **American Economic Review**, Vol.76, No:2, 1986, ss. 323-329.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNE YAPILMIŞ AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine yönelik ampirik çalışmalar incelendiğinde; birçok araştırmacının literatürde ortaya konulan görüşleri sınamak ve doğru politika önerilerinde bulunmak amacıyla söz konusu ilişkiye ilgi gösterdiği ve geniş bir ampirik literatürün oluştuğu gözlenmektedir.

Bu bölümde öncelikle sözü edilen alanda ortaya konulan öncü çalışmalara ve ampirik literatürdeki aşamalara değinilmektedir. Daha sonra çeşitli teknikler yardımıyla (panel, zaman serileri gibi) ortaya koyulan çalışmalara ve mikro düzeyde elde edilen bulgulara yer verilmektedir. Son olarak ise finansal sistemin yapısına yönelik literatürde yer alan görüşlerin sınındığı ampirik çalışmalar özetlenmektedir.

1. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİ İRDELEYEN ÖNCÜ ÇALIŞMALAR

Literatürde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi üzerine yapılmış birçok ampirik çalışma bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalar çoğunlukla finansal sistemin işleyişi ve finansal sistemin bileşenlerinin (bankalar, hisse senedi piyasası vb.) ekonomik büyüme üzerinde oynadığı rolü incelemekte ve aralarındaki ilişkinin yönü üzerine odaklanmaktadır.

Goldsmith'in (1969) yaptığı çalışma bu alanda öncü araştırmalardan biridir. Söz konusu çalışmada Goldsmith, finansal aracılık sektörünün boyutu ile finansal sistemin sağladığı işlevlerin kalitesi ve finansal gelişme düzeyi arasında pozitif bir korelasyon bulunduğunu varsaymıştır. 35 ülkede 1860 ile 1963 yılları arasındaki dönemi kapsayan verilerin kullanıldığı çalışmasında, ülke ekonomileri geliştikçe finansal aracılığın boyutunun da arttığı göstererek finansal gelişme ile ekonomik aktivite arasında pozitif yönlü bir korelasyon olduğunu belirtmiş; grafiksel olarak

ortaya koyduğu bu ilişkinin yönü üzerine ise kesin bir yargı ortaya koymaktan kaçınmıştır.⁷¹

Goldsmith'in yaptığı bu çalışmanın eksik yönleri ise şu şekilde sıralanabilir.⁷²

- Çalışmanın örneklem sayısı 35 ülke ile sınırlıdır.
- Ekonomik büyümeyi etkileyen diğer etmenler sistematik bir biçimde kontrol edilmemiştir.
- Teorik literatürde vurgu yapılan finansal gelişme ile verimlik artışı ve sermaye dağılımında etkinlik ilişkisi araştırılmamıştır.
- Finansal gelişme göstergesi olarak ifade edilen finansal sektörün boyutu, finansal sistemin işleyişini “bire bir” ölçen bir gösterge değildir.
- Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bulunan yakın ilişkiden nedenselliğin yönü üzerine bir yargıya ulaşılamamıştır.

King ve Levine (1993), 77 ülkeyi içeren 1960-1989 dönemine ait uzun dönem ekonomik büyümeyi etkileyen diğer etmenleri sistematik bir biçimde kontrol ettikleri çalışmada, Goldsmith'in (1969) yaptığı çalışmayı önemli ölçüde geliştirmişlerdir.⁷³ Söz konusu çalışmada, finansal gelişmenin uzun dönem ekonomik büyümeyi, sermaye birikimini ve verimlilik artışını açıklayıp açıklayamayacağı araştırılmıştır.

Finansal gelişme düzeyine ilişkin ortaya koyulan ilk gösterge, banka ve banka dışı finansal aracı kurumların bilançolarında yer alan pasiflerin (kaynakların) gayri safi yurt içi hasılaya oranı olan *DEPHT* değişkenidir. Bir diğer finansal gelişme düzeyi göstergesi olan *BANK* değişkeni ise, banka kredilerinin merkez bankası iç varlıkları ile banka kredileri toplamına oranını ifade etmektedir. *BANK* değişkenini ortaya koymadaki gerekçe, bankaların finansal işlevleri yerine getirmede merkez bankalarına oranla daha etkin roller üstlendiği ve merkez bankalarının asli görevlerinin farklı olduğu yönündeki görüştür. Son olarak özel sektöre kullandırılan

⁷¹ Raymond W. Goldsmith, **Financial Structure and Development**, Yale University Press, New Haven, 1969, s.51

⁷² Ross Levine, “Finance and Growth...”, a.g.m., ss.39-41.

⁷³ Robert. G. King ve Ross Levine, a.g.m., ss.717-737.

kredilerin gayri safi yurt içi hasılaya oranı olan *PRIVY* değişkeni kullanılmıştır. Bu değişkeni kullanmanın ardında yatan gerekçe ise, yoğunlukla özel sektöre kredi kullandıran finansal aracılardan kamu iktisadî kuruluşlarına kredi kullandıran finansal araçlara göre firmaları araştırma, işletme yönetimlerini denetleme, risk yönetimi hizmeti, bilgi edinme ve işlem maliyetlerini aşağı çekme gibi hususlarda daha etkin ve olumlu roller üstlendiği şeklindeki görüştür.

King ve Levine (1993), daha sonra 1960-1989 dönemine ilişkin daha önce ortaya koydukları finansal gelişme göstergelerinin ortalaması ile üç büyüme göstergesinin ortalaması arasındaki ampirik ilişkinin sağlamlığını ölçmüşlerdir.⁷⁴ Sözü edilen büyüme göstergeleri ise ortalama kişi başına reel gayri safi yurt içi hasıladaki büyüme oranı, ortalama kişi başına sermaye stokundaki büyüme oranı ve son olarak da toplam verimlilik artışıdır.⁷⁵ *G*, 1960-1989 döneminde ortalaması alınmış büyüme göstergesi, *F*, 1960-1989 dönemi finansal gelişme göstergesi ve *X*, ekonomik büyüme ile ilgili diğer etmenlerin⁷⁶ matrisi iken aşağıdaki regresyonu 77 ülkede ölçmüşlerdir:

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon \quad (8)$$

Tablo 1, King ve Levine'den (1993) uyarlanmış olup her bir finansal gelişme göstergesi ile üç büyüme göstergesi arasında güçlü bir pozitif ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. Çalışmaya göre, ülkelerin banka ve banka dışı finansal aracı kurumların bilançolarında yer alan pasiflerin gayri safi yurt içi hasıla içindeki payını (*DEPHT*) büyüme hızı yüksek ülkelerin ortalaması kadar arttırmaları durumunda, büyüme hızlarında %1'lik bir artış görülmektedir. King ve Levine (1993), finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi takip edip etmediğini ölçmek için basit olarak 1960 yılındaki finansal derinlik değerinin gelecek 30 yılda ekonomik büyüme oranı, sermaye birikimi ve verimlilik büyümesine olan etkilerini de araştırmıştır. Tablo 2 ise, söz konusu analize ilişkin bulgularını özetlemektedir.

⁷⁴ Robert. G. King ve Ross Levine, a.g.m., ss.717-737.

⁷⁵ Kişi başına reel GSYİH $\times$ [(0.3) $\times$ (Kişi başına sermaye stoku büyüme oranı)]

⁷⁶ Kişi başına gelir, eğitim, politik istikrar, döviz kuru, para ve maliye politikası göstergeleri.

Tablo 1: Finansal Aracılığın Gelişimi ve Büyüme (Dönem: 1960-1989 Gözlem Sayısı: 77)

Bağımlı Değişken	DEPTH	BANK	PRIVY
Kişi başına reel milli gelir büyümesi	2.4 (0.007)	3.2 (0.005)	3.2 (0.002)
R ²	0.50	0.50	0.52
Kişi başına sermaye büyümesi	2.2 (0.006)	2.2 (0.008)	2.5 (0.007)
R ²	0.65	0.62	0.64
Verimlilik büyümesi	1.8 (0.026)	2.6 (0.010)	2.5 (0.006)
R ²	0.42	0.43	0.44

Kaynak: Robert G. King ve Ross Levine, a.g.m., s. 727.

Tablo 2: Finansal Derinliğin Başlangıç Değeri ve Büyüme (Dönem: 1960-1989 Gözlem Sayısı: 57)

Bağımlı Değişken	1960 Yılındaki Finansal Derinlik Değeri
Kişi Başına Reel Milli Gelir Büyümesi (1960-1989)	2.8 (0.001)
R ²	0.61
Kişi Başına Sermaye Stoku Büyümesi (1960-1989)	1.9 (0.001)
R ²	0.63
Verimlilik Artışı (1960-1989)	2.2 (0.001)
R ²	0.58

Kaynak: Robert G. King ve Ross Levine, a.g.m., s.731.

Bağımlı değişken 1960-1989 dönemi kişi başına reel GSYİH, kişi başına reel sermaye stoku büyümesi ve ortalama verimlilik büyümesidir. Regresyon sonuçları 1960 yılındaki finansal derinliğin büyümeyi etkilediğini göstermektedir. King ve Levine (1993) finansal gelişmenin başlangıç düzeyi ile büyüme arasındaki ilişkinin

iktisadî olarak yüksek olduğu sonucunu elde etmiştir. Bu bağlamda, finansal derinlikte meydana gelecek artışlar ekonomik büyümeye olumlu yönde yansıyacaktır.

Çalışmamızın bu bölümünü finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine sermaye piyasalarının ve araç değişkenlerin dahil edildiği ampirik çalışmalara özetlenmesi ile devam edilecektir.

2. SERMAYE PİYASALARININ FİNANSAL GELİŞME İLE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE DAHİL EDİLMESİ

Temelinde hisse senedi piyasasının yer aldığı sermaye piyasası ile uzun dönem ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin araştırılması için önemli nedenler bulunmaktadır: Birinci neden, önceden de belirtildiği üzere, yüksek hacme sahip ve daha likit bir hisse senedi piyasasının ekonomik büyüme üzerinde olumlu ya da olumsuz etkileri bulunduğu dair süren teorik tartışmaların varlığıdır. İkinci neden, bazı teorik tartışmaların bankalar ile hisse senedi piyasası arasındaki rekabetçi roller üzerine odaklanmasıdır. Bankalar ile hisse senedi piyasası arasındaki rekabetçi rollerin ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğu görüşlerine söz konusu piyasalar arasında tamamlayıcı roller bulunduğu ve bu yolla ekonomik büyümenin etkilendiği yönündeki görüşleri eklemek de mümkündür.

Bu alanda yapılmış önemli çalışmalardan biri Levine ve Zervos’a (1996) aittir.⁷⁷ Hisse senedi piyasasının gelişimi üzerine birçok ölçüm inşa ederek; hisse senedi piyasası ile ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve verimlilik artışı arasındaki ilişkinin ölçümü yoluna girmişlerdir. 42 ülkenin yer aldığı örneklemin gözlem aralığı ise 1976-1993 yılları arasındaki dönemdir. Atje ve Jovanovic’in (1993) çalışması üzerine kurulan bu çalışmada, bankacılık sektörü gelişiminin de yer aldığı ve büyümeyi etkileyen birçok kontrol değişkeni kullanılmıştır.⁷⁸

⁷⁷ Ross Levine ve Sara Zervos, “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No:1690, 1996, ss. 1-41.

⁷⁸ Raymond Atje ve Boyan Jovanovic, “Stock Markets and Development”, **European Economic Review**, Vol.37, Issue: 2-3, 1993, ss.632-640.

Çalışmada kullanılan ve likidite göstergesi olarak ifade edilen “devir hızı oranı” (*turnover ratio*) bir ülke borsasında alım-satıma konu olan hisse senetlerinin toplam değerinin hisse senedi piyasası kapitilizasyonuna oranıdır. Bu oran, menkul kıymetlerin öngörülen bir fiyattan satılması ya da alım-satım işlemlerinin maliyetinden çok, söz konusu işlemlerin piyasadaki hacmini ortaya koyan bir orandır.

Örnekleme yer alan ülkeler arasında devir hızı oranının çok farklı değerler aldığı da dikkat çeken bir diğer husustur. Örneğin aktif bir hisse senedi piyasasına sahip Amerika Birleşik Devletleri, Japonya gibi ülkelerde 1976-1993 döneminde bu oran 0.5 düzeyinde iken; Bangladeş, Mısır gibi ülkelerde 0.06 ya da daha düşük düzeylerde bulunmaktadır.⁷⁹

Çalışma sonuçlarına göre, başlangıç milli gelir düzeyi, okullaşma oranı, enflasyon, kamu harcamaları ve politik istikrar gibi değişkenler kontrol değişkenleri iken; hisse senedi piyasasının başlangıç düzeyi ve bankacılık sektörü gelişiminin (*Bank Credit*)⁸⁰ başlangıç düzeyi ile gelecek ekonomik büyüme oranı, sermaye birikimi ve verimlilik artışı arasında pozitif ve istatistikî bakımdan anlamlı bir korelasyon bulunmaktadır.

Bu sonuçlar hisse senedi piyasası likiditesinin⁸¹ canlı olmasının uzun dönem ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini öne süren araştırmacıların görüşleri ile uyumlu iken; söz konusu likiditenin olumsuz yönlerine vurgu yapan araştırmacıların görüşlerine ters düşmektedir. Bunun dışında, banka temelli ve piyasa temelli sistemlerin karşılaştırılması noktasında çalışma sonuçlarının herhangi bir tarafı desteklediğini söylemek güçtür.

⁷⁹ Ross Levine ve Sara Zervos, a.g.m., ss.1-41.

⁸⁰ Özel sektöre kullandırılan banka kredilerinin GSMH’ye oranı.

⁸¹ Hisse senedi piyasasının canlı olduğu, alım-satım işlemlerinin kolaylıkla, kısa sürede, ve az bir masrafla gerçekleştirildiği durumu ifade etmektedir.

Elde edilen katsayıların büyüklüğüne bakıldığında da iktisadî açıdan anlamlı bir ilişki görülmektedir.⁸² Ele alınan değişkenler birlikte düşünüldüğünde 18 yıllık gözlem aralığı sonunda hisse senedi piyasası likiditesi ve bankacılık sektörü gelişimindeki bir birimlik artış kişi başına milli geliri yaklaşık %30 oranında; verimliliği ise %25 oranında arttırabilmektedir.⁸³ Bu bağlamda, hisse senedi piyasasına katılım ve işlem hacmindeki yükselmeler, bankacılık sektörünün finansal yapısında meydana gelen gelişmeler ve finansal derinlikteki artış ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyebilecektir.

Levine ve Zervos'un (1996) yaptığı bu önemli çalışmaya yönelik eleştirileri şu şekilde sıralamak mümkündür.⁸⁴

- Hisse senedi piyasası likiditesi ve bankacılık sektörü gelişiminin ekonomik büyümeyi etkileyen önemli unsurlar olduğu gösterilmiş ancak nedensellik konusunda ölçüme dayalı ve kesin bir yargı içeren yorum getirilmemiştir.
- Her ne kadar farklı likidite ölçümlerine yer verilmişse de bu ölçümlerin hisse senedi piyasası likiditesini “bire bir” ülkeler arasında doğru ölçtüğünü söylemek güçtür.
- Levine ve Zervos (1996) hisse senedi piyasası ve bankaların işleyişini ölçümlerine dahil etmekle beraber tahvil piyasası ve bankalar dışında finansal hizmetler sunan firmaları finansal sektörün diğer bileşenleri olarak dahil etmemiştir. Birçok ülkede özel sektör tahvilleri kapitilizasyonunun ulusal borsalar ile karşılaştırıldığında yadsınamayacak ölçüde büyük olduğu ortaya

⁸² Örneğin, hisse senedi piyasası likiditesindeki (0.03) bir birimlik (%1'lik) bir artış yıllık kişi başına milli gelirden %0.80 oranında bir artışa neden olabilmektedir ($2.7 * 0.30 = 0.80$). 18 yıllık gözlem dönemi düşünüldüğünde gözlem dönemi sonu itibarıyla kişi başına reel milli gelir %15 oranında artabilecektir. Benzer biçimde, banka kredilerindeki yüzde birlik bir artış büyümeyi her yıl başına %0.7 oranında arttırabilmektedir ($1.3 * 0.5$).

⁸³ Ross Levine ve Sara Zervos, a.g.m., ss.1-41.

⁸⁴ Ross Levine, “Finance and Growth...”, a.g.m., ss. 46-51.

konulmakta ve kamu tahvillerinin genellikle hisse senedi piyasasından daha geniş olduğu vurgulanmaktadır.⁸⁵

- Fink, Haiss ve Hristoforova (2003) 13 gelişmiş ülkede 1995-2000 yılları arasındaki dönemde tahvil piyasası gelişmesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Granger nedensellik testi ve eşbütünleşme analizlerine yer verdikleri çalışmalarında tahvil piyasası gelişmesinin reel ekonomik aktiviteyi etkilediği ortaya konulmuştur.⁸⁶ Bunun ötesinde hayat sigortası ve bireysel emeklilik fonlarının bazı ülkelerde bankaların varlıkları ile yarışır hale geldiğini ortaya koyan çalışmalar bulunmaktadır.⁸⁷
- Hisse senedi piyasalarının yalnızca likidite sağlama unsuru değil aynı zamanda bireysel yatırımlar, firmalar, endüstriler, sektörler ve ülkelere ilişkin çok çeşitli risklerden korunmayı sağlayan hizmetler gibi unsurları da bulunmaktadır. Riskin fiyatlanmasına ilişkin çok geniş bir literatür bulunmakla beraber riskin dağıtılması hizmetler ile uzun dönem ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi doğrudan ortaya koyan ampirik bulgular çok kısıtlıdır. Levine ve Zervos (1996) ekonomik büyüme ile yatırımcıların riski uluslararası biçimde dağıtma kabiliyetleri arasında güçlü bir ilişki tespit etmemiş ve verileri uluslararası entegrasyon ile sıkı bir biçimde kısıtlamışlardır. Gelecek çalışmaların hisse senedi piyasası, bankalar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırırken sözü edilen noktalara tam olarak değinerek önemli açılımlar geliştirebileceği söylenebilir.

⁸⁵ Thorsten Beck, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine, “The Financial Structure Database”, İçinde: **Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development**, Eds: Aslı Demirgüç-Kunt and Ross Levine, Cambridge, Massachusetts, London, England, MIT Press, 2001, ss. 17-80.

⁸⁶ Gerhard Fink, Peter Haiss ve Sırma Hristoforova, “Bond Markets and Economic Growth”, **Research Institute for European Affairs**, Working Paper 49, 2003 April, ss. 1-31.

⁸⁷ Thorsten Beck, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine. “The Financial Structure ...”, a.g.e., ss.17-80.

3. ARAÇ DEĞİŞKENLERİN BÜYÜME ÇALIŞMALARINA DAHİL EDİLMESİ

Finansal gelişme ve büyüme ilişkisinde eşanlılık hatasının⁸⁸ (*simultaneity bias*) var olup olmadığını ortaya koyabilmek için finansal gelişmede ülkeler arası farklılıkları ortaya koyan ancak büyüme ile aralarında korelasyon bulunmayan araç değişkenlere ihtiyaç duyulmaktadır.

La Porta ve diğerleri (1998) bir ülkedeki şirketler hukukunun İngiliz, Fransız, Alman ya da İskandinav temelli oluşunun, kreditorler ya da bunların etkisi altında bulunanlarla ilgili yasaları çıkarırken izlenen ulusal tutumları önemli bir biçimde şekillendirdiğini belirtmiştir.⁸⁹ Bir ülkedeki finansal sistem sözleşmeler üzerine kurulu olduğundan yatırımcıların (özellikle ülke dışından doğrudan yapma amacı ile söz konusu ülkeye dış kaynak ve teknoloji getirenler) teşvik edildiği ve haklarının korunduğu hukuk kurallarını üreten temel düzenlemelerin finansal gelişmeyi arttırmada daha iyi iş çıkardıkları söylenebilir. Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2003a, 2003b) temel düzenlemelerin ve yasama geleneğinin finansal gelişmenin işleyişini neden ve ne şekilde etkilediğini ortaya koyan çalışmalar yapmışlardır.⁹⁰

Levine, Loayza ve Beck (2000) yasal temelin, yasama ve yaptırımlar üzerindeki etkilerini izleyerek finansal gelişme olgusuna bir de bu pencereden bakmışlardır. 71 ülkenin dahil edildiği analizde aşağıda yer alan genelleştirilmiş momentler yöntemini (GMM) kullanmışlardır:

$$G(j) = \partial + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon \quad (9)$$

⁸⁸ Eşanlılık hatası bazı değişkenlerin içsel olmaları, dolayısıyla da bozucu terim ya da hata terimiyle ilişkili olmalarından kaynaklanmaktadır. Eşanlılık hatasının belirlenebilmesi için Hausman testi önerilmektedir. Bakınız:

Jerry A. Hausman. "Specification Tests in Econometrics", **Econometrica**, Vol. 46, No:6, November 1978, ss.1251-1271.

⁸⁹ Rafael La Porta ve diğerleri, a.g.m., ss.1113-1155.

⁹⁰ Söz konusu çalışmalara ilişkin detaylı bilgi için bakınız:

- Thorsten Beck, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine, "Law, Endowments, and Finance", **Journal of Financial Economics**, Vol.70, Issue:2, 2003(a), ss. 137-181.
- Thorsten Beck, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine, "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?", **Journal of Comparative Economics**, Vol.31, Issue:4, 2003(b), ss. 653-675.

G , 1960-1995 yılları arasındaki dönemde kişi başına reel milli gelir; F , mali gelişmenin ölçümü için kullanılan araç değişkenler iken; X , regresyona dahil edilen bir dışsal değişkeni göstermektedir.

Söz konusu çalışmada King ve Levine'in 1993 yılında yaptığı çalışmada ortaya konulan finansal aracılık gelişimi ölçümleri geliştirilmiş; finansal gelişme göstergeleri reelleştirilmiş ve yeni bir finansal gelişme ölçümü ortaya konulmuştur. Bu yeni ölçüm, *Private Credit* olarak adlandırılmış olup, finansal araçların özel sektöre kullandırdıkları kredilerin milli gelire oranı şeklinde ifade edilmekte ve hükümete ve kamu kurumlarına kullandırılan kredileri dışarıda bırakmaktadır. Beklenildiği üzere *Private Credit* ölçümü ülkeden ülkeye büyük değişim göstermektedir. Örneğin Gana, Sierra Leone, Suriye gibi ülkelerde bu oran %10'un altında iken; İsviçre, Japonya, ABD ve Hollanda gibi ülkelerde %85'in üzerine çıkmaktadır.⁹¹ Bu sonuç gelişmekte olan ülkelerde finansal aracılığın düşük düzeylerde kaldığını, gelişmiş ülkelerde ise yüksek düzeyde olduğunu göstermektedir.

Çalışma sonuçları finansal aracılık gelişiminin dışsal bileşenleri ile uzun dönem ekonomik büyüme arasında çok güçlü bir bağ bulunduğunu ortaya koymaktadır. Birçok finansal aracılık gelişimi göstergesi ve farklı dışsal değişkenlerin kullanıldığı çalışmada finansal aracılığın dışsal bileşeni ile uzun dönem kişi başına reel milli gelir arasında bir bağ bulunmuştur. Yasal temel değişkenlerinin finansal aracılık göstergelerini açıklamadığı yönündeki sıfır hipotezi %1 anlamlılık seviyesinde reddedilmiştir. Bu sonuçlar finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki güçlü ilişkinin eşanlılık hatasından kaynaklanmadığını göstermektedir.

Araç değişkenlere ait katsayıların sonuçları finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki iktisadî bakımdan geniş etkisini de ortaya koymaktadır. Örneğin gelişmekte olan ülkelerde 1960-1995 yılları arasındaki dönemde *Private Credit*'in reel milli gelire oranı %25 iken Hindistan'da bu oran %19.5'tir. Ölçümlenen katsayı

⁹¹ Ross Levine, Norman Loayza ve Thorsten Beck, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", **Journal of Monetary Economics**, Vol.46, 2000, ss. 31-77.

değeri göz önüne alındığında Hindistan, *Private Credit* değerini geliştirmekte olan ülkeler ortalamasına getirdiğinde kişi başına reel milli geliri bir yıl için %0.6 oranında artabilmektedir. Bir diğer çarpıcı sonuç Arjantin için ortaya konulmaktadır. Çalışma bulgularına göre Arjantin'in *Private Credit* değerini geliştirmekte olan ülkeler ortalamasına getirmesi durumunda %1 daha hızlı büyüyebileceği belirtilmektedir.⁹²

4. PANEL VE ZAMAN SERİLERİ ANALİZLERİ

Literatürde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi irdeleyen ülkelerarası çalışmaların yanı sıra panel veri teknikleri ve zaman serileri yöntemlerini kullanarak söz konusu alana katkıda bulunmuş çalışmalar da bulunmaktadır.

4.1. Dinamik Panel Yöntemi

Levine, Loayza ve Beck (2000) panel GMM (genelleştirilmiş momentler yöntemi) tahmincisi kullanarak finansal gelişme ve büyüme ilişkisini incelemiştir.⁹³ Benzer ekonometrik yöntem ve veriler kullanan Rioja ve Valev (2004) finansal gelişmenin refah düzeyi yüksek ülkelerde verimlilik artışını hızlandırarak ekonomik büyümeyi etkilediğini belirtmektedir. Geliştirmekte olan ülkelerde ise söz konusu etki sermaye birikimini hızlandırmak yoluyla ortaya çıkmaktadır.⁹⁴

Sınırlı örneklerde olası tahmin hatalarını azaltan GMM'nin kullanıldığı bir panel veri analizinde Habibullah ve Eng (2006), geliştirmekte olan 13 Asya ülkesinde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmıştır. Çalışmanın bulguları Calderon ve Lui⁹⁵ (2003), Christopoulos ve Tsionas⁹⁶ (2004) gibi araştırmacıların ortaya koydukları görüşler ile uyumludur.

⁹² Ross Levine, Norman Loayza ve Thorsten Beck, a.g.m., ss. 31-77.

⁹³ Ross Levine, Norman Loayza ve Thorsten Beck, a.g.m., ss. 31-77.

⁹⁴ Felix Rioja ve Neven Valev. "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development", **Economic Inquiry**, Vol.42, Issue:1, 2004, ss.127-140.

⁹⁵ Cesar A. Calderon ve Lin Liu, a.g.m., ss.321-334.

⁹⁶ Dimitris Christopoulos ve Efthymios G. Tsionas, "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests", **Journal of Development Economics**, Vol.73, Issue:1, 2004, ss.55-74.

Finansal gelişmenin ölçümü olan yurt içi kredilerin milli gelire oranı ekonomik büyümenin göstergesi olarak kullanılan kişi başına reel milli geliri arttırmaktadır. Bu görüş finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu şeklindeki arz öncüllü hipotezi desteklemektedir.⁹⁷

Loayza ve Ranciere (2005) ise bu tip ampirik çalışmaları finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini kısa dönem ve uzun dönem şeklinde ayırmak yoluyla geliştirmiştir. Kısa dönemde banka kredilerinde meydana gelen ani ve hızlı artışların finansal kriz ve ekonomik durgunluğun sinyali olabileceği ifade edilmiştir. Ülkeler bazında bakıldığında finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin genel olarak pozitif yönlü olduğu belirtilmekle beraber; tekrarlanan banka krizlerini sert biçimde yaşayan Latin Amerika ülkeleri gibi kimi ülkelerde söz konusu ilişkinin belirsiz olduğu ifade edilmiştir.⁹⁸

4.2. Zaman Serileri Teknikleri Kullanılarak Yapılan Çalışmalar

Finansal gelişme - büyüme ilişkisine dair zaman serileri teknikleri kullanılarak yapılmış çalışmalardan oluşan önemli bir ampirik literatür bulunmaktadır. Söz konusu çalışmaların sıklıkla Granger nedensellik testi, eşbütünleşme ve vektör otoregresif (VAR) tekniklerini kullandığı görülmektedir. Araştırmalar finansal gelişme olgusunu daha iyi tanımlayabilecek ölçümler, daha güçlü ekonometrik teknikler ve ülkelerin tek tek ele alınması gibi yönlerden ilerleme kaydetmektedir.⁹⁹

Başlangıçta yapılan zaman serileri çalışmalarının finansal gelişme olgusunun daha doğru ölçümüne ilişkin vurgu yaptıkları gözlenmektedir. Çünkü söz konusu olgusunun doğru ölçümü, ekonomik büyüme ile olan ilişkisinde daha doğru ve güvenilir bilgiye ulaşılmasına yardımcı olmaktadır.

⁹⁷ Muzafar S. Habibullah ve Yoke-Kee Eng, “Does Financial Development Cause Economic Growth? A Panel Data Dynamic Analysis for the Asian Developing Countries”, **Journal of the Asia Pacific Economy**, Vol.11, No: 4, November 2006, ss.377-393.

⁹⁸ Norman Loayza ve Romain Ranciere, “Financial Development, Financial Fragility, and Growth”, **IMF Working Paper**, No:WP/05/170, August 2005, ss.1-32.

⁹⁹ Philip Arestis ve Panicos Demetriades, “Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”, **Economic Journal**, Vol.107, Issue:442, 1997, ss.783-799.

Jung (1986) finansal gelişmenin ölçümünü para arzının milli gelire oranı şeklinde kullanmıştır. Çalışmasında ortaya koyduğu nedensellik analizlerinin sonucunda finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında iki yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit etmiştir.¹⁰⁰ Buna karşın Rousseau ve Watchel (1988), beş ülkenin yer aldığı analizlerinde nedenselliğin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru baskın olduğunu belirtmişlerdir.¹⁰¹ Bu bulgu teorik literatürde sözü edilen arz öncüllü hipotezi doğrulamaktadır.

Luintel ve Khan (1999) çok değişkenli zaman serileri modeli kullanarak finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki uzun dönem nedensellik ilişkisini 10 ülke için test ettikleri çalışmalarında, kullandıkları sistem yaklaşımına dayalı ölçümlerin, tek denklem yaklaşımından etkilenmesi nedeniyle oluşan hataları ortadan kaldırdığına vurgu yapmaktadır. VAR analizinde kullandıkları değişkenler arasında iki eşbütünleşik vektör saptamışlardır. Yapılan nedensellik analizlerine göre örnekleme dahil edilen tüm ülkelerde iki yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.¹⁰²

Arestis, Demetriades ve Luintel (2001) hisse senedi piyasası ile bankacılık sektörü gelişiminin ekonomik büyümeyi arttırdığı yönünde sonuçlar elde etmişlerdir.¹⁰³ Beş gelişmiş ülke ekonomisinde çeyrekli veriler kullanarak yaptıkları çalışmanın önemli bir yönü de banka temelli finansal sistem yanlılarını destekler nitelikte olan, ekonomik büyüme üzerinde bankacılık sektörü gelişiminin hisse senedi piyasası gelişimine oranla daha büyük bir etkiye sahip olduğu şeklindeki bulgulara rastlanmasıdır.

¹⁰⁰ Woo S. Jung, "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", **Economic Development and Cultural Change**, Vol.34, Issue:2, 1986, ss. 333-346.

¹⁰¹ Peter L. Rousseau ve Paul Wachtel, "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.30, 1998, ss. 657-678.

¹⁰² Kul B. Luintel ve Moshaid Khan, "A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR", **Journal of Development Economics**, Vol.60, Issue:2, 1999, s.381.

¹⁰³ Philip Arestis, Panicos Demetriades ve Kul B. Luintel, "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets", **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol.33, 2001, ss.16-41.

Xu (2000) 41 ülkeyi içeren çalışmasında VAR yaklaşımını kullanmış ve 1960-1993 döneminde finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışma sonuçlarına göre finansal gelişmenin büyümeyi takip ettiği şeklindeki hipotez reddedilmiştir. Ekonomik büyüme bakımından ise finansal gelişmenin önemli bir etkiye sahip olduğu vurgulanmıştır.¹⁰⁴

Christopoulos ve Tsionas (2004) panel birim kök testleri ve panel eşbütünleşme analizlerine yer verdikleri çalışmalarında, 10 gelişmekte olan ülke ekonomisinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında Demetriades ve Hussein'in¹⁰⁵ (1996) iki yönlü nedenselliğe ilişkin bulgularının aksine finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru güçlü bir nedensellik bulunmuştur. Değişkenler arasında tek eşbütünleşik vektörün tespit edildiği çalışmada, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki uzun dönemli ilişkiye vurgu yapılmıştır.¹⁰⁶

Gürsoy ve Al-Aali (2000) Bahreyn, Suudi Arabistan ve Kuveyt'te 1973-1988 yılları arasındaki dönemde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini irdelemiştir. Çalışmada ayrıca, Patrick'in (1996) gelişme safhası hipotezi¹⁰⁷ gözlem döneminin 1971-1981 ve 1982-1988 yılları arasındaki dönemler şeklinde ayrılması ile sınanmıştır.¹⁰⁸ Araştırmada kullanılan finansal değişkenler *M1*, *M2* para arzları ve toplam banka kredileri, ekonomik değişkenler ise toplam ihracat, Kuveyt için ise toplam ihracata ek olarak kamu harcamalarıdır.

Analiz döneminin tümü için nedensellik ilişkisi Kuveyt için finansal değişkenlerden ekonomik değişkenlere doğru; Bahreyn için ise ekonomik değişkenlerden finansal değişkenlere doğru bulunmuştur. Suudi Arabistan için bir genellemeden kaçınılmakla beraber Bahreyn ve Suudi Arabistan'da 1973-1981

¹⁰⁴ Zhenhui Xu, "Financial Development, Investment, and Growth", **Economic Inquiry**, Vol.38, 2000, ss.331- 344.

¹⁰⁵ Panicos Demetriades ve Khaled A. Hussein, "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries", **Journal of Development Economics**, Vol.51, Issue:2, 1996, ss. 387-411.

¹⁰⁶ Dimitris Christopoulos ve Efthymios G. Tsionas, a.g.m., ss. 55-74.

¹⁰⁷ Çalışmanın önceki kısımlarında değinilen arz öncüllü ve talep takipli hipotezlerin, birbirini takip etmesi sonucu oluşan finansal gelişme ve ekonomik büyüme durumunu ortaya koyan görüşü ifade etmektedir.

¹⁰⁸ Cudi T. Gürsoy ve Hassan Al-Aali, "Causal Relationship Between Financial and Economic Development in Gulf Countries", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, Ocak 2000, ss.124-134.

yılları arasındaki dönemde arz öncüllü hipotezi destekler bulgular saptandığı belirtilmiş, Kuveyt'te ise net bir nedensellik ilişkisi görülmediği ifade edilmiştir. İkinci alt dönem olan 1982-1988 döneminde tüm ülkeler için talep takipli hipotezi destekler nitelikte bulgulara rastlanılmıştır.

Zaman serilerinin değişik ülkelere uygulamasından ülkelerin her birine ayrı ayrı uygulanmasına doğru bir yönelimin bulunduğu gözlenmektedir. Bu yöntemler ülkelerin sosyo-ekonomik yapısından kaynaklanan finansal gelişme ölçümü farklılıklarının yarattığı etkileri bertaraf etmekte ve ülkelere özgü çıkarsamalar yapmaya olanak sağlamaktadır.

Bhattacharya ve Sivasubramanian (2003) finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini Hindistan özelinde 1970-1999 dönemi için incelemiştir.¹⁰⁹ Son dönem ampirik literatüre ilişkin bu önemli çalışmada milli gelir (*GDP*) ve finansal gelişme göstergesinin (*M3*) logaritmik değerleri en küçük kareler (EKK) yöntemi ile aşağıdaki model doğrultusunda tahmin edilmiştir:

$$GDP = \beta_0 + \beta_1 M3 + \mu \quad (10)$$

Zaman serilerinin barındırabileceği olası birim köklerin neden olabileceği yanıltıcı sonuçlar ve sahte regresyon nedeni ile birim kök testleri yapılmış ve serilerin birinci dereceden bütünleşik oldukları, $[I(1)]$, tespit edilmiştir. Eşbütünleşme analizinde seriler arasında tek eşbütünleşik vektör tespit edilmiş; ardından hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığı aşağıdaki denklem ile sınanmıştır. Çalışmanın bulguları hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. *M3*'teki kısa dönem değişimlerin milli gelir üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmuş olup, her yıl için milli gelirin güncel değeri ile uzun dönem değeri arasındaki fark %3.7 oranında düzeltilmektedir.

¹⁰⁹ Prabir C. Bhattacharya ve M. N. Sivasubramanian, "Financial Development and Economic Growth in India: 1970-1971 to 1998-1999", **Applied Financial Economics**, Vol.13, Issue:12, 2003, ss. 905-909.

Uygulanan nedensellik Granger nedensellik testinin sonuçlarına göre finansal gelişmenin göstergesi olarak kullanılan $M3$ 'ten milli gelire doğru bir nedensellik tespit edilmiş, ancak milli gelirden $M3$ 'e doğru bir nedensellik gözlenmemiştir.

Thangavelu ve Ang (2004) finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini Avustralya ekonomisi özelinde incelemiştir. Çalışmada ilk olarak finansal gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme değişkenine çeşitli birim kök testleri yapılmış ve tüm serilerin birinci dereceden bütünleşik oldukları tespit edilmiştir. Daha sonra eşbütünleşme testi ile bağımlı değişken ve açıklayıcı değişkenler arasında uzun dönemli bir denge ilişkisi saptanmış ve son olarak yapılan nedensellik analizi ile seriler arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu ortaya konulmuştur.¹¹⁰

Ang ve McKibbin (2005) finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olup olmadığını (veya tam tersi) Malezya ekonomisi özelinde irdelemektedir. 1960-2001 yılları arası dönemde yıllık veriler kullanılmış ve finansal gelişme-büyüme ilişkisi yatırım, tasarruf, dış ticaret ve reel faiz oranı gibi değişkenler dikkate alınarak araştırılmıştır. Yapılan birim kök testleri, eşbütünleşme ve nedensellik testleri sonucunda, genel eğilimin aksine, milli gelirdeki büyümenin finansal derinliği arttırdığı ortaya konulmuştur. Çalışma sonuçları Robinson'un (1952)¹¹¹ "*Girişim yol gösterir; bunu finansal gelişme takip eder*" görüşünü desteklemektedir.¹¹²

Chang ve Caudill finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olup olmadığını (veya tam tersi) ampirik olarak test edildiği çalışmalarında Tayvan ekonomisini 1962-1998 yılları arasındaki dönemde incelemiştir.¹¹³ Bir başka deyişle bu çalışmada, literatürde arz öncüllü ve talep takipli hipotezler olarak ifade edilen görüşlerin sınanması söz konusudur.

¹¹⁰ Shandre M. Thangavelu ve James B. Ang, "Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis" **Empirical Economics**, Vol.29, Issue:2, 2004, s. 247.

¹¹¹ Joan Robinson, a.g.m., ss. 69-142.

¹¹² James B. Ang ve Warwick J. McKibbin, "Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia", **Brookings Discussion Papers in International Economics**, No: 168, June 2005, s. 24.

¹¹³ Tsangyao Chang ve Steven B Caudill, "Financial Development and Economic Growth: the Case of Taiwan", **Applied Economics**, Vol.37, Issue:12, 2005, ss.1329-1335.

Kişi başına milli gelirin bağımlı değişken; M2'nin milli gelire oranının finansal gelişmeyi ölçen değişken, ithalat ve ihracatın ise açıklayıcı değişkenler olarak yer aldığı dört değişkenli bir VAR modeli esas alınarak nedensellik ilişkisinin irdelenmesi bu çalışmanın en önemli yönü olarak ifade edilebilir. Çünkü nedensellik ilişkisi araştırılırken ekonomik büyümeyi açıklayan finansal gelişme göstergesinin yanı sıra dış ticaret değişkenleri (ithalat ve ihracat) de analize dahil edilmiştir. Tayvan ekonomisinin çalışmaya konu olmasının nedenleri ise söz konusu ülke ekonomisinin son dönemde kaydettiği ekonomik ilerleme, ulaştığı dış ticaret hacmi ve 1980'li yılların başında başlayan liberalizasyon süreci olarak ifade edilmiş ve söz konusu sürecin etkisini araştırmak için inceleme döneminin yeterli olduğu görüşü dile getirilmiştir.

Zaman serilerine uygulanan birim kök testleri sonucunda analize dahil edilen bütün serilerin ilgili dönemde düzey durağan olmadıkları ve birinci dereceden bütünlük $I(1)$ oldukları görülmüştür. Johansen' in 1988 yılında¹¹⁴ ve Johansen ve Juselius'un 1990 yılında¹¹⁵ ortaya koyduğu yaklaşıma dayalı eşbütünlük analizi sonucunda ise zaman serileri arasında tek eşbütünlük vektör tespit edilmiştir. Bir başka deyişle söz konusu dört değişken zaman boyunca birbirlerinden çok uzaklaşmamaktadır. Ampirik analiz, hata düzeltme mekanizmasına (ECM) dayalı yapılan Granger nedensellik testi ile sonuçlanmış ve finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olmak üzere tek yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir. Bu sonuçlar ilgili gözlem döneminde Tayvan için arz öncüllü hipotezi destekler niteliktedir.

5. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNDE MİKRO EKONOMİK BULGULAR

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinde ampirik literatürün mikro ekonomik ayağı söz konusu ilişkinin daha iyi anlaşılması bakımından endüstri ve firma düzeyinde analizler şeklinde ortaya konulmaktadır.

¹¹⁴ Soren Johansen, "Statistical analysis of Cointegration Vectors", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol.12, Issue:2-3, 1988, ss. 231-254.

¹¹⁵ Soren Johansen ve Katarina Juselius, "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration- With Applications to the Demand for Money", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Vol.52, Issue:2, 1990, ss.169-210.

5.1. Endüstri Düzeyinde Ampirik Bulgular

Literatürde firmaların gelişmiş finansal araçların ve piyasaların bulunduğu sistemlerden ihtiyaç duydukları ucuz dış finansman sağlayabileceği yönünde görüşler bulunmaktadır. Düşük maliyetli dış finansman, firmaların yeni bir forma bürünmesini beraberinde getirmekte ve firma büyümesini hızlandırmaktadır. Bu bağlamda ağırlıklı olarak dış finansman kullanıcısı olan endüstrilerin diğerlerine göre finansal gelişmeden daha fazla yararlanabileceği düşünülebilir.¹¹⁶

Ağırlıklı olarak dış finansman kullanan endüstrilerin daha hızlı büyüüp büyümediğinin incelenmesi, bir bakıma finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi ne şekilde etkilediğini de ortaya koyabilir. Bu bakış açısının doğal bir sonucu olarak finansal gelişmenin firmaların kaynak ihtiyacını ucuza temin etmesini sağlayarak firma ve endüstri büyümesine, bu yolla da ekonomik büyümeyi sağlamada önemli bir fonksiyona sahip olduğu söylenebilir.

Rajan ve Zingales (1998) dış finansman bağımlılığı fazla olan endüstrilerin¹¹⁷ finansal gelişmişlik oranı nispeten yüksek olan ülkelerde daha hızlı büyüüp büyümediğini ABD ekonomisi özelinde karşılaştırmalı olarak incelemiştir.¹¹⁸

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelerken kullandıkları model şu şekildedir:

$$\begin{aligned} Growth_{i,k} = & \sum \alpha_j Country_j + \sum \beta_l Industry_l + \gamma Share_k \\ & + \delta (Externalk * FDi) + \varepsilon_{i,k} \end{aligned} \quad (11)$$

Burada *Growth*, 1980-1990 döneminde *i* ülkesi ve *k* endüstrisinde gerçekleşen ortalama yıllık büyüme oranını; *Country* ve *Industry* sırasıyla ülke ve

¹¹⁶ Ross Levine, "Finance and Growth...", a.g.m., ss. 69-78.

¹¹⁷ Bilançolarında dış finansmanın önemli yer tuttuğu firmalardan oluşan endüstrileri ifade etmektedir.

¹¹⁸ Raghuram G. Rajan ve Zingales Luigi, a.g.m., ss. 559-586.

endüstri kukla değişkenleri; *Share*, 1980 yılında *i* ülkesinde *k* endüstrisinin üretim payını; *External* 1980-1990 döneminde *k* endüstrisinde ABD firmalarının iç finansmanla karşıladıkları sermaye harcamalarının payını; *FD*, *i* ülkesindeki finansal gelişmeyi göstermektedir. Bu analizde bir endüstrinin dış finansmana bağımlılığı olan *External* ile, finansal gelişme *FD* etkileşime tabi tutulmaktadır. Bu bağlamda analizin odak noktası δ katsayısının değeri olmaktadır. Söz konusu katsayının anlamlı ve pozitif olması, ele alınan endüstrinin dış finansman bakımından dışa bağımlılığının yüksek olması durumunda, finansal gelişmedeki artışın büyüme üzerindeki etkisinin daha büyük olacağını ifade etmektedir. Ülke ve endüstri kukla değişkenleri, endüstrinin büyüme patikasını etkileyebilecek ülkeye ve endüstriye özgün özellikleri yansıtmaktadır.

Rajan ve Zingales'in (1998) analizine 42 ülkede 36 endüstri dahil edilmiştir. Finansal gelişmenin ölçümü olarak toplam kapitilizasyon kullanılmıştır. Toplam kapitilizasyon ise hisse senedi piyasası kapitilizasyonu ile yurt içi kredilerin milli gelire oranının toplamı olarak ifade edilmektedir.

Tablo 3: Finansal Gelişme ve Endüstri Büyümesi

Bağımlı Değişken: <i>i</i> Ülkesi ve <i>k</i> Endüstrisinde 1980-1990 Dönemindeki Katma Değer Artışı			
1980 Yılında <i>i</i> Ülkesinde <i>k</i> Endüstrisinin Payı	$External_k * Total\ Capitilization_i$	R^2	Gözlem Sayısı
-0.912 (0.246)	0.069 (0.023)	0.29	1217
-0.643 (0.204)		0.35	1067

Kaynak: Raghuram G. Rajan ve Zingales Luigi, a.g.m., s.39.

Tablo 3'de özetlendiği üzere dış finansman bağımlılığı ile toplam kapitilizasyon arasındaki etkileşimin¹¹⁹ katsayısı %1 anlamlılık seviyesinde istatistikî bakımdan pozitif ve anlamlıdır. Bu sonuç finansal gelişmedeki bir artışın

¹¹⁹ $External_k * Total\ Capitilization_i$ olarak modelde ifade edilmektedir.

ağırlıklı olarak dış finansman kullanan endüstrilerdeki büyümeyi arttırdığı şeklinde yorumlanmaktadır.

Beck, 2002 ve 2003 yıllarındaki yaptığı çalışmaları Rajan ve Zingales'in (1998) yaptığı bu önemli çalışmayı geliştirmiştir. 2002 yılındaki çalışmasında finansal gelişmişlik oranı yüksek olan ülkelerde endüstrilerin daha büyük ölçek ekonomileri yoluyla karşılaştırmalı üstünlük sağladığını belirtmekte ve bunu çeşitli bulgular ile desteklemektedir.¹²⁰ 2003 yılındaki çalışmasında ise finansal gelişmişlik oranı yüksek ekonomilerin ağırlıklı olarak dış finansman kullanıcısı endüstrilerde net ihracatçılar olduğunu belirtmektedir. Bu iki çalışmanın ortak noktası ise finansal gelişmenin ödemeler dengesi üzerinde etkili olduğu şeklindeki görüştür.¹²¹

Bankacılık sektörü gelişiminin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin yanı sıra söz konusu sektörün yapısının ve sektördeki rekabetin endüstriyel gelişmeyi ne şekilde etkilediğini inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Cetorelli ve Gambera'nın (2001) firmaların sermayeye erişimi noktasında bankacılık sektöründeki yoğunlaşmanın etkilerini araştırdıkları çalışmanın bulguları ilginçtir. Rajan ve Zingales'in (1998) kullandığı yöntemi uyguladıkları çalışma sonunda banka yoğunlaşmasının dış finansman ağırlıklı endüstrilerin büyümesini olumlu yönde etkilediği ancak ekonomik büyümenin bütünü olumsuz yönde etkilediği belirtilmiştir.¹²²

Claessens ve Laeven (2005) daha rekabetçi bankacılık sektörüne sahip ülkelerde ağırlıklı olarak dış finansmana bağımlı endüstrilerin daha hızlı büyüdüğünü ortaya koymaktadır. Cetorelli ve Gambera'dan (2001) farklı olarak ise bankacılık

¹²⁰ Thorsten Beck, "Financial Development and International Trade: Is There a Link?", **Journal of International Economics**, Vol.57, Issue:1, June 2002 , ss. 107-131.

¹²¹ Thorsten Beck, "Financial Dependence and International Trade", **Review of International Economics**, Vol. 11, Issue:2, 2003, ss. 296-316.

¹²² Nicola Cetorelli ve Michele Gambera, "Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data", **The Journal of Finance**, Vol.56, Issue:2, 2001, ss. 617-648.

sektöründeki yoğunlaşmanın endüstriyel sektör büyümesini açıklayamayacağını belirtmişlerdir.¹²³

Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven ve Levine (2004), Rajan ve Zingales'in (1998) ortaya koyduğu yaklaşımı geliştirerek finansal gelişmişlik oranı yüksek olan ekonomilerde genel olarak küçük firmalardan oluşan endüstrilerin daha hızlı büyüüp büyümediğini araştırmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre, finansal gelişmişliği yüksek ekonomilerde ağırlıklı olarak küçük firmalardan oluşan endüstriler daha hızlı büyümektedir.¹²⁴

5.2. Firma Düzeyinde Ampirik Bulgular

Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998) finansal gelişmenin, kârlı büyüme olanaklarına yatırım yapmaları kısıtlı firmalar için olumlu yönde katkı yapıp yapmadığını incelemiştir. Finansal gelişmedeki bir artışın kârlı büyüme olanaklarına erişmek isteyen firmaların önündeki engelleri bertaraf edip etmediğini araştırdıkları bu çalışmada Rajan ve Zingales'ten (1998) farklı olarak bir endüstrinin dış finansman ihtiyacına değil tek tek firmaların dış finansman ihtiyacına odaklanmışlardır.¹²⁵

Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998) satışların yüzdesi olarak ifade edilen bir model ile bir firmanın potansiyel büyüme oranını tahmin etmişlerdir. Bu yöntem, bazı varsayımlar ile firma satışlarının büyüme oranı ile firma yatırımları için gerekli fonları ilişkilendirmektedir. Varsayımlar; satışlar için kullanılan varlıkların oransal olarak sabit olduğu ve firmanın her bir birim satışından elde ettiği kârın sabit olduğu şeklindedir. Söz konusu varsayımlar altında bir firmanın yıllık g_t büyüme oranında ve t dönemindeki finansal ihtiyacı:

¹²³ Stijn Claessens ve Luc Laeven, "Financial Dependence, Banking Sector Competition and Economic Growth", **Journal of the European Economic Association**, Vol.3, Issue:1, 2005, ss.179-207.

¹²⁴ Thorsten Beck ve diğerleri, "Finance, Firm Size, and Growth", **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: 10983, December 2004, ss. 1-39.

¹²⁵ Aslı Demirgüç-Kunt ve Vojislav Maksimovic, "Law, Finance, and Firm Growth", **Journal of Finance**, Vol.53, Issue:6, 1998, ss. 2107-2137.

$$EFN_t = gt * Assets - (1-gt) * Earnings_t * bt \quad (12)$$

olarak formüle edilmiştir. Burada *EFN* firmanın dış finansman ihtiyacı ve *bt*, *t* zamanında yeniden yatırım için firmanın kazançlarının oranını göstermektedir. Kazançlar vergi ve faiz sonrası olarak ifade edilmektedir.

Kısa dönem finanse edilmiş büyüme oranı (*STFGt*) firmanın sahip olduğu tüm kazançları yeniden yatırıma ayırması durumunda ulaşılabilir maksimum büyüme oranıdır.

$$STFG_t = ROLTC_t / (1-ROLTC_t) \quad (13)$$

ROLTC vergi ve faiz sonrası kazanç oranını; *STFG* firmanın büyüme için hiçbir uzun dönem borçlanma veya tahvil satışına erişiminin bulunmadığını varsaymaktadır.

Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998) daha sonra sadece iç finansman ve kısa dönem borçlanma yoluyla firmaların ulaşabileceği maksimum büyüme oranından daha yüksek büyüme oranına sahip firmaların oranını hesaplamaktadır. Finansal gelişmenin firma büyümesini arttırıp arttırmadığını analiz etmek için aşağıdaki regresyonu kullanmışlardır:

$$PROPORTION_FASTER = \beta_1 FD_{i,t} + \beta_2 CV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (14)$$

Burada *FD* finansal gelişmeyi ve *CV* bir takım araç değişkenini göstermektedir. Finansal gelişme ölçümü için piyasa kapilizasyonunun milli gelire oranı, hisse senetlerinin toplam değerinin piyasa kapitilizasyonuna oranı (*turnover ratio*) ve bankaların iç varlıklarının milli gelire oranı kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak ise birçok değişken kombinasyonu kullanılmıştır. Bunlar arasında ekonomik büyüme, enflasyon oranı, reel milli gelirin başlangıç düzeyi sayılabilir.

Tablo 4’de özetlendiği üzere firmaların iç finansman olanakları üzerinde gerçekleştirdikleri büyüme ile bankacılık sektörü gelişimi ve hisse senedi piyasası likiditesi oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Devir hızı oranı (*turnover ratio*) banka varlıklarının milli gelire oranı yüksek ülkelerde firmaların büyük bir bölümü diğer koşullar sabitken dış finansman gerektirecek ölçüde büyümektedir. Birçok sağlamlık testi¹²⁶ yaptıktan sonra Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998) yalnızca kazanç ve kısa dönem borçlanmaları ile ulaşabileceği büyüme oranının üzerinde büyüme performansı gösteren firmaların oranının hisse senedi piyasası likiditesi ve bankacılık sektörü büyüklüğü ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olduğunu belirtmektedir.

Tablo 4: Firmaların Aşırı Büyümesi ve Dış Finansman

Bağımlı Değişken: Tahmin Edilenden Daha Hızlı Büyüyen Firmaların Oranı				
Piyasa Kapitalizasyonu / Milli Gelir	Devir Hızı Oranı	Banka Varlıkları / Milli Gelir	Düzeltilmiş R ²	Ülkeler
-0.106 (0.058)	0.311 (0.072)	0.162 (0.050)	0.48	26

Kaynak: Aslı Demirgüç-Kunt ve Vojislav Maksimovic, “Law, Finance...”, a.g.m., s.2131.

Love (2001) tam olarak ekonomik büyümeyi incelememekle beraber firma düzeyindeki verileri kullanarak finansal gelişmenin finansal kısıtları azaltıp azaltmadığını araştırmıştır. Euler denklemine dayanan bir yapısal model ve firma düzeyinde verilerle 40 ülkeyi içeren çalışma sonuçlarına göre finansal sektör gelişimi ile etkin firma yatırımlarına engel olan finansal kısıtlar arasında güçlü bir negatif ilişki bulunmaktadır.¹²⁷

¹²⁶ Sağlamlık ifadesi istatistiksel açıdan birçok testi geçebilme anlamında kullanılmıştır (*robustness checks*).

¹²⁷ Inessa Love, “Financial Development and Financing Constraints-International Evidence from the Structural Investment Model”, **The World Bank Development Research Group Finance Policy Research Working Paper**, No:2694, October 2001, ss. 1-54.

6. BANKA TEMELLİ-PİYASA TEMELLİ SİSTEM TARTIŞMASINA YÖNELİK AMPİRİK BULGULAR

Literatürde banka ve piyasa temelli finansal sistem çerçevesindeki yeni gelişim, Kıta Avrupası ve Anglo Sakson finansal sistem tipleri çerçevesinde oluşan literatürün bir uzantısıdır. Yeni çalışmalar ampirik ilişkilere dayanmakta olup, finansal sistemin sınıflaması ampirik sonuçlara göre yapmaktadır. Fakat çalışmalarda ampirik ilişkilerin testinden daha önemli olarak, testte kullanılan değişkenlerin seçimi önem kazanmıştır.

Banka ve piyasa temelli finansal sistemlerin sınıflandırılmasına ilişkin öncü çalışmalardan biri Demirgüç-Kunt ve Levine (2001) tarafından gerçekleştirilmiştir.¹²⁸ Çalışmalarında ülkelerin finansal sistemlerini sınıflamak için finansal yapı endeksi hesaplanmıştır. Bu endeks yardımı ile ülkelerin finansal sisteminin banka ve piyasa temelli olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Finansal yapı endeksi finansal sistemin kurumlarının sistem içindeki genişliğini, aktivitesini ve etkinliğini gösteren değişkenlerin seçimleri ile hesaplanmıştır. Banka ve banka dışı sermaye piyasası kurumlarının toplam aktiflerinin, gayri safi milli hasılaya oranları finansal kurumların sistem içindeki genişliğini ve finansal sistemin banka veya piyasa temelli olup olmadığını göstermektedir. Etkinlik göstergesi olarak, banka temelli sistem için bankaların vermiş oldukları kredilerin toplam aktiflere, piyasası temelli sistem için, finansal araçların ikinci el işlemlerinin toplam piyasa değerinin gayri safi milli hasılaya oranı alınmıştır.¹²⁹

Çalışmada, ülkelerin finansal yapısını belirlemek amacıyla her bir ülke için ayrı ayrı hesaplanan finansal yapı endeksine göre ülkeler azgelişmiş ve gelişmiş, banka veya sermaye piyasası temelli finansal yapıya sahip olarak sınıflandırılmıştır. Çalışma sonucunda ülkelerin zenginleştikçe bankaların, banka dışı aracı kurumların

¹²⁸ Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine, “Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons”, İçinde: **Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development**, Eds.: Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross. Levine. Cambridge, Massachusetts, London, England, The MIT Press, 2001, ss. 81-140.

¹²⁹ Finansal sistemin etkinliği açısından ele alınan değişkenler ise banka temelli finansal sistem için iki değişken; bankanın sabit finansal maliyetleri ve net faiz marjı iken, piyasa temelli için sermaye piyasasının özellikle hisse senedi toplam piyasa değerinin gayri safi milli hasılaya oranıdır.

ve sermaye piyasalarının genişlediğini ve daha etkin hale geldikleri ifade edilmiştir. Söz konusu sistemlerden hangisinin ekonomik büyümeyi artırma ve refahı en çoklaştırma bakımından daha iyi olduğuna ilişkin kesin bir yargı ifade edilmemiş olup, ülkelerin zenginleştikçe sermaye piyasalarının bankalara oranlara daha fazla genişleyerek daha etkin bir konuma geldikleri belirtilmiştir.¹³⁰ Son olarak Ergünger'ün (2004) çalışmasında ifade edilen, yasal sistem ve kurumları daha iyi işleyen ülkelerin genellikle piyasa temelli sistemlere sahip olduğu görüşü bir başka unsur olarak ortaya konulmuştur.¹³¹

Finansal yapı üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde¹³² ABD ve İngiltere'nin piyasa temelli sistemler Japonya ve Almanya'nın ise banka temelli sistemler olarak birbirinden ayrıldığı gözlenmektedir. Ancak açık olan bir şey var ki yalnızca bu dört ülkenin verilerine bakarak banka temelli ve piyasa temelli sistemler tartışmasına yönelik çıkarsamalar yapmak güçtür. Çünkü sözü edilen ülkelerin gelişmiş bir ekonomi oldukları ve benzer büyüme oranlarına sahip oldukları görülmektedir. Bir adım daha ileri gitmek gerekirse birçok kişi bu ülkeler baz alındığında finansal sistemin banka temelli veya piyasa temelli oluşunun pek bir anlam ifade etmediğini düşünebilir. Bu bağlamda diğer ülke ekonomilerinin de irdelenmesi yolu ile süre gelen tartışmaya daha fazla ışık tutulabilir.

Finansal yapı ve büyüme ilişkisine yönelik genişleyen ampirik literatürün, finansal gelişme ve büyüme literatürüne benzer biçimde (eşanlılık yanılgısını engellemek için) araç değişkenlerin dahil edildiği ülkelerarası regresyonlar, endüstri

¹³⁰ Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine. "Bank-Based and Market-Based Financial Systems...", a.g.e., ss.81-140.

¹³¹ Özgür E. Ergünger, "Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?", **Journal of Banking & Finance**, Vol.28, Issue:12, 2004, ss. 2869-2887.

¹³² Finansal yapı ve ekonomik büyüme ilişkisine yönelik bazı çalışmalar için bakınız:

Thorsten Beck ve diğerleri, "Financial Structure and Economic Development - Firm, Industry, and Country Evidence", **Policy Research Working Paper Series**, No:2423, November 2000, ss.1-49.

Francisco A. Gallego ve Norman Loayza, "Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects", **Econometric Society**, Econometric Society World Congress 2000 Contributed Papers, No:1115, 2000, ss.1-46.

Ross Levine, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", **NBER Working Paper Series**, No:9138, February 2002, ss.1-45.

René M. Stulz., "Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective", İçinde: **Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development**, 2000, Eds.: Demirgüç-Kunt, Aslı. ve Ross. Levine. Cambridge, Massachusetts, London, England, The MIT Press, ss. 143-188.

düzeyindeki çalışmalar ve firma düzeyindeki çalışmalardan oluştuğu ve farklı ekonometrik yöntemleri uygulamakla beraber uyumlu sonuçlar elde ettiği söylenebilir.

Ülkelerarası yapılan çalışmalara bakıldığında ekonomik büyümeyi arttırmada banka temelli veya piyasa temelli sistemin daha iyi işlediği şeklinde bir genel kuralın öne sürülmediği söylenebilir. Örneğin Tadesse (2001) önceki çalışmalarla da benzer şekilde, finansal sektörün gelişmiş olduğu ülkelerde, piyasa temelli sistemin banka temelli sistemden daha yüksek performans gösterdiğini; finansal sektörün gelişmemiş olduğu ülkelerde ise banka temelli sistemin daha yaygın ve etkin biçimde işlediğini belirtmektedir.¹³³

Firma düzeyindeki çalışmaların finansal sistemin yapısına ilişkin tartışmalarda daha büyük güçlüklerle karşı karşıya olduğu söylenebilir. Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (2000), bütünsel olarak finansal gelişmenin, firmaların yalnızca kendi ve kısa dönem borçlanmalarla ulaşabileceği büyüme oranını aşan büyüme oranları ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olduğunu, ancak ülkenin banka temelli veya piyasa temelli oluşuna göre söz konusu aşırı büyüme oranının açıklanamadığını ortaya koymaktadır.¹³⁴

Finansal yapı ve büyüme ilişkisi üzerine yapılan çalışmaların, kurumsal yapının büyüme için etkin olmadığı şeklindeki bir yargıyı ima etmediği belirtilmelidir. Aksine, ekonomik büyümeyi arttırıcı finansal işlevleri etkin bir biçimde sağlayacak optimal bir kurumsal yapının bulunmadığı söylenebilir.¹³⁵ Daha önce de belirtildiği üzere ABD, İngiltere, Almanya, ve Japonya gibi ülkelerde finansal sistemlerin yapısı farklı olmakla beraber söz konusu ülkelerin gelişmiş bir ekonomi oldukları ve benzer büyüme oranlarına sahip oldukları görülmektedir.

¹³³ Solomon Tadesse, "Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence", **William Davidson Working Paper**, No:449, August 2001, ss.1-42.

¹³⁴ Aslı Demirgüç-Kunt ve Vojislav Maksimovic, "Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data", **The World Bank Development Research Group Finance Policy Research Working Paper**, No:2432, August 2000, ss. 1-40.

¹³⁵ Robert C. Merton ve Zvi Bodie, "The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure", **Journal of Investment Management**, Vol.3, Issue:1, 2005, ss.1-23.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Çalışmanın önceki bölümlerinde ekonomik büyüme ve finansal gelişme ilişkisinin teorik ve ampirik literatürde ne şekilde yer aldığı incelenmiştir. Bu bölümün birinci kısmında Türkiye’de finansal sistemin temel yapısı ve gelişimi kısaca incelenmektedir. İkinci kısımda Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini konu alan bazı çalışmalara değinilmekte ve üçüncü kısımda ise Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi ampirik olarak analiz edilmektedir.

1. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

Türkiye’de finansal sistemin günümüzde ulaştığı yapı, ülkemizin ekonomik gelişme sürecine uyum içinde gelişmiş ve her yeni dönemde bir önceki dönemde kazanılan özelliklerin devamı ve tamamlayıcısı olarak ortaya çıkmıştır. Türkiye’de finansal sistemin yapısı ve gelişimi genellikle bankaların kuruluş ve yönetim niteliklerine ya da bankacılık sektörünün fon kaynak ve kullanım özelliklerine göre belirlenmiştir. Ancak, tarihsel gelişim aşamaları değerlendirilirken ekonomik yapı ilişkileri de gözden uzak tutulmamalıdır. Çünkü, Cumhuriyetin kuruluş yıllarından itibaren bankalara, ülkenin ekonomik kalkınmasını ve sanayileşmesini desteklemek gibi görevler verilmiştir. Bu nedenle, Türkiye’de finansal sistemin yapısı ve gelişimi Türk bankacılık sektörü ile çoğu zaman bağdaştırılmıştır. Türkiye’de finansal sistemin en önemli ögesi konumunda bulunan bankacılık sektöründeki gelişmeler, doğrudan ya da dolaylı olarak finansal sistemi ve ekonomiyi etkilemektedir.¹³⁶

Cumhuriyetten önce piyasada faaliyet gösteren bankalar, daha çok yabancı sermaye tarafından ya da yabancı iştirakiyle, özellikle Türkiye’de faaliyette bulunan

¹³⁶ Mert Ural, a.g.e., ss.155-156.

yabancı şirketleri finanse etmek amacıyla kurulmuştur.¹³⁷ Bu dönemde ekonomik yapının gelişmemiş olması ve 19. yüzyılda yabancılara verilen imtiyazlar nedeniyle, ülkemizdeki parasal hareketler ağırlıkla yabancıların ve azınlıkların elinde olmuştur. Parasal hareketlerin yabancıların elinde olması finansal sistemin gelişimini engellemiştir. Osmanlı döneminde ilk finansal kurumlar, “Galata Bankerleri” olarak anılan kuyumculardır.¹³⁸ Tanzimat ile faaliyet alanlarını genişleterek Osmanlı Devleti’nin finansal sistemi üzerinde denetim kurma olanağı bulmuşlardır.¹³⁹

Bankacılık Avrupa ülkelerinde sanayileşme sürecinin bir gereği olarak ortaya çıkarken, Osmanlı Devleti’nde çöküş döneminde devletin finansman gereksinimi karşılamak amacıyla kurulmuştur. Banka kavramını Osmanlı toplumunun gündemine getiren etken hazinenin finansman gereksinimidir. Dolayısıyla bu dönemde bankacılık hareketleri “borçlanma bankacılığı” olarak nitelendirilebilir. Cumhuriyet öncesi dönemde kurulan milli bankaların öncüleri Ziraat Bankası ve Emniyet Sandığıdır.¹⁴⁰

Cumhuriyet döneminde, ulusal sanayi ve bankacılığın geliştirilmesi çabaları ön plana çıkmıştır. Bu amaçla toplanan İzmir İktisat Kongresi’nde önemli kararlar alınmıştır. Bu kararlar sonrasında ilk kurulan banka, Türkiye İş Bankası¹⁴¹ olmuştur. Cumhuriyet dönemindeki ilk büyük özel sektör bankası olan Türkiye İş Bankası, ülkenin ekonomik kalkınmasına katkıda bulunmak amacıyla, gerek sanayi gerek ticaret sektörlerine kredi vermek ve gerekse sanayi ve ticari girişimlerde bulunmak görevlerini üstlenmiştir.¹⁴²

Türkiye ekonomisinin 1960’lı yıllarda planlı döneme girmesiyle birlikte, Türk bankacılık sektörü de 1960-1980 döneminde, söz konusu beş yıllık kalkınma

¹³⁷ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 7.baskı, Ocak 1995, s.109.

¹³⁸ Mert Ural, a.g.e., s.156.

¹³⁹ Haydar Kazgan, Murat Öztürk ve Murat Koraltürk, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Creative Yayıncılık, İstanbul 2000, s.25.

¹⁴⁰ Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, Beta Yayınları, 3. baskı, Eylül 2001, ss.181-183.

¹⁴¹ 1924 yılında kurulmuştur.

¹⁴² Tuncay Artun, **İşlevi, Gelişimi, Özellikleri ve Sorunlarıyla Türkiye’de Bankacılık**, Tekin Yayınevi, İstanbul 1983, s.42.

planlarında ve yıllık programlarda belirtilen ilkelere uygun bir yapıda gelişmiştir. Bu dönemin bankacılık açısından ön plana çıkan özellikleri; uzman bankalara, kalkınma ve yatırım bankalarına önem verilmesi, ticari bankaların kurulmasına ise, sınırlama getirilmiş olmasıdır. Ayrıca bu dönemde, özellikle de 1970’li yılların başlarında, holdingleşmenin hız kazandığı ve buna paralel olarak holding bankacılığının geliştiği görülmektedir.¹⁴³

1970’li yıllarda yaşanan petrol krizleri sonrasında, Türkiye ekonomisi bir darboğaz içine girmiştir. 1970’li yılların sonunda, döviz krizi eşliğinde yüksek oranlı enflasyonla karşı karşıya kalınmış ve bu nedenle 24 Ocak 1980’de bir istikrar ve ekonomik değişim programı uygulamaya konmuştur. Bankacılık sektörü de, bu istikrar programının hedefine uygun olarak, yürürlüğe giren dışa açılma, serbest piyasa ekonomisine geçiş ve serbestleştirme politikalarından en çok etkilenen ve değişim içine giren sektörlerden biri olmuştur. Bu çerçevede, Türk bankacılık sektörü de 1980’den itibaren hızlı bir değişime uğrayarak, uluslararası banka ve finans sistemi ile bütünleşme sürecine girmiştir. Söz konusu dönemde serbest piyasa ekonomisine geçişle birlikte, dış dünya ile ekonomik ve finansal bütünleşmenin gerçekleştirilmesi gibi, yapısal değişime yönelik politikalar hayata geçirilmiştir. Yine aynı yıllarda, tüm dünyada finansal pazarların serbestleştirilmesi eğiliminin ortaya çıkmasının, bunda önemli bir rolü olduğu söylenebilir.¹⁴⁴ Tablo 5’de 1981-1990 yılları arasındaki dönemde Türk bankacılık sisteminde yer alan banka ve şube sayısı ile bankacılık sistemi aktif büyüklüğünün GSYİH içindeki ağırlığı özetlenmektedir.¹⁴⁵

¹⁴³ Tezer Öcal, **Türk Banka Sistemi**, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, Emel Matbaacılık Sanayi Ltd. Şti., Ankara 1992, s.148.

¹⁴⁴ Tezer Öcal, a.g.e., s.148.

¹⁴⁵ İhsan Uğur Delikanlı, “Türk Bankacılık Sektöründe Kapasite Analizi (1981-2000) ve Avrupa Birliği İle Mukayesesi”, **BDDK Raporu**, Ankara 2005, ss.1-167.
http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/2943Kapasite_analizi.pdf
(Erişim:01.06.2007).

Tablo 5: Türkiye’de Bankacılık Sektörü (1981-1990)

Yıllar	Banka Sayısı	Şube Sayısı	Banka Aktiflerinin GSYİH İçindeki Payı (%)
1981	45	6248	47.0
1982	48	6357	42.2
1983	44	6285	45.2
1984	47	6206	45.6
1985	50	6272	44.2
1986	56	6348	49.5
1987	56	6417	55.3
1988	62	6528	52.9
1989	62	6593	48.0
1990	66	6477	43.3

Kaynak: İhsan Uğur Delikanlı, a.g.k., s.10 ve s.80’de yer alan tablolardan yararlanılarak tarafımızca hazırlanmıştır.

Piyasa ekonomisine geçilen 1980’li yıllarda, uygulamaya konulan yapısal değişiklikler, finansal yapı ve bankacılık sektörü üzerinde önemli etkilerde bulunmuştur. 1990’lı yıllardaki gelişmeler ve yaşanan krizler ise bankacılık sisteminin finansal yapısının önemli ölçüde bozulmasına neden olmuştur. Bu dönemde sektördeki ilk büyük finans krizi 5 Nisan 1994 yılında yaşanmış ve olumsuz etkileri günümüze kadar sürmüştür. Kriz, iyi idare edilmeyen ve mali bünyeleri zayıf olan bankaların ve kurumların iflasını hızlandırmış, krizle gelen şok, bankacılık sisteminin toplam varlıklarını büyük oranda azaltmış ve ayrıca aktif ve pasif yapısında değişikliklere yol açmıştır. Kriz sonrasında bankacılık sistemi hızla küçülerek öz kaynaklarının önemli bir bölümünü kaybetmiştir. Yeniden güven sağlamak ve olası bir krizi engellemek amacıyla bir çözüm olarak tasarruf mevduatına tam güvence getirilmiştir. Buna rağmen, bankaların faaliyetlerinin

denetim sonuçlarına ilişkin kararların alınmasında gerekli hassasiyet gösterilememiştir. Banka sisteminin denetiminde yaşanan eksiklikler nedeniyle sağlıklı bir yapılanma gerçekleştirilememiştir. Bu dönemde, sistemin finansal yapısını bozacak aşırı risk alınmasını engellemek üzere bankalar ve finansal kurumların risklerini sınırlandıracak ve iyi yönetilmesini sağlayacak düzenleme getirilememiştir.¹⁴⁶

Erdoğan'a (2002) göre, 1994 bankacılık ve finans krizi, TCMB'nin duruma zamanında ve gerekli ölçüde müdahale edecek kadar rezervi olmaması nedeniyle yaygınlaşmış ve tüm bankacılık sektörünü ve ekonomiyi tehdit eder hale gelmiştir.¹⁴⁷ Şahin (2000) bankacılık sektörünün 1994 krizinden önemli boyutta etkilenmesinin temel nedenini ise 1989-1993 döneminde izlenen düşük döviz kuru ve yüksek faiz politikalarının sona ermesi ile kâr oranlarının düşmesi olarak ifade etmektedir.¹⁴⁸ 1994 krizi ve takip eden yıllarda yaşanan finansal krizler göstermiştir ki; Türkiye'de ekonomik istikrarın sağlanması ve sürdürülebilmesi için alınması gereken yapısal önlemlerin başında, bankacılık sektörüne ilişkin düzenlemeler gelmektedir. 1990'lı yılların sonuna gelindiğinde banka sistemi çok ciddi bir sistemik riske¹⁴⁹ maruz kalmıştır. Banka sisteminin yeniden yapılandırılması, ve finansal bünyelerine ilişkin sorunların çözülmesi kaçınılmaz olmuştur. Ekonomik performansın olumsuz etkilediği bankaların finansal bünyelerindeki bozulma bu kez ekonomik istikrarın oluşturulmasını tehdit eder hale gelmiştir.¹⁵⁰ Bankacılık sisteminde yeniden yapılandırma süreci 1999 yılı sonunda uygulanmaya konulan "enflasyonla mücadele" programı ile başlatılmıştır.¹⁵¹ 1991-2000 yılları arasındaki dönemde

¹⁴⁶ Ekrem Keskin, Melike Alparslan, Emre A.İnan, "Türk Bankacılık Sektörü", Türkiye İktisat Kongresi Raporu, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:49, Haziran 2004, ss. 68-96.

¹⁴⁷ Niyazi Erdoğan, **Dünya ve Türkiye'de Finansal Krizler, (Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Uygulamaları – Kamu Bankaları Deneyimi)**, Yaklaşım Yayınları, 2002, s.129.

¹⁴⁸ Hüseyin Şahin, **Türkiye Ekonomisi, (Tarihsel Gelişimi – Bugünkü Durumu)**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 6. Baskı, Bursa 2000, s.410.

¹⁴⁹ Bankacılıkta, bankaların tek tek değil sistemin bütününden kaynaklanan risk türüdür. Özellikle bir bankada oluşan "ödeyememe" sorunun diğer bankalara da yayılması durumunu ifade etmektedir.

¹⁵⁰ Ekrem Keskin, Melike Alparslan, Emre A.İnan, a.g.m., ss.74-75.

¹⁵¹ Nitekim, Türkiye'de Haziran 1999 yılında Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve Avrupa Birliği (AB) kriterlerine uygun bir 4389 sayılı Bankalar Yasası çıkarılmıştır. Bu yasa çerçevesinde, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu'nun (BDDK) oluşumu tamamlanmış, görev ve yetkileri düzenlenmiş, sektöre yeni banka katılması, şube açılması, bankacılık yapma yetkisinin iptali veya Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilmesi gibi temel konular, yeniden ele alınmıştır.

banka ve şube sayısı ile bankacılık sektörü aktif büyüklüğünün GSYİH içindeki payı ise aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Tablo 6: Türkiye’de Bankacılık Sektörü (1991-2000)

Yıllar	Banka Sayısı	Şube Sayısı	Banka Aktiflerinin GSYİH İçindeki Payı (%)
1991	65	6447	47
1992	69	6206	50.7
1993	70	6212	52.9
1994	67	6087	52.3
1995	68	6244	52.8
1996	69	6442	60.6
1997	72	6819	67.2
1998	75	7370	70.2
1999	81	7691	92.4
2000	79	7837	83.4

Kaynak: İhsan Uğur Delikanlı, a.g.k., s.35 ve s.81’de yer alan tablolardan yararlanılarak tarafımızca hazırlanmıştır.

Bankacılık sistemine ilişkin yakın dönem incelendiğinde, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan finansal krizlerin mali bünyesi zayıf olan bankaların yanı sıra mali bünyesi güçlü olan bankaları da olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Mali bünyesi zayıf olan bankalar krizler sonucunda daha da kötüleşerek faaliyetlerini sürdüremez hale geldiklerinden TMSF’ye devrolunurken, mali bünyesi güçlü olan bankalar ciddi sermaye kayıplarıyla karşı karşıya kalmışlardır. Bu kayıplar

Yasanın böyle bir yapılanmaya gidişindeki temel amaç, çağdaş bankacılığın bir gereği olarak, sisteme yönelik politik müdahalelerin en aza indirilmesidir. Yapılan bu değişiklikler, sisteme ve sektöre olan güveni tazelemesi ve mali sistem dışında değerlendirilen tasarrufları sisteme çekmesi, sektördeki birleşme ve yeniden yapılanmaları hızlandırması açısından önemlidir.

sonucunda sermaye yeterlilik oranları yasal sınırların altına gerileyen bu bankalar, sermayelerini artırmak suretiyle yasal oranın üzerine çıkmışlardır. Nitekim, 2001 yılında mali bünyesi güçlü bankaların sermayeleri, gerçekleşen 2,7 milyar dolarlık zarar ve kur etkisiyle 6 milyar dolar erimiş, öz kaynakların toplam aktiflere oranı 2000 yılı sonunda yüzde 15,4 iken, 2001 yılı içerisinde yüzde 7,1'e kadar gerilemiş, bankaların sermaye artırımları ile yıl sonunda yüzde 9,3 olarak gerçekleşmiştir.¹⁵²

2001 yılında “Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı”¹⁵³ açıklanmıştır. 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizlerin etkisiyle mali bünyeleri ve kârlılık performansları kötüleşen özel bankaların daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasına yönelik tedbirler çerçevesinde, öncelik özel bankaların kendi kaynakları ile sermaye yapılarını güçlendirmelerine ve piyasa risklerinin sınırlandırılmasına verilmiştir. İlk dönemde yapılanlar büyük ölçüde düzenlemelerin uluslararası standartlara ve uygulamalara yaklaştırılması yönünde olmuştur.¹⁵⁴ Daha sonra bankalara yönelik stratejinin yeni araçlarla güçlendirilmesi gereği ortaya çıkmış ve özel bankalara yönelik program, yeni araçlarla güçlendirilmiştir. Bu yeni araçlar; (1) özel bankaların erozyona uğrayan sermaye yapılarının gerekirse kamu desteği de sağlanarak güçlendirilmesi, (2) bankacılık sektöründeki kötü aktifler sorununun “İstanbul Yaklaşımı”¹⁵⁵ ve varlık yönetim şirketlerinin kurulması yoluyla çözümlenmesidir.¹⁵⁶

¹⁵² BDDK, “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, Gelişme Raporu- (VI)”, Nisan 2003, ss.5-36, http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/1524BSYYP_Gelisme_042003.pdf (Erişim: 08.07.2007).

¹⁵³ Bankacılık sektöründe yeniden yapılandırma süreci; Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankaların en kısa sürede çözüme kavuşturulması, Kamu bankalarının finansal ve operasyonel açıdan yeniden yapılandırılması, Yaşanan krizlerden olumsuz yönde etkilenen özel bankaların sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, Bankacılık sektöründe gözetim ve denetimin etkinliğini artıracak, sektörü daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşturacak yasal ve kurumsal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi olmak üzere dört temel unsura dayandırılmıştır.

¹⁵⁴ Bankalar Kanunu'nda kapsamlı değişiklikler yapılmıştır. Bankacılık alanında idari ve mali özerkliğe sahip düzenleyici ve denetleyici bir otorite olan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) oluşturulmuştur. Geçmişte Hazine ve T.C. Merkez Bankası arasında paylaşılan banka denetim ve düzenleme görev ve yetkileri 2000 yılı Ağustos ayında faaliyetlerine başlayan BDDK'ya geçmiştir.

¹⁵⁵ 4743 sayılı Kanun ile finansal krizler sonucu ödeme gücünü yitirmiş olan reel sektör şirketlerinin, faaliyetlerini sürdürmeye devam ederek yeniden üretim ve geri ödeme gücü kazanmalarına olanak tanımak amacıyla, mali sektöre olan borçların yeniden yapılandırılmasına ilişkin düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda, “Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşmaları” kapsamında banka alacaklarının, bu anlaşmaların BDDK tarafından onaylandığı tarihten itibaren üç

Türkiye ekonomisi 2002 yılından bu yana ekonomik büyüme bakımından olumlu bir görünüm sergilemiş olup 2006 yılında da bu durum sürmüştü ve son beş yılın yıllık ortalama büyüme hızı %7,4 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2006 yılının son çeyreğine bakıldığında ise, büyüme hızında görece bir yavaşlamanın olduğu görülmektedir. Türk finans sektörüne genel olarak bakıldığında, sektör 2006 yılında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmanın olumsuz yansımalarına rağmen büyüme eğilimini sürdürmüştür.

Bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü Mart 2007 itibarıyla 515.3 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık sektöründe aktif büyüklüğündeki gelişmeye bağlı olarak, personel ve şube sayısında da artış eğilimi sürmektedir. Toplam şube sayısı 7.431 olurken, sektörün istihdamı 153.640 kişiye ulaşmıştır.¹⁵⁷

Banka dışı mali sektörler başlığı altında incelenen finansal kiralama, faktoring ve tüketici finansman sektöründe yer alan şirketler 2006 yılında ve 2007 yılının ilk çeyreğinde aktiflerini önemli ölçüde büyütmüş ve istihdamlarında artış yaratmıştır. Finansal kiralama ve faktoring şirketlerinin öz kaynak ve aktif kârlılıklarında yükselme görülürken, finansman şirketlerinde söz konusu oranlarda az da olsa düşüş gözlenmiştir.

Mart 2007 itibarıyla, Türk finans sektörünün aktif büyüklüğü bir önceki yıl sonuna %5 artarak 592,6 milyar YTL seviyesine ulaşmıştır. Bu yükselişte, ekonomik aktivitenin yavaşlamasıyla faktoring ve tüketici finansman faaliyetlerinde küçülme görülmesine rağmen, bankacılık kesiminin yanı sıra finansal kiralama ve yatırım ortaklıklarındaki görece yüksek büyüme etkili olmuştur. Aynı dönemde, milli gelire oran bakımından Türk finansal sektörünün toplam varlıklarının GSYİH'e oranı %99 düzeyinde olduğu görülmektedir. Finans kesiminde bankacılık sektörünün görece

yıl içinde sözleşmeye bağlanarak, gerektiğinde borçluya ek finansman desteği de sağlanmak suretiyle yeniden yapılandırılması veya yeni itfa planına bağlanması mümkün hale getirilmiştir.

¹⁵⁶ BDDK, "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, Gelişme Raporu- (VI)", a.g.k., s.26.

¹⁵⁷ Büyüme hızının yüksekliği, şube başına nüfus ve toplam aktif tutarı gibi göstergelerin gelişmiş ülke ortalamalarının gerisinde olması, yabancı sermaye ilgisinin yoğunluğu gibi faktörler Türk bankacılık sektörünün halen doygunluk seviyesine ulaşmadığına ve gelecek için yüksek büyüme potansiyeli taşıdığına dair işaretler olarak değerlendirilmektedir.

ağırlığı devam etmekte olup, Mart 2007 itibarıyla finans kesiminin %86.1'inin bankacılık sektörü oluşturmaktadır. Öte yandan; finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri ve tüketici finansman şirketlerinin payı ise söz konusu dönemde %3,4'tür.¹⁵⁸

Tablo 7: Türkiye’de Finansal Sektörün Aktif Büyüklüğü: 2001-2007 (Milyar YTL)

Finansal Kurumlar	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007(*)	Aktif / GSYİH (%)
Bankalar	171.9	216.7	255	313.8	406.9	499.5	515.3	86.1
Finansal Kir. Şirk.	2.8	3.8	5	6.7	6.1	10	10.5	1.8
Faktoring Şirk.	1.5	2.1	2.9	4.1	5.3	6.3	5.9	1.0
Tüketici Fin. Şirk.	0.7	0.5	0.8	1.5	2.5	3.4	3.3	0.6
Sigorta Şirketleri	4.4	5.4	7.6	9.8	14.4	17.4	18.5	3.1
Emeklilik Şirketleri	0	0	3.3	4.2	5.7	7.1	7.2	1.2
MK Aracı Kur.	0.9	1	1.3	1	2.6	2.7	3.4	0.6
MK Yatırım Ort.	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6	0.1
MK Yat. Fonları	4.8	9.3	19.9	24.4	22	22	25.3	4.2
GMYO	0.9	1.1	1.2	1.4	2.2	2.5	2.6	0.4
Toplam	188.0	240.0	297.2	367.2	468.2	571.4	592.6	99.1

(*) Mart 2007 verisidir.

Kaynak: BDDK, “Finansal Piyasalar Raporu”, Mart 2007, s.27.

Türkiye’de finansal sektörün yapısal görünümüne bakıldığında sektörde Mart 2007 itibarıyla yaklaşık 180.290 kişi istihdam edildiği görülmektedir. İstihdam

¹⁵⁸ BDDK, “Finansal Piyasalar Raporu”, Sayı:5, Mart 2007, s.27,
http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/1524BSYYP_Gelisme_042003.pdf
(Erişim: 07.09.2007).

kapasitesinin dağılımı da aktif büyüklüğüne benzer bir yapı göstermektedir ve bankacılık kesiminin en yüksek düzeyde istihdamı yarattığı görülmektedir (%85.2'sı). Finansal kesimin aktif hacmindeki büyümeye bağlı olarak istihdam kapasitesini de istikrarlı bir biçimde artırdığı ve bu eğilimin 2007 yılının ilk çeyreğinde de devam ettiği gözlenmektedir.¹⁵⁹

Finansal sektörde yer alan kuruluş ve şube sayıları, faaliyet alanlarındaki farklılaşmaya paralel olarak değişiklik göstermektedir. Bu yapısal durum benzer şekilde sektörün yoğunlaşma göstergelerine de yansımaktadır. Aktif büyüklüklerine göre gerçekleştirilen hesaplamalar çerçevesinde, kendi sektörü içerisinde aktif büyüklüğüne göre ilk 5 firmanın en yüksek paya sahip olduğu sektör %95 ile tüketici finansman şirketleridir. Bankacılık sektöründe ise bu oran %60,9 düzeyindedir. Piyasa yoğunlaşması göstergesi olarak kullanılan Herfindahl-Hirschman Endeksine (HHI) bakıldığında da benzer bir gelişme görülmektedir. 2006 yıl sonu itibarıyla, tüketici finansman ve bireysel emeklilik şirketlerinde ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarında görece yüksek piyasa yoğunlaşması tespit edilmektedir. Faktoring, finansal kiralama ve bankacılıkta ise söz konusu endeks daha ılımlı derecede bir yoğunlaşmaya işaret etmektedir.¹⁶⁰

¹⁵⁹ BDDK, "Finansal Piyasalar Raporu", Mart 2007, s.27.

¹⁶⁰ BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Sayı:4, Aralık 2006, s.27, http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/1651BDDK_FPR_Aralik2006_27042007.pdf (Erişim:08.06.2007).

Tablo 8: Türkiye’de Finansal Sektörün yapısı (2004-2006)

Aktif Büyüklüğüne Göre	2004			2005			2006		
	İlk 5 (%)	İlk 10 (%)	HHI(*)	İlk 5 (%)	İlk 10 (%)	HHI(*)	İlk 5 (%)	İlk 10 (%)	HHI(*)
Bankalar	58,1	82,0	906	61,4	82,9	934,7	60,9	83,5	911,1
Finansal Kir. Şir.	44,7	68,9	604,9	49,0	72,0	688,0	53,8	77,7	812,0
Faktoring Şirketleri	33,4	49,9	420,5	35,0	55,0	419,2	43,5	59,8	521,3
Tüketici Fin. Şirk.				95,4	99,3	3.613,3	95,0	100	3.088,5
Sigorta Şirk.	48,0	72,9	643,5	57,5	78,3	972,1	41,9	61,3	882,0
Bireysel Emek. Şirk.	85,9	99,3	2.192,6	80,6	99,0	1.877,7	77,1	98,7	1.691,7
MKYO	-	-	-	36,9	49,3	443,8	43,8	57,2	596,7
GMYO	69,4	85,2	1.721,1	62,0	81,8	1.364,2	62,0	80,0	1.305,5

(*) Herfindahl-Hirschman Endeksi.

Kaynak: BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Aralık 2006, s.28.

Finansal sektörün piyasa yapısına ilişkin yoğunlaşma göstergelerinde Mart 2007 itibarıyla önemli bir değişiklik olmamıştır. İlk 5 firmanın en yüksek paya sahip olduğu sektör %94,7 ile tüketici finansman sektörü, ilk 5 bankanın en düşük paya sahip olduğu sektör ise %37,6 ile faktoring sektörüdür. Bankacılık sektöründe ilk 5 bankanın payında Aralık 2006’ya göre küçük bir artış yaşanmış ve söz konusu oran %61,3 olmuştur. Piyasa yoğunlaşması göstergesi olarak kullanılan Herfindahl-Hirschman Endeksine bakıldığında da benzer bir gelişme görülmektedir. Mart 2007 itibarıyla, tüketici finansman, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında ve bireysel emeklilik şirketlerinde görece yüksek piyasa yoğunlaşması tespit edilmektedir. Faktoring, finansal kiralama ve bankacılıkta ise söz konusu endeks daha ılımlı derecede bir yoğunlaşmaya işaret etmektedir.

2. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİ KONU ALAN BAZI ÇALIŞMALAR

Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine yönelik ampirik çalışmaların son yıllarda gelişerek ortaya konulduğu söylenebilir. Çalışmamızın bu bölümünde söz konusu çalışmaların bir kısmına değinilmekte ve ilgili çalışmalara ait bulgular özetlenmektedir.

Darrat (1999) finansal derinliğin ekonomik büyümeye olan etkilerini Türkiye, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri özelinde incelemiştir. Çok değişkenli Granger nedensellik testleri ve hata düzeltme mekanizmasına dayanan ampirik bulgular her üç ülkede de nedensellik ilişkisinin arz öncüllü hipotezi destekler nitelikte olduğunu göstermektedir.¹⁶¹

Kar ve Pentecost (2000) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini Türkiye özelinde incelemiştir. Çalışmada kullanılan yöntem eşbütünleşme ve hata düzeltme modeline dayanmaktadır.¹⁶² Nedensellik sonuçlarının sağlamlığını ölçmek amacıyla açıklayıcı değişken olarak beş farklı finansal gelişme göstergesi kullanılmıştır. Söz konusu göstergeler:

- Para arzının milli gelire oranı¹⁶³ (*M2Y*),
- Banka mevduatlarının milli gelire oranı (*BDY*),
- Özel sektöre kullandırılan kredilerin milli gelire oranı (*CPY*),
- Yurt içi krediler içinde özel sektör kredilerinin oranı (*CPD*),
- Yurt içi kredilerin milli gelire oranı (*DCY*) şeklindedir.

¹⁶¹ Ali F. Darrat, "Are Financial Deepening And Economic Growth Causally Related? Another Look At The Evidence," **International Economic Journal**, Korean International Economic Association, vol. 13(3), October 1999, ss.19-35.

¹⁶² Muhsin Kar ve Eric J. Pentecost, "Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on The Causality Issue", **Loughborough University Economic Research Paper**, No:00/27, December 2000, ss. 3-20.

¹⁶³ Muhsin Kar ve Eric J. Pentecost (2000) çalışmalarında para arzının milli gelire oranı olarak (*M2Y*/Milli Gelir) oranını kullanmakla beraber literatürde (*M2*/Milli Gelir) ya da *M3*’ün de kullanıldığını ifade etmişlerdir.

Bağımlı değişken olarak kişi başına milli gelirdeki değişme (*YP*) kullanılmıştır. Çalışma 1963-1995 yılları arasındaki dönemi incelemekte ve yıllık verilere dayanmaktadır.

Yapılan birim kök testleri sonucunda tüm değişkenlerin birinci farkları durağan olarak tespit edilmiştir. Ardından iki değişkenli bir sistemde Johansen eşbütünleşme testleri yapılmış ve özel sektör kredilerinin yurt içi kredilere oranı olarak ifade edilen *CPD* ile bağımlı değişken arasında %10 anlamlılık düzeyinde; diğer dört açıklayıcı değişken ile bağımlı değişken arasında %5 anlamlılık düzeyinde olmak üzere tek eşbütünleşik vektör tespit edilmiştir. Hata düzeltme modeline dayanan Granger nedensellik testi sonuçları ise Tablo 9’da özetlenmektedir.

Tablo 9: Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme İlişkisinde Nedenselliğin Yönü (1963-1995)

Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme Göstergeleri	Nedensellik İlişkisinin Yönü	
YP ve M2Y	Finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olmaktadır.	
YP ve BDY		Ekonomik büyüme finansal gelişmeye neden olmaktadır.
YP ve CPY		Ekonomik büyüme finansal gelişmeye neden olmaktadır.
YP ve CPD	Finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olmaktadır.	
YP ve DCY		Ekonomik büyüme finansal gelişmeye neden olmaktadır.

Kaynak: Muhsin Kar ve Eric J. Pentecost, a.g.m., s. 20.

Buradan da açıkça görülebileceği üzere incelenen dönemde Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin yönü seçilen finansal gelişme göstergesine bağlı olarak değişmektedir. Bu bağlamda söz konusu dönem için

Türkiye’de arz öncüllü hipotez ya da talep takipli hipotezin geçerli olduğu yönündeki bir kesin yargıya varmak mümkün değildir.

Ünalınış (2002) 1970-2001 yılları arasındaki dönemde Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin yönünü incelemiştir. Yurt içi kredilerin milli gelire oranı (*LDCG*), özel sektör kredilerinin milli gelire oranı (*LPCDC*), para arzının (*M2Y*) milli gelire oranı (*LM2YG*) ve toplam mevduatların milli gelire oranı (*LTLDG*) gibi değişkenler finansal gelişme göstergeleri olarak, ekonomik büyüme ise kişi başına reel milli gelir (*DLPCI*) şeklinde analize dahil edilmiştir.¹⁶⁴

Tüm değişkenlerin doğal logaritmik dönüşümleri alınmış ve yapılan Dickey-Fuller birim kök testleri sonucunda değişkenlerin birinci farklarının durağan oldukları tespit edilmiştir. Ardından yapılan Johansen eşbütünleşme testi sonuçlarına göre *DLPCI-LTDG* ve *DLPCI-LPCDC* çiftleri arasında %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme tespit edilemezken; diğer açıklayıcı değişkenler ile bağımlı değişken arasında eşbütünleşme tespit edilmiştir.

Durağan olmayan ve aralarında eşbütünleşme tespit edilemeyen değişkenlere uygulanan Granger nedensellik sınaması sonuçları aşağıda tablo 10’da özetlenmektedir. Görüldüğü üzere nedensellik ilişkisinin yönü söz konusu değişkenlere bağılı olarak değişmektedir.

¹⁶⁴ Deren Ünalınış, “The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey”, **TCMB Research Department Working Paper**, No:3, June 2002, ss.1-11.

Tablo 10: Eşbütünleşme İlişkisi Tespit Edilemeyen Zaman Serilerinde Nedenselliğin Yönü (1970-2001)

Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme Göstergeleri	Nedensellik İlişkisinin Yönü	
<i>DDLPCI ve DLTDG</i>	Finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olmaktadır.	
<i>DDLPCI ve DLPCDC</i>		Ekonomik büyüme finansal gelişmeye neden olmaktadır.

Kaynak: Deren Ünalı, a.g.m., s. 6.

Aralarında eşbütünleşme tespit edilen değişkenlere ilişkin Granger nedensellik sınaması sonuçları ise aşağıda tablo 11’de özetlenmektedir. Görüldüğü üzere, kısa dönemde *LPCG* ve *LDCG* değişkenlerinin yer aldığı analizler finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi ortaya koymaktadır. Uzun dönemde ise, finansal gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Tablo 11: Eşbütünleşme İlişkisi Tespit Edilen Zaman Serilerinde Nedenselliğin Yönü (1970-2001)

Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme Göstergeleri	Nedensellik İlişkisinin Yönü
<i>DLPCI ve LPCG</i>	Uzun dönemde çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Kısa dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedensellik tespit edilmiştir.
<i>DLPCI ve LDCG</i>	Uzun dönemde çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Kısa dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedensellik tespit edilmiştir.
<i>DLPCI ve LM2YG</i>	Uzun dönemde çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir.

Kaynak: Deren Ünalı, a.g.m., s. 7.

Yakın dönemde Aslan ve Küçükaksoy (2006) tarafından Türkiye ekonomisinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen bir çalışma ortaya konulmuştur.¹⁶⁵ Söz konusu çalışmada Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin nedensellik boyutu, 1970-2004 dönemi yıllık verileri kullanılarak incelenmiştir.

Yıllık veri kullanımının başlıca nedeni olarak ekonomik büyüme olgusunun kişi başına gayri safi milli hasıla düzey değerleri şeklinde dikkate alınması ve ilgili verilerin Türkiye ekonomisi koşullarında yıllık gözlem aralıkları itibarıyla elde edilebilmesi olarak ifade edilmiştir. Bu amaçla, ekonomik büyümeyi temsil edebilmek amacıyla öncelikle kişi başına reel gayri safi milli hasıla düzey verileri için doğal logaritmik¹⁶⁶ dönüşüm gerçekleştirilmiş ve ekonomik büyüme olgusu tanınamaya çalışılmıştır. Finansal gelişme olgusu için ise, özel sektör finansal aracılık hizmetlerini ve bu tür faaliyetlerin yatırım harcaması kanalıyla üretken sektörlere aktarımını ortaya koyabilecek özel sektör kredi hacmi büyüklüğü, doğal logaritmik dönüşüm gerçekleştirildikten sonra finansal gelişmişlik göstergesi olarak dikkate alınmıştır. Logaritmik dönüşüm ile değişkenler arasında esneklik ilişkisi ortaya konulabildiğinden, değişkenler arasındaki olası nedenselliğe oransal ifadeleri içeren bir yorum getirmek amaçlanmıştır.¹⁶⁷

Yapılan Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök (ADF) sınaması ile kullanılan zaman serilerinin düzey durağan olduklarını tespit etmişlerdir. Ardından yapılan Granger nedensellik sınaması sonuçlarına göre, Türkiye’de finansal gelişme, ekonomik büyümenin nedeni olarak tespit edilmiş ve ekonomik büyümeyi öncelediği ifade edilmiştir. Bu bağlamda, ilişkinin yönü arz öncüllü hipotezin desteklediği gibi finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tahmin edilmektedir.

¹⁶⁵ Özgür Aslan ve İsmail Küçükaksoy. “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı: 4, 2006, s.12-28.

¹⁶⁶ Logaritma ekonometrik analizlerde kolaylık sağladığından oldukça sık kullanılmaktadır. Çok genel olarak sayıların yazımında 10’luk sistem kullanıldığı için logaritma cetvelleri de 10’luk hazırlanmıştır. 10 tabanına göre logaritmalar yanında, ekonometride e tabanına göre logaritma da kullanılmaktadır. 10 tabanına göre logaritmaya bayağı logaritma, e tabanına göre logaritmaya da doğal logaritma veya neperyen logaritma denilmektedir. Logaritmanın ekonometrik uygulamalarda kullanımı için bakınız: Şahin Akaya ve Vedat Pazarlıoğlu, **Ekonometri 1**, Genişletilmiş 4. Baskı, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 2000, ss.225-236.

¹⁶⁷ Özgür Aslan ve İsmail Küçükaksoy, a.g.m., ss. 12-28.

Bu kısımda; çalışmamızın uygulama bölümüne ışık tutabilmek için Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini birim kök testleri, eşbütünleşme ve nedensellik testleri gibi ekonometrik araçları kullanarak açıklamaya çalışan bazı çalışmalara değinilmiştir. Söz konusu ekonometrik araçların dışında, çeşitli istatistiksel ve matematiksel araçları kullanarak Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini irdeleyen çalışmaların bulunduğu da belirtilmelidir.¹⁶⁸

3. TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Çalışmamızın önceki bölümlerinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi teorik ve ampirik düzeyde tartışılmış, ortaya konulan görüş ve bulgular özetlenmiştir. Türkiye’de finansal gelişme olgusuna kısaca değinildikten sonra Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini ampirik olarak sınanan bazı çalışmalar özetlenmiştir.

Çalışmamızın bu bölümünde, finansal gelişme olgusu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki Türkiye ekonomisi özelinde ampirik olarak incelenmeye çalışılmaktadır.

3.1. Veri Seti, Model ve Ekonometrik Yöntem

Çalışmamızın bu kısmında öncelikle teorik ve ampirik literatür bölümlerinde sözü edilen çalışmalar dikkate alınarak, finansal gelişme olgusunu ekonomik büyüme ile ilişkilendirebilmek amacıyla uygun değişkenler tespit edilmiş ve birim kök

¹⁶⁸ Türkiye’deki firmaların mali yapıları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi mikro ekonomik açıdan araştıran kapsamlı bir çalışma için bakınız:

Cihan Yalçın, Olcay Y. Çulha, Pınar Ö. Özlü, “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Mali Yapı (Mali Gelişmişlik / Firma mali Yapısı), **TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi**, No:5, Kasım 2005, ss.1-120.

Türk bankacılık sektöründe aracılık maliyetlerinin düşürülmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki için bakınız:

Ercan Türkan ve diğerleri, “Türk bankacılık Sektöründe Aracılık maliyetlerinin Azaltılması”, **BDDK Çalışma Raporu**, 2003, ss.1-91.

testleri, eşbütünleşme analizleri ve nedensellik testleri ile olası ilişki ampirik olarak araştırılmıştır.

Bu çalışmada kullanılan veriler niteliği itibarıyla 1987:1–2006:4 dönemi için çeyrekli gözlemleri dikkate almaktadır. Çeyrekli veri kullanımının başlıca nedeni önceki bölümlerde incelenen ilgili verilerin Türkiye ekonomisi koşullarında birbirleriyle uyumlu olarak çeyrekli gözlem aralıkları itibarıyla elde edilebilmesidir. Bu bağlamda, ekonomik büyümeyi temsil edebilmek amacıyla kişi başına düşen reel milli gelir düzeyi doğal logaritmik dönüşüm gerçekleştirilerek analize dahil edilmiştir. Finansal gelişme olgusu için ise Kar ve Pentecost (2000), Ünalmış (2002), Keskin ve Karşıyakalı (2006) çalışmaları dikkate alınarak altı ayrı finansal gelişme göstergesi doğal logaritmik dönüşüm gerçekleştirilerek analize dahil edilmiştir. Birden fazla finansal gelişme göstergesi kullanmadaki amaç, araştırılan olası ilişkiye ait ampirik bulguların sağlamlığını artırmaktır. Çalışmada kullanılan zaman serileri verileri TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir. Söz konusu seriler:

Ekonomik büyüme göstergesi:

$\ln krg$: Kişi başına reel gelir (1987 fiyatlarıyla)

Finansal gelişme göstergeleri:

$\ln m2g$: M2 para arzı / GSYİH

$\ln m2yg$: M2Y para arzı / GSYİH

$\ln oskg$: Özel sektöre verilen krediler / GSYİH

$\ln osktk$: Özel sektöre verilen krediler / Toplam krediler

$\ln tkg$: Toplam krediler / GSYİH

$\ln mevg$: Toplam mevduat / GSYİH şeklindedir.

Çalışmamızda yukarıda tanımlanan değişkenler ışığında ekonomik büyüme (EB) ve finansal gelişme (FG) ilişkisi, temel olarak aşağıdaki regresyon denklemleri ile araştırılmaktadır:

$$EB = f (FG) \quad (15)$$

$$FG = f /EG) \quad (16)$$

Bu çalışmayı önceki bölümlerde kısaca değinilen diğer çalışmalardan ayıran ve özgün kılan yönleri ise; dikkate aldığı gözlem aralığı, finansal gelişme olgusunu temsilen altı ayrı göstergeyi kullanması, birden fazla birim kök testi kullanılarak durağanlık analizine gidilmesi ve yapısal kırılma olgusunu dikkate alarak birim kök ve eşbütünleşme analizlerinin ortaya konulması olarak sıralanabilir.

Zaman serileri ile ilgili en önemli noktalardan biri söz konusu serilerin durağan olup olmamasıdır.¹⁶⁹ Durağan olmayan zaman serileri ekonometrik uygulamalarda sorun oluşturmakta ve bu seriler ile yapılan öngörümlemelerde değişkenler arasındaki ilişki sahte regresyon (spurious regression) şeklinde ortaya çıkabilmektedir.¹⁷⁰ Sahte regresyon durumunda ise standart t-istatistikleri ve diğer standart istatistikler yapay bir biçimde şişmekte ve gerçekte olduğundan daha yüksek bulunmaktadır.¹⁷¹ Ortaya çıkan hatalı ölçüm ve öngörümlemeler ise sağlıklı değerlendirme ve politika önerileri yapma olanağını ortadan kaldırmaktadır.

Sahte regresyona çözüm olarak birçok yöntem önerilmiştir. Değişkenlerin farkının alınması (differencing) yöntemiyle stokastik trendin elemine edilmesi önerilmiş, ancak bu yöntemin uzun döneme ait değerli bilgi kaybına neden olduğu saptanmıştır. Bu noktada, Engle ve Granger (EG) tarafından literatüre eşbütünleşme (cointegration) kavramı sunulmuştur. Eşbütünleşme durumunda, değişkenler ayrı ayrı trend içerse (nonstationarity) bile uzun dönemdeki sapmaları ifade eden (uzun dönem regresyon) hata terimi, durağan (stationary) ise değişkenler arasında gerçek

¹⁶⁹ Eğer bir stokastik sürecin ortalaması ve varyansı zaman içinde sabit kalıyor ve iki zaman arasındaki kovaryansın değeri sadece iki zaman arasındaki farka veya gecikmeye bağlı ise bu stokastik süreçte durağan denilmektedir. Durağan olarak adlandırılan zaman serilerinin bütünleşme düzeyi sıfır olup $I(0)$ şeklinde gösterilmektedir.

¹⁷⁰ Clive W.J. Granger ve P. Newbold, "Spurious Regressions in Econometrics", **Journal of Econometrics**, Vol.2, Issue:2, ss.111-120

¹⁷¹ Tahmin edilen regresyonun R^2 değerinin Durbin-Watson (DW) değerinden çok yüksek olması durumunda sahte regresyon olasılığı artmaktadır. Buna başparmak kuralı (*rule of thumb*) da denilmektedir.

iktisadî nedensellik ilişkisi vardır.¹⁷² Türkiye’de ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki nedenselliğin araştırıldığı bu çalışmada eşbütünleşme analizi; ekonomik değişkenlerin regresyon ve modellenmesinde sahte regresyon sonuçlarını engelleyen bir süreç ve teorik literatür bölümünde değinilen görüşlerin sınanması bakımından bir yöntem olarak kullanılmaktadır.

3.1.1. Bütünleşme Derecesinin Sınanması ve Birim Kök Testleri

Durağan olmayan zaman serilerinin ekonometrik analizlerde sorun oluşturduğu belirtildikten sonra uygulamalı bir analizin başlangıç noktasını her bir değişkene ait bütünleşme derecesinin belirlenmesi oluşturmaktadır. Durağan olmayan bir zaman serisi, örneğin X_t , “d” defa farkı alınarak durağan hale geliyorsa X_t ’nin “d” düzeyinden bütünleşik (integrated of order d) olduğu söylenir ve $X_t \sim I(d)$ şeklinde gösterilir.

Bir zaman serisinin bütünleşme derecesini belirlemek için görsel saptama yolu ile zamana karşı grafiğine ve korelogramına¹⁷³ bakılmakta, buradan elde edilen ön bilgi sonrasında birim kök testleri uygulanmaktadır.

3.1.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Ekonometrik analizlerde birim kök testleri arasında en yaygın kullanılan test Genişletilmiş Dickey-Fuller testidir (ADF). Bu test, Dickey-Fuller (DF) birim kök testinde yer alan bağımlı değişkene ait gecikmelerin, açıklayıcı değişkenler olarak modele dahil edilmesi ile yapılmakta olup önerilen modeller şu şekildedir:¹⁷⁴

¹⁷² Utku Utkulu, “Türkiye’de Dış açıkların Belirleyicileri: Ekonometrik Bir İnceleme”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:16, Sayı:2, 2001, ss.117-118.

¹⁷³ Korelogram, zaman serisine ait otokorelasyon fonksiyonunun çiziminden elde edilmektedir. Bir zaman serisine ait korelogram yüksek bir değerden başlayıp yavaş yavaş küçülüyor ise söz konusu serinin durağan olmadığı yönünde şüphelenilebilir.

¹⁷⁴ David A. Dickey ve Wayne A. Fuller, “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With A Unit Root”, **Journal of the American Statistical Association**, Vol. 74, No:366, 1979, ss. 427-431.

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^m \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (16)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^m \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (17)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \beta_t + \sum_{i=2}^m \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (18)$$

Görüldüğü üzere modele sabit terim, trend veya her ikisinin de eklenmesi olanaklıdır. Modeldeki “m” gecikme sayısı olup hata terimindeki olası otokorelasyon sorununu giderecek kadar büyük ve serbestlik derecesini fazla düşürmeyecek kadar küçük olmalıdır.¹⁷⁵ Gecikme sayısını belirlemek için Akaike Bilgi (AIC), Schwarz Bayesian (SB) ve Hannan-Quinn (HQ) kriterlerinden yararlanılmaktadır.

Bu testin sonucunda elde edilen “ τ ” değeri Dickey-Fuller tarafından hesaplanan (MacKinnon¹⁷⁶ tarafından yeniden düzenlenen) tablo değerleri ile karşılaştırarak “ $\gamma=0$ ” hipotezi test edilmektedir.¹⁷⁷ Sıfır hipotezi serinin durağan olmadığını ve birim köke sahip olduğunu, alternatif hipotez ise serinin durağan olduğunu göstermektedir. Hesaplanan “ τ ” mutlak değerde kritik tablo değerini aşıyorsa “ $\gamma=0$ ” sıfır hipotezi reddedilir ve zaman serisinin durağan olduğu sonucuna ulaşılır.

Serilerin düzey seviyelerine uygulanan ADF testi sonuçları aşağıda tablo 12’de özetlenmektedir. Serilerin düzey verilerine uygulanan ADF testi sonuçlarına göre *lnlkg* değişkeni [$-3.21 > -2.90$] dışındaki tüm seriler birim kök içermektedirler. Bu doğrultuda düzey seviyesinde birim kök içerdiği saptanan serilerin 1. farkları ADF testi ile sınanmıştır.

¹⁷⁵ Gülcan Önel, “Türkiye’de Dış Borçların Sürdürülebilirliği”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2004, s.87.

¹⁷⁶ James G. MacKinnon, “Critical Values for Cointegration Tests”, Robert F. Engle ve Clive W.J. Granger (eds.), İçinde: Long-run Economic Relationships: Readings in Cointegration, Oxford University Press, UK, 1991, ss.267-276.

¹⁷⁷ Walter Enders, **Applied Econometric Time Series**, Jonh Wiles and Sons, Canada, 1995, s.225.

Tablo 12: ADF Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

Değişken	Düzey Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5)	Sonuç
lnkrg	-2.0637 (0)	-3.46 ^a	Durağan Değil
lnm2g	-1.9427 (8)	-3.47 ^a	Durağan Değil
lnm2yg	-2.8206 (8)	-3.47 ^a	Durağan Değil
lnoskg	-3.0888 (8)	-3.47 ^a	Durağan Değil
lnosktk	-2.4801 (4)	-3.47 ^a	Durağan Değil
lntkg	-3.2188 (8)	-2.90 ^b	Durağan
lnmevg	-2.9032 (8)	-3.47 ^a	Durağan Değil
a Regresyon sabit terim ve trend içermektedir. b Regresyon sabit terim içermektedir. Parantez içindeki değerler AIC'ye göre uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.			

Tablo 13: ADF Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar)

Değişken	Düzey Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5)	Sonuç
dlnkrg	-8.6157 (0)	-1.94	Durağan
dlnm2g	-1.8995 (7)	-1.94	Durağan Değil
dlnm2yg	-4.5329 (6)	-2.90 ^b	Durağan
dlnoskg	-2.1123 (7)	-1.94	Durağan
dlnosktk	-4.9048 (5)	-2.9 ^b	Durağan
dlnmevg	-3.8745 (3)	-1.94	Durağan
a Regresyon sabit terim ve trend içermektedir. b Regresyon sabit terim içermektedir. Parantez içindeki değerler AIC'ye göre uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.			

Tablo 13'ten de görülebileceği üzere $lnm2g$ değişkeni dışındaki tüm seriler 1. farkları alındığında durağan hale gelmektedirler [yani $I(1)$ 'dirler]. $lnm2g$ değişkenine ait 1. fark istatistiği %5 anlamlılık düzeyinde, az bir farkla da olsa mutlak değer içinde MacKinnon kritik değerinden küçüktür [$|-1.89| < |-1.94|$]. Bu durumda serinin birim kök içerdiği şeklindeki sıfır hipotezi reddedilememektedir.¹⁷⁸

3.1.1.2. KPSS Birim Kök Testi

Kwiatkowski, Philips, Schmidt ve Shin tarafından geliştirilen KPSS birim kök testi, ADF birim kök testinin sıfır hipotezine karşı analiz edilmektedir.¹⁷⁹ Zaman serilerine yönelik ADF ve Philips-Perron¹⁸⁰ (PP) birim kök testlerinin sonuçları gecikmelere karşı duyarlıdır.¹⁸¹ KPSS testi, ADF ve PP testlerinin bu eksik yönünü dikkate alma bağlamında uygulanması gerekli bir test olarak görülmektedir.¹⁸² ADF birim kök testinin ardından serilere uygulan KPSS birim kök testi sonuçları aşağıdaki tablolarda (14-15) özetlenmektedir.

¹⁷⁸ $dlnm2g$ değişkenin bir kez daha farkı alındığında ADF test istatistiği -7.8973 elde edilmiştir. Bu değer mutlak değer içinde MacKinnon kritik değerinden büyük [$|-7.89| > |-2.90|$] olup serinin birim kök içerdiği şeklindeki sıfır hipotezi reddedilebilmektedir. $lnm2g$ değişkeni ADF birim kök testi sonuçlarına göre ikinci dereceden bütünlüktedir [yani $I(2)$ 'dir]. AIC'ye göre uygun gecikme uzunluğu 6 olarak bulunmuştur.

¹⁷⁹ Denis Kwiatkowski, Peter C.B. Phillips, Peter Schmidt ve Yongcheol Shin "Testing The Null Hypothesis of Stationarity Against The Alternative of A Unit Root : How Sure Are We That Economic Time Series Have A Unit Root?" **Journal of Econometrics**, Vol.54, Issue:1-3, 1992, ss.159-178.

¹⁸⁰ Peter C.B. Phillips ve Pierre Peron, "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", **Biometrika**, Vol.75, No:2, 1988, ss. 335-346.

¹⁸¹ Fikret Dülger ve Mehmet F. Cin, "Türkiye'de Döviz Kuru dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı yaklaşım ve Eşbütünleşme Analiziyle Sınama", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt: 29, Sayı:1-2, 2002, s.6.

¹⁸² Hakan Kahyaoğlu ve Aylin Abuk Duygulu, "Finansal Varlıkların Fiyatlarındaki Değişme - Parasal Büyüklükler Etkileşimi", **DEÜ İİBF Dergisi**, Cilt:20, Sayı:1, 2005, ss. 71-72.

Tablo 14: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

Değişken	Düzey Test İstatistiği	KPSS Kritik Değer (%5)	Sonuç
lnkrg	1.4517 (0)	0.14 ^a	Durağan Değil
lnm2g	20.1067 (7)	0.14 ^a	Durağan Değil
lnm2yg	6.3286 (7)	0.14 ^a	Durağan Değil
lnoskg	1.020 (7)	0.14 ^a	Durağan Değil
lnosktk	3.1353 (0)	0.14 ^a	Durağan Değil
lntkg	0.3143 (7)	0.46 ^b	Durağan
lnmevg	5.5520 (7)	0.14 ^a	Durağan Değil
a Regresyon sabit terim ve trend içermektedir. b Regresyon sabit terim içermektedir. Parantez içindeki değerler EViews 5.0 programında uyarlanmış AIC'ye göre uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.			

Tablo 15: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar)

Değişken	1. Farklar Test İstatistiği	KPSS Kritik Değer (%5)	Sonuç
dlnkrg	0.0957 (0)	0.46 ^b	Durağan
dlnm2g	0.0535 (0)	0.46 ^b	Durağan
dlnm2yg	0.0246 (0)	0.46 ^b	Durağan
dlnoskg	0.0451 (0)	0.46 ^b	Durağan
dlnosktk	0.0911 (0)	0.46 ^b	Durağan
dlnmevg	0.0261 (0)	0.14 ^a	Durağan
a Regresyon sabit terim ve trend içermektedir. b Regresyon sabit terim içermektedir. Parantez içindeki değerler EViews 5.0 programında uyarlanmış AIC'ye göre uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.			

Tablo 14'ten de görüldüğü üzere serilerin düzey verilerine uygulanan KPSS birim kök testi sonuçları ADF birim kök testi sonuçları ile uyumludur. İntkg değişkeni KPSS testi sonuçlarına göre de düzey durağandır [I(1)]. Diğer seriler ise birim kök içermektedirler. Düzey seviyesinde birim kök içerdiği belirlenen serilerin birinci farkları alınarak KPSS testi uygulanmıştır.

Tablo 15'ten de görüldüğü üzere serilerin birinci farkları alınarak uygulanan ADF ve KPSS testlerinden İnm2g değişkenine ait bütünleşme derecesi dışında uyumlu sonuçlar elde edilmiştir. ADF testi sonuçlarına göre [I(2)] olduğu belirlenen bu seri; KPSS testi sonuçlarına göre [I(1)] olarak belirlenmiştir. Söz konusu serinin ADF testinde çok az bir farkla 1. farkının birim kök içerdiği [-1.89] $< [-1.94]$ düşünülerek ve serinin zamana karşı grafiği incelenerek KPSS testi sonuçları doğrultusunda serinin [I(1)] olduğu varsayılmıştır.¹⁸³

3.1.2. Eşbütünleşme Kavramı ve Hata Düzeltme Mekanizması

Ekonometrik analize konu iki değişken durağan olmasalar bile, aralarındaki fark zamanla artma veya azalma eğilimi göstermeyip durağan bir süreç sergiliyor ise söz konusu değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğu söylenir. Eşbütünleşme ilişkisi, değişkenler arasında uzun dönemli bir neden-sonuç ilişkisi bulunduğunu göstermektedir.

Engle ve Granger (1987) X_t ve Y_t gibi iki değişken arasındaki eşbütünleşmeyi şu şekilde tanımlamaktadırlar: Her iki seri de $I(d)$ ise, yani aynı bütünleşme derecesine sahiplerse ve bu serilerin oluşturduğu uzun dönem regresyonun hata terimi durağan ($u_t \sim I(0)$) ise (yani $\beta_1 X_t + \beta_2 Y_t \sim I(d,b)$ ise), $d \geq b \geq 0$ olmak

¹⁸³ ADF ve PP testlerinde birim kökün varlığı kabul edilirken, KPSS testinde birim kökün olmadığı kabul edilirse, söz konusu serinin parçalı bir özellik taşıdığı konusunda bir ön bilgi edinildiğini belirtmektedirler. Zaman serilerinin parçalı bir özellik göstermesi, parçalı birim kök testlerini gerekli kılar; daha sonraki ilerlemeler ise parçalı eşbütünleşme tekniklerinin doğmasına katkıda bulunmuştur. Bu çalışmanın kapsamı dışında bulunmakla beraber parçalı birim kök testleri ve parçalı eşbütünleşme konusunda ayrıntılı bilgi için bakınız:

Hakan Kahyaoglu ve Aylin A. Duygulu, a.g.m., ss. 63.85.

koşuluyla, X_t ve Y_t serilerinin (d-b)'inci dereceden eşbütünleşik olduğu söylenir ve $X_t, Y_t \sim CI(d,b)$ şeklinde gösterilir. (β_1, β_2) vektörüne eşbütünleşik vektör denir.¹⁸⁴

Eşbütünleşme analizinin literatüre kazandırdıkları ve kullanım alanlar şu şekilde özetlenebilir:¹⁸⁵

- Regresyon analizlerinden trendin neden olduğu “sahte regresyon” sonuçlarını gidermesi,
- Ekonometrik modellemede yeni bir yöntem olarak kullanılması,
- Ekonometrik öngörülme öncesinde bir ön test olarak kabul görmesi,
- Uzun dönem ekonomik ilişkilerin, bir başka deyişle iktisat teorisinin testine olanak vermesi.

Yukarıda eşbütünleşme analizinin literatüre kazandırdıkları ve kullanım alanları arasında ekonometrik modellemede yeni bir yöntem olarak kullanıldığı belirtilmiştir. Bu bağlamda çalışmamızda kullanılan Engle-Granger iki aşamalı modelleme yöntemine kısaca değinmekte yarar bulunmaktadır. Adından da anlaşılacağı üzere bu yöntem iki aşamadan oluşmaktadır:

1. Aşama: Y_t ve X_t gibi iki zaman serisinden meydana gelen uzun dönem denklemi öngörülür.

$$Y_t = \beta X_t + u_t \quad (19)$$

Öngörülen uzun dönem denklemindeki seriler durağan olmayan serilerden oluştuğu için test istatistiklerine şüphe ile yaklaşılmalıdır. Bu aşamada eşbütünleşme için gerekli koşul yukarıdaki regresyondan elde edilen hata teriminin durağan olmasıdır. Seriler arasında eşbütünleşme olmadığına dair kurulan sıfır hipotezinin reddedilmesi halinde ikinci aşamaya geçilmektedir.

¹⁸⁴ Robert F. Engle, ve Clive W.J. Granger, "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing," **Econometrica**, Vol.55, Issue:2, March 1987, ss. 251-276.

¹⁸⁵ Utku Utkulu , a.g.m., s. 118.

2. Aşama: İlk aşamada elde edilen hata teriminin (u_t) dahil edildiği “hata düzeltme mekanizması” (ECM) yardımıyla bir kısa dönem modeli EKK yöntemi ile öngörülür.

$$\Delta Y_t = \alpha_1 \Delta Y_t + \alpha_2 u_t + \varepsilon_t \quad (20)$$

Hata düzeltme terimine ait katsayının (α_2) istatistikî olarak anlamlı ve negatif çıkması ECM’nin çalıştığını göstermektedir. Bu durum değişkenlerin eşbütünleşik olduğu ve aralarında uzun dönemli bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Granger Temsil Teoremi’ne (Granger Representation Theorem) göre, eğer değişkenler eşbütünleşik ise, ECM çalışacaktır ya da ECM çalışıyor ise, değişkenler eşbütünleşiktir. Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı aynı zamanda en az bir yönde olmak üzere “nedensellik” bağına da garanti eder.¹⁸⁶

Tek değişkenli eşbütünleşme yöntemlerinin en önemli özelliği, tek bir eşbütünleşik vektör olduğunu ve değişkenlerin zayıf dışsal olduklarını varsaymalarıdır. Değişken sayısının “n” olduğu bir modelde en fazla (n-1) tane eşbütünleşme vektörü ortaya çıkabilir.¹⁸⁷ Bir açıklayıcı değişkenin bulunduğu modellerde en fazla bir eşbütünleşik vektör ortaya çıkacağından bu çalışmada EG yönteminin vektör sayısına ilişkin koşulu sağlanmaktadır.

Bir önceki bölümde uygulanan birim kök testlerinin ardından $\ln tkg$ değişkeni düzey durağan bulunduğundan söz konusu değişken ile ekonomik büyüme ($\ln krg$) değişkeni arasındaki eşbütünleşme ilişkisi gerekli koşul sağlanamadığından test edilmemiştir. EG yöntemi ile eşbütünleşme ilişkisi öncelikle bağımlı değişkenin ekonomik büyüme olduğu ve sonrasında finansal gelişme göstergelerinin bağımlı değişken olarak yer aldığı regresyon denklemleri ile analiz edilmiştir.

¹⁸⁶ Utku Utkulu, “Türkiye’de Bütçe Açıkları ve Dış Ticaret Açıkları Gerçekten İkiz Mi? Koentegrasyon ve Nedensellik Bulguları”, **D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt:18, Sayı:1, 2003, ss. 45-61.

¹⁸⁷ Utku Utkulu ve Durmus Özdemir, "Does Trade Liberalization Cause a Long Run Economic Growth in Turkey," **Economics of Planning**, Vol. 37, Issue:3, 2005, ss. 245-266.

Tablo 16: Bağımlı Değişken Ekonomik Büyüme İken Eşbütünleşme Testi

Regresyon Denklemi	Hata Terimi	ADF Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5)	Sonuç
$\ln krg = \alpha + \beta_1 \cdot \ln m2g + u_1$	u_1	-1.16 (3)	-1.94	Durağan Değil
$\ln krg = \alpha + \beta_2 \cdot \ln m2yg + u_2$	u_2	-1.71 (4)	-1.94	Durağan Değil
$\ln krg = \alpha + \beta_3 \cdot \ln oskg + u_3$	u_3	-1.53 (4)	-1.94	Durağan Değil
$\ln krg = \alpha + \beta_4 \cdot \ln osktk + u_4$	u_4	-1.32 (0)	-1.94	Durağan Değil
$\ln krg = \alpha + \beta_5 \cdot \ln mevg + u_5$	u_5	-1.56 (4)	-1.94	Durağan Değil

Ekonomik büyümenin bağımlı, beş finansal gelişme göstergesinin ise açıklayıcı değişkenler olarak yer aldığı uzun dönem regresyon denklemleri öngörülendikten sonra elde edilen hata terimlerine (u_t) ADF birim kök testi uygulanmıştır. Hata terimlerinin tümünün düzey durağan olmadıkları ve birim kök içerdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda ekonomik büyümenin bağımlı değişken olarak yer aldığı regresyon denklemlerinin hiç birinde eşbütünleşme ilişkisi (dolayısı ile uzun dönem nedensellik bağı) bulunamamıştır.

Tablo 17: Bağımlı Değişken Finansal Gelişme İken Eşbütünleşme Testi

Regresyon Denklemi	Hata Terimi	ADF Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5)	Sonuç
$\ln m2g = \alpha + \beta_1 \cdot \ln krg + r_1$	r_1	-1.74 (4)	-1.94	Durağan Değil
$\ln m2yg = \alpha + \beta_2 \cdot \ln krg + r_2$	r_2	-2.05 (4)	-1.94	Durağan
$\ln oskg = \alpha + \beta_3 \cdot \ln krg + r_3$	r_3	-3.23 (4)	-1.94	Durağan
$\ln osktk = \alpha + \beta_4 \cdot \ln krg + r_4$	r_4	-1.84 (0)	-1.94	Durağan Değil
$\ln mevg = \alpha + \beta_5 \cdot \ln krg + r_5$	r_5	-1.91 (4)	-1.94	Durağan Değil

Beş finansal gelişme göstergesinin bağımlı, ekonomik büyümenin ise açıklayıcı değişken olarak yer aldığı uzun dönem regresyon denklemleri

öngörülendikten sonra elde edilen hata terimlerine (r_t) ADF birim kök testi uygulanmıştır. $\ln m2yg$ ve $\ln skg$ değişkenlerinin bağımlı değişken olarak yer aldığı uzun dönem regresyon denklemlerine ait hata terimlerinin (r_2 ve r_3) düzey durağan bulunması üzerine ikinci aşamada kısa dönem denklemler (ECM) öngörülenmiştir.¹⁸⁸ Kısa dönem regresyon denklemlerine ilişkin sonuçlar şu şekildedir:

$$d\ln m2yg (-4) = 0.0310 - \beta d\ln krg (-4) - 0.4366 * r_2 (-1) \quad (21)$$

$$d\ln skg (-4) = 0.0102 + \alpha d\ln krg (-4) - 0.5564 * r_3 (-1) \quad (22)$$

Granger hata düzeltme modeline dayalı regresyon sonuçlarına göre hata terimlerine ait katsayılar r_2 ve r_3 'ün işareti -1 ile 0 arasında çıkmış olup istatistiksel olarak anlamlı bulunmuşlardır. Bu sonuçlar bağımlı değişken $\ln m2yg$ ve $\ln skg$ iken ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında eşbütünleşmeye ve uzun dönemli bir nedensellik ilişkisine işaret etmektedir.¹⁸⁹ Diğer finansal gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir nedensellik bağı bulunamamıştır.

3.1.3. Kısa Dönem Nedensellik Analizi: Granger Nedensellik Testinin

Hsiao Uyarlaması

Birçok ekonometrik analizde değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla nedensellik testlerinin yapıldığı görülmektedir. Çalışmamızın bu bölümünde analize dahil edilen değişkenler arasında kısa dönem nedensellik ilişkisi incelenmektedir. Nedensellik testleri arasında yaygın olarak kullanılan Granger nedensellik testi aşağıdaki denklemler yardımı ile yapılmaktadır.¹⁹⁰

¹⁸⁸ ECM'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait uygun gecikme uzunlukları Granger nedensellik testinin Hsiao uyarlamasına göre belirlenmiştir. Bu teste ilişkin açıklamalar ve test sonuçları çalışmamızın kısa dönem nedensellik analizine ilişkin bölümünde tartışılmaktadır.

¹⁸⁹ Modelde uygun gecikme uzunlukları belirlenerek yer alan $d\ln krg$ değişkenin önündeki katsayıların topluca anlamlılığı ise kısa dönem nedensellik ilişkisini göstermektedir.

¹⁹⁰ Clive W.J. Granger "Investigating Causal Relations By Econometric Models and Cross-Spectral Methods", *Econometrica*, Vol.37, 1969, ss.424-438.

$$Y_t = \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^m B_j X_{t-j} + u_{1t} \quad (23)$$

$$X_t = \sum_{i=1}^m \lambda_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j Y_{t-j} + u_{2t} \quad (24)$$

Burada m gecikme uzunluğunu göstermekte olup, u_{1t} ve u_{2t} hata terimlerinin birbirinden bağımsız oldukları (*white noise*) varsayılmaktadır.

(23) numaralı denklem X_t 'ten Y_t 'ye doğru nedenselliği, (24) numaralı denklem ise Y_t 'den X_t 'e doğru nedenselliği göstermektedir.

(23) numaralı denklemde önce bağımlı değişken uygun gecikme sayısı ile modele dahil edilmekte ve sonra diğer değişkende aynı gecikme sayısı ile modele katılmaktadır. Bu modellere ait hata kareler toplamaları bulunmaktadır. Daha sonra Wald tarafından geliştirilen F istatistiği hesaplanmaktadır. Hesaplanan F istatistiği $(m; n-2m)$ serbestlik derecesindeki α anlamlılık düzeyindeki tablo değerinden büyükse sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bu hipotezin reddedilmesi modelde yer alan katsayıların anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Örneğin X_t değişkeninden Y_t değişkenine doğru nedenselliğin olması durumunda (23) numaralı denkleme dahil edilen değişkenlerin katsayıları istatistiksel anlamlı olacaktır.

Granger nedensellik testi gecikme sayısına karşı duyarlı olup, uygun gecikme sayısının (m) belirlenebilmesi için bir ön bilgi bulunmamaktadır. Bu testte gecikme sayısı, tüm değişkenler için aynı büyüklükte olup uygulamacı tarafından belirlenmektedir. Granger nedensellik testinde gecikme uzunluğunun keyfi olarak belirlenmesi test sonuçlarının yorumunda farklılıklara neden olmaktadır. Hsiao yaptığı çalışmalarda¹⁹¹ uygun gecikme uzunluğunu belirlemek amacıyla Akaike'nin son öngörümleme hatası kriterini (*FPE: Final Prediction Error*) kullanmıştır. Uygun

¹⁹¹ Cheng Hsiao, "Causality Tests in Econometrics", **Journal of Economic Dynamics and Control**, 1979, ss.321-46 ve Cheng Hsiao, "Autoregressive Modeling and Money Income Causality Detection", **Journal of Monetary Economics**, 1981, s.85-106.

gecikme uzunluğu bu kriterin çeşitli gecikme sayılarında aldığı en küçük değere göre belirlenmektedir. Hsiao'nun yöntemi iki aşamadan oluşmaktadır:

İlk aşamada, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bağımsız değişken olarak kabul edildiği otoregresif regresyon modelleri oluşturularak tahmin edilmektedir.

$$d(Y_t) = \alpha + \sum_{i=1}^m \beta d(Y_{t-i}) + \varepsilon_{1t} \quad (25)$$

Gecikme uzunluğu $i=1....m$ ' e kadar olup örnek büyüklüğüne ve ekonomik sürece bağlı bulunmaktadır. Bu değeri örnek büyüklüğüne bağlı olarak mümkün olduğunca geniş tutmakta fayda vardır. Bağımlı değişkenin kendi gecikmeli değerlerine bağlı olarak oluşturulan regresyon modellerine ait son tahmin hata kriterleri hesaplanmaktadır. Bu kriterin en küçük olduğu gecikme sayısı bu değişkenin gecikme sayısı olarak belirlenmektedir (m^*).¹⁹²

$$FPE(m) = \frac{T + m + 1}{T - m - 1} \cdot \frac{ESS(m)}{T} \quad (26)$$

T: örnek büyüklüğünü, ESS: hata kareler toplamını göstermektedir.

$$d(Y_t) = \alpha + \sum_{i=1}^{m^*} \beta d(Y_{t-i}) + \sum_{j=1}^n \gamma d(X_{t-j}) + \varepsilon_{2t} \quad (27)$$

İlk değişkene ait gecikme uzunluğu saptandıktan sonra ikinci aşamada bu gecikme değeri korunarak diğer değişkenin gecikmeli değerleri regresyon denklemine eklenmektedir.

¹⁹² Granger nedensellik testinin Hsiao uyarlamasında dikkat edilmesi gereken nokta FPE(m) ve FPE(m,n) hesaplanırken değişkenlerin eşbütünleşik olup olmamalarına göre formüllerin değiştiğidir. FPE(m) formülündeki (m+1) ifadesi parametre sayısı olup değişkenlerin eşbütünleşik olduğu durumda (m+2) halini alırken; aynı şekilde FPE(m,n) formülündeki (m+n+1) ifadesi de değişkenlerin eşbütünleşik olduğu durumda (m+n+2) halini almaktadır.

Bütün regresyon denklemleri için son tahmin hata kriterleri FPE ($m;n$) hesaplanır. En küçük son tahmin hata kriterine sahip olan modeldeki gecikme sayısı diğer değişkenin gecikme uzunluğunu göstermektedir (n^*).¹⁹³

$$FPE(m,n) = \frac{T + m + n + 1}{T - m - n - 1} \cdot \frac{ESS(m,n)}{T} \quad (28)$$

Son olarak eğer $FPE(m^*) < FPE(m^*;n^*)$ ise X_t , Y_t 'nin Granger nedeni değildir; diğer yandan $FPE(m^*) > FPE(m^*;n^*)$ ise X_t , Y_t 'nin Granger nedenidir denir.¹⁹⁴ Çalışmada uygulanan Hsiao nedensellik testi sonuçları aşağıdaki tablolarda özetlenmektedir.

Tablo 18: Bağımlı Değişken Ekonomik Büyüme Hsiao Nedensellik Testi

Bağımlı Değişkenler	Bağımsız Değişkenler		FPE	Nedensellik Test Sonuçları
dlnkrgr	dlnkrgr (-1)	-	0.000680	Nedensellik yoktur.
	dlnkrgr (-1)	dlnm2g (-1)	0.000696	
dlnkrgr	dlnkrgr (-1)	-	0.000680	Nedensellik yoktur.
	dlnkrgr (-1)	dlnm2yg (-1)	0.000696	
dlnkrgr	dlnkrgr (-1)	-	0.000680	Nedensellik yoktur.
	dlnkrgr (-1)	dlnoskg (-1)	0.000695	
dlnkrgr	dlnkrgr (-1)	-	0.000680	Nedensellik yoktur.
	dlnkrgr (-1)	dlnosktk (1)	0.000693	
dlnkrgr	dlnkrgr (-1)	-	0.000680	Nedensellik yoktur.
	dlnkrgr (-1)	dlnltkg (-1)	0.000695	
dlnkrgr	dlnkrgr (-1)	-	0.000680	Nedensellik yoktur.
	dlnkrgr (-1)	dlnmevg (-1)	0.000695	

¹⁹³ Burada tekrardan kaçınmak için yalnızca X_t 'ten Y_t 'ye olan nedensellik ifade edilmiştir. Y_t 'den X_t 'e olan nedenselliğin belirlenmesinde ilgili denklemlerde yer alan değişkenlerin yerleri değiştirilir ve FPE(p) ve FPE(p,q) gibi minimum FPE'yi veren gecikme uzunlukları belirlenebilir.

¹⁹⁴ Anjum Aqeel ve Mohammad S. Butt, "The Relationship Between Energy Costumption and Economic Growth in Pakistan", *Asia-Pacific Development Journal*, , Vol.8, No:2, December 2001, s.105.

Tablo 19: Bağımlı Değişken Finansal Gelişme İken Hsiao Nedensellik

Bağımlı Değişkenler	Bağımsız Değişkenler		FPE	Nedensellik Test Sonuçları
dlnm2g	dlnm2g (-4)	-	0.006494	dlnkrg → dlnm2g
	dlnm2g (-4)	dlnkrg (-4)	0.004968	
dlnm2yg	dlnm2yg (-4)	-	0.006494	dlnkrg → dlnm2yg
	dlnm2yg (-4)	dlnkrg (-4)	0.004968	
dlnoskg	dlnoskg (-4)	-	0.011714	dlnkrg → dlnoskg
	dlnoskg (-4)	dlnkrg (-4)	0.008995	
dlnosktk	dlnosktk (-3)	-	0.001135	Nedensellik yoktur.
	dlnosktk (-3)	dlnkrg (-1)	0.001209	
dlnktg	dlnktg (-4)	-	0.014161	dlnkrg → dlnktg
	dlnktg (-4)	dlnkrg (-4)	0.008215	
dlnmevg	dlnmevg (-4)	-	0.009375	dlnkrg → dlnmevg
	dlnmevg (-4)	dlnkrg (-4)	0.008978	

Bağımlı değişken ekonomik büyüme iken, öngörülen tüm regresyon denklemleri için hesaplanan $FPE(m^*)$ değerleri, $FPE(m^*;n^*)$ değerlerinden küçük olduğundan kısa dönemde finansal gelişmenin ekonomik büyümenin Granger nedeni olduğu biçimindeki nedensellik ilişkileri reddedilmektedir.

Bağımlı değişken finansal gelişme iken; öngörülen regresyon denklemleri, kısa dönemde dlnosktk değişkeni hariç tüm finansal gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında (ekonomik büyümeden söz konusu finansal gelişme göstergelerine olmak üzere) kısa dönemde bir nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum önceki bölümlerde değinilen ve literatürde “talep takipli hipotez” şeklinde ifade edilen görüşü desteklemektedir. Ancak belirlenen nedensellik ilişkilerine yapısal kırılmaların varlığı durumunda ihtiyatla yaklaşmak gerekir.

3.1.4. Yapısal Kırılmaların Önemi ve Yapısal Kırılma Durumunda Ekonometrik Analiz

Yapısal kırılmaların zaman serilerinin bütünleşme dereceleri üzerinde etkili olduğu literatürde sıkça tartışılan bir konudur. Yapısal kırılma uygulanmakta olan ekonomi politikasındaki bir değişim veya yaşanan bir ekonomik kriz sonrası zaman serisinin ortalamasında ani bir değişim biçiminde ortaya çıkabilmektedir.

Literatürde Lucas (1976) tarafından ortaya atılan ve yapısal kırılmaların önemine vurgu yapan görüşe göre; uzun dönem ekonomi politikaları önerilerinde bulunma amacı taşıyan ekonometrik modellerdeki parametrelerin değişmezliği varsayımı geçersizdir.¹⁹⁵ Rasyonel beklentilere sahip bireyler, uygulanan ekonomi politikası karşısında hareket ederek söz konusu politikaların beklenen sonuçlarını değiştirebilirler. Bu durumda, bireylerin beklentilerini ve davranışlarındaki değişimleri dikkate alan ekonometrik modeller öngörümleme konusunda daha doğru sonuçlara ulaşabilirler.

Yapısal kırılmanın varlığı durumunda zaman serilerinin bütünleşme dereceleri yanlış belirlenebilmektedir. ADF birim kök testi serilerde sahte birim kök yaratan yapısal kırılma nedeniyle zaman serileri durağan iken durağan değillermiş gibi sonuç verebilmektedir. Bu durumda, serilerin bütünleşme dereceleri yanlış belirlendiğinden ekonometrik modelin öngörümleme gücü azalmaktadır. İkinci olarak yapısal kırılma regresyon parametrelerini karalı olmaktan çıkarabilmektedir. Bu durum ise, Lucas'ın (1976) ortaya attığı görüşün önemi ortaya çıkarmakta ve parametreler zaman içinde sabit kalmayarak değişebilmektedir.¹⁹⁶

¹⁹⁵ Robert E. Lucas, "Econometric Policy Evaluation: A Critique", Karl Brunner ve Allan H. Meltzer (eds.), İçinde: **The Phillips Curve and Labor Markets**, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, American Elsevier, New York, 1976, ss.19-46.

¹⁹⁶ Gülcan Önel, a.g.e., s.89.

3.1.4.1. Yapısal Kırılma Durumunda Durağanlık Sınaması: Perron Birim Kök Testi

Yapısal kırılmalara verilen önemle birlikte birçok birim kök testi ve eşbütünleşme testi literatüre sunulmuştur. Yapısal kırılmaları dikkate alan birim kök testleri arasında Perron¹⁹⁷ ve Perron ve Vogelsang¹⁹⁸ tarafından ortaya atılan birim kök testlerinin ekonometrik uygulamalarda sıkça kullanıldığı görülmektedir. Bu testin iki ayrı biçimi bulunmaktadır. Bunlardan ilki “Additive Outlier” olarak anılmakta ve zaman serilerinde ortaya çıkan ani bir yapısal kırılma durumunda kullanılmaktadır. “Innovational Outlier” ise kademeli olarak ortaya çıkan yapısal kırılma durumunda kullanılmaktadır. Bu noktada Perron testinin zaman serilerinde bir yapısal kırılma olup olmadığını değil; dışsal olarak belirlenen yapısal kırılmanın geleneksel birim kök testi sonuçlarını değiştirip değiştirmediğini saptamak için uygulandığı belirtilmelidir.

Bu çalışmada yapısal kırılma durumunda durağanlık analizi Utkulu (2003)¹⁹⁹, Önel (2004)²⁰⁰ ve Abuk Duygulu (2004)²⁰¹ çalışmaları takip edilerek Perron birim kök testi ile yapılmaktadır. Perron birim kök testinin ani bir yapısal kırılma durumunda kullanılan “Additive Outlier” biçimi iki aşamadan oluşmaktadır:

1. Aşama: *Yt* değişkeni sabit terim, zaman trendi ve *DUt* kukla değişkenleri ile regresyona tabi tutulur.²⁰²

¹⁹⁷ Pierre Perron, "Testing for a Unit Root in a Time Series with a Changing Mean," **Journal of Business & Economic Statistics**, American Statistical Association, Vol.8, Issue:2, April 1990, ss.153-162.

¹⁹⁸ Timothy Vogelsang ve Pierre Peron, “Additional Tests for a Unit Root Allowing for a Break in the Trend Function at an Unknown Time”, **International Economic Review**, Department of Economics, University of Pennsylvania and Osaka University Institute of Social and Economic Research Association, Vol.39, Issue:4, November 1998, ss.1073-1100.

¹⁹⁹ Utku Utkulu, “Türkiye’de Bütçe Açıkları ...”, a.g.m., s.54.

²⁰⁰ Gülcan Önel, a.g.e., s. 105.

²⁰¹ Aylin Abuk Duygulu, “Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye Örneği”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2004, s. 138.

²⁰² T_b kırılma yılı iken $t > T_b$ İSE $DU_t=1$ ve $t \leq T_b$ İSE $DU_t=0$ değerini almaktadır

2. Aşama: Birinci aşamadaki regresyondan elde edilen hata terimi (u_t) ile aşağıdaki model öngörülenir:

$$\Delta u_t = \alpha u_{t-1} + \sum_{j=0}^k d_j D(TB)_{t-j} + \sum_{i=1}^k \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (29)$$

Yukarıdaki modelde Tb kırılma yılı iken; $t = Tb+1$ durumunda $D(TB)=1$ ve diğer durumlarda $D(TB) = 0$ değerini almaktadır.

"Birim kök vardır" biçimindeki sıfır hipotezi Perron kritik değerleri kullanılarak test edilmektedir. Perron kritik değerlerinin yorumlanabilmesi için ihtiyaç duyulan " λ " değeri ise kırılma yılı dahil kırılmaya kadar olan gözlem sayısının toplam gözlem sayısına bölünmesi (Tb/T) ile elde edilmektedir.

Bu çalışmada Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizleri dikkate alınarak serilerin düzey ve 1. farklarına Perron birim kök testi uygulanmıştır. Test sonuçları aşağıdaki tablolarda özet halinde gösterilmektedir.

Tablo 20: Perron Birim Kök Testi Sonuçları (Düzy): Kırılma Yılı: 1994:2²⁰³

Değişken	Düzy Test İstatistiği	Perron Kritik Değer (%5)	Sonuç
lnkrg	-2.16	-3.72	Durağan Değil
lnm2g	-1.56	-3.72	Durağan Değil
lnm2yg	-0.25	-3.72	Durağan Değil
lnoskg	0.09	-3.72	Durağan Değil
lnosktk	-2.02	-3.72	Durağan Değil
lnlkg	-5.15	-3.72	Durağan
lnmevg	-0.46	-3.72	Durağan Değil
$\lambda = 30/80 = 0.375$ olarak hesaplanmıştır.			

²⁰³ Kırılma yılı 1994:1, 1994:3 ve 1994:4 şeklinde belirlendiğinde birim kök testi sonuçları değişmemektedir.

Tablo 21: Perron Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar): Kırılma Yılı: 1994:2

Değişken	Düzy Test İstatistiği	Perron Kritik Değer (%5)	Sonuç
dlnrg	-8.93	-3.72	Durağan Değil
dlnm2g	-8.80	-3.72	Durağan Değil
dlnm2yg	-8.71	-3.72	Durağan Değil
dlnoskg	-8.76	-3.72	Durağan Değil
dlnosktk	-8.18	-3.72	Durağan Değil
dlnmevg	-9.14	-3.72	Durağan Değil
$\lambda = 30/80 = 0.375$ olarak hesaplanmıştır.			

Tablo 22: Perron Birim Kök Testi Sonuçları (Düzy): Kırılma Yılı: 2001:1²⁰⁴

Değişken	Düzy Test İstatistiği	Perron Kritik Değer (%5)	Sonuç
lnrg	-2.34	-3.68	Durağan Değil
lnm2g	-2.52	-3.68	Durağan Değil
lnm2yg	-1.70	-3.68	Durağan Değil
lnoskg	0.85	-3.68	Durağan Değil
lnosktk	-1.14	-3.68	Durağan Değil
lntkg	-2.37	-3.68	Durağan Değil
lnmevg	1.55	-3.68	Durağan Değil
$\lambda = 58/80 = 0.725$ olarak hesaplanmıştır.			

²⁰⁴ Kırılma yılı 2000:4, 2001:2 ve 2001:3 şeklinde belirlendiğinde birim kök testi sonuçları değişmemektedir.

Tablo 23: Perron Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar): Kırılma Yılı: 2001:1

Değişken	1. Farklar Test İstatistiği	Perron Kritik Değer (%5)	Sonuç
lnkr	-9.04	-3.68	Durağan
lnm2g	-9.00	-3.68	Durağan
lnm2yg	-8.95	-3.68	Durağan
lnoskg	-9.17	-3.68	Durağan
lnosktk	-8.31	-3.68	Durağan
lntkg	-9.30	-3.68	Durağan
lnmevg	-9.40	-3.68	Durağan
$\lambda = 58/80 = 0.725$ olarak hesaplanmıştır.			

Görüldüğü üzere kırılma yılı 1994:2 şeklinde belirlendiğinde, ADF ve KPSS birim kök testleri ile uyumlu olarak, lntkg değişkeni düzey durağan; diğer değişkenler ise 1. farkları durağan bulunmuştur. Kırılma yılı 2001:1 olarak belirlendiğinde ise tüm serilerin 1. farkları durağan bulunmuştur.

3.1.4.2. Yapısal Kırılma Durumunda Eşbütünleşme: Gregory ve Hansen Eşbütünleşme Testi

Engle-Granger eşbütünleşme testi uzun dönem denklemindeki parametrelerin zaman içerisinde değişmeyerek sabit kaldığını varsaymaktadır. Bu durumda yapısal bir değişimin eşbütünleşme vektörü üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmayacağı dikkate alınmadan gerçekleştirilmektedir. Ancak gerçekte, uzun dönem denklemindeki parametrelerin sabit kalmayıp zamanla değişmesi söz konusu olabilir.²⁰⁵

Gregory ve Hansen eşbütünleşik vektör katsayılarının kırılma dönemlerinde değişime uğrayacağı gerçeğinden hareketle içsel olarak belirlenen tek bir yapısal

²⁰⁵ Aylin Abuk Duygulu, a.g.e., s. 157.

kırılmaya izin veren eşbütünleşme testi geliştirmiştir. Gregory ve Hansen yöntemine göre yapısal kırılmaya dayalı eşbütünleşme sabitte eğimde ve hem eğim ve sabiti de içeren 3 ayrı model yardımı ile test edilmektedir.²⁰⁶

Model 1: Sabitte kırılma

$$y_{1t} = \mu_1 + \mu_2 \phi_{t\tau} + \alpha^T y_{2t} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,n \quad (30)$$

Burada μ_1 kırılmadan önceki sabiti, μ_2 kırılmadan sonraki sabittte meydana gelen değişmeyi göstermektedir. τ 'nın 0 ile 1 arasında yer alan kırılmanın zamanlamasını gösteren bir katsayı olduğu modelde “ ϕ ” kukla değişkeni $t > [n\tau]$ olması durumunda 1, aksi durumda 0 değerini almaktadır. α_t açıklayıcı değişkenlere ait katsayı vektörünü göstermektedir.

Model 2: Sabit ve Trendde Kırılma

$$y_{1t} = \mu_1 + \mu_2 \phi_{t\tau} + \beta_t + \alpha^T y_{2t} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,n \quad (31)$$

Diğer bir yapısal kırılma modeli ilk modele trend değişkenin de eklenmesi ile aynı anda sabit ve trendde kırılmaya izin veren Model 2'dir.

Model 3: Rejim Değişimi

$$y_{1t} = \mu_1 + \mu_2 \phi_{t\tau} + \alpha_1^T y_{2t} + \alpha_2^T y_{2t} \phi_{t\tau} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,n \quad (32)$$

Burada sabitte kırılma modelinden farklı olarak α_1 rejim değişiminden önceki eşbütünleşme vektörünü ve α_2 rejim değişiminden sonra eşbütünleşme vektöründe meydana gelen değişmeyi göstermektedir.

²⁰⁶ Allan W. Gregory ve Bruce E. Hansen, "Residual-Based Tests For Cointegration In Models With Regime Shifts," **Journal of Econometrics**, Vol.70, Issue:1, January1996, ss. 99-126.

Gregory ve Hansen yukarıdaki modelleri dikkate alarak çeşitli testler yardımı ile yapısal kırılma altında eşbütünleşmenin varlığını saptamaya çalışmıştır. İlk olarak her bir τ değeri için yukarıdaki modeller EKK ile öngörülünerek artıklar elde edilmiş, söz konusu modellerden elde edilen hata terimlerinden PP veya ADF test istatistiği hesaplanmıştır. Daha sonra ise her bir “ τ ” değeri için hesaplanan test istatistiklerinin en küçük olduğu nokta kırılma noktası olarak nitelendirilmekte, elde edilen en küçük test istatistiğinin Gregory ve Hansen tarafından hesaplanan kritik değerden mutlak değer olarak büyük olması durumunda eşbütünleşmenin olmadığı biçimindeki sıfır hipotezi reddedilmektedir. Sözü edilen test istatistiklerini aşağıdaki gibi göstermek mümkündür:

$$Z_{\alpha}^* = \inf_{\tau \in T} Z_{\alpha}(\tau) \quad (33)$$

$$Z_{\alpha}^* = \inf_{\tau \in T} Z_t(\tau) \quad (34)$$

$$ADF^* = \inf_{\tau \in T} ADF(\tau) \quad (35)$$

Ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki nedensellik ilişkisinin analiz edildiği çalışmamızda, EG eşbütünleşme analizinde aralarında eşbütünleşme ilişkisi (dolayısıyla en az bir yönlü nedensellik bağı) bulunan değişkenler arasında içsel olarak belirlenen yapısal kırılma durumunda eşbütünleşme ilişkinin devam edip etmediği test edilecektir. Önceki bölümde, iki regresyon denkleminde EG yöntemi ile değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmuştu. Bunlar:

$$\text{Denklem 1 : } \ln m2yg = \alpha + \beta_2 \ln krg + u_t \text{ ve} \quad (36)$$

$$\text{Denklem 2 : } \ln oskg = \alpha + \beta_3 \ln krg + \varepsilon_t \text{ ‘ dir.} \quad (37)$$

Denklem 1 için uygulanan Gregory ve Hansen eşbütünleşme testi sonuçları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:

Tablo 24: Denklem 1 için Gregory ve Hansen Eşbütünleşme Testi

Model	Kırılma Dönemi	ADF Test İstatistiği	Gregory-Hansen Kritik Değer (%5)
Sabitte Kırılma	2001:2	-1.73 (4)	4.61
Sabit ve Trendde Kırılma	2001:1	-2.24 (4)	4.99
Rejim Değişimi	2001:2	-2.56 (4)	4.95
Kritik Değerler Gregory ve Hansen (1996, s.109)'dan alınmıştır. Parantez içindeki değerler AIC'ye göre uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.			

Sabitte kırılma, sabitte ve trendde kırılma ve rejim değişimi modelleri için içsel olarak belirlenen kırılma dönemleri sırasıyla 2001:2, 2001:1 ve 2001:2' dir. Elde edilen en küçük test istatistiklerinin Gregory ve Hansen (1996) tarafından hesaplanan kritik değerden mutlak değer olarak küçük olması eşbütünleşmenin olmadığı biçimindeki sıfır hipotezinin reddedilememesi sonucunu getirmektedir. EG yöntemi ile aralarında eşbütünleşme ilişkisi saptanan Denklem 1' e ait değişkenler arasında yapısal kırılmanın dikkate alındığı Gregory ve Hansen yöntemine göre eşbütünleşme ilişkisi bulunamamıştır.²⁰⁷

Denklem 2 için uygulanan Gregory ve Hansen eşbütünleşme testi sonuçları ise tablo 25'te özetlenmektedir.

²⁰⁷ Bu konuda benzer bir sonuç ve getirilen yorum için bakınız: A.Nazif Çatık, “Yapısal Kırılma Altında Para Talebinin İstikrarı: Türkiye Örneği”, **Ege University Working Papers**, No:06-11, December 2006, ss. 11-12.

Tablo 25: Denklem2 için Gregory ve Hansen Eşbütünleşme Testi

Model	Kırılma Dönemi	ADF Test İstatistiği	Gregory-Hansen Kritik Değer (%5)
Sabitte Kırılma	2001:1	-3.50 (4)	4.61
Sabit ve Trendde Kırılma	2001:1	-3.48 (4)	4.99
Rejim Değişimi	2001:1	-3.80 (4)	4.95
Kritik Değerler Gregory ve Hansen (1996, s.109)'dan alınmıştır. Parantez içindeki değerler AIC'ye göre uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.			

Sabitte kırılma, sabitte ve trendde kırılma ve rejim değişimi modellerinin tümü için ortak kırılma dönemi (2001:1) belirlenmiştir. Denklem 1'e ait sonuçlara benzer biçimde EG yöntemi ile aralarında eşbütünleşme ilişkisi saptanan Denklem 2'ye ait değişkenler arasında yapısal kırılmanın dikkate alındığı Gregory ve Hansen yöntemine göre eşbütünleşme ilişkisi bulunamamıştır.

Gregory ve Hansen eşbütünleşme analizi ile elde edilen bulgular Türkiye'de Şubat 2001'de yaşanan krizin, incelenen gözlem döneminde ekonomik büyüme ile finansal gelişme göstergeleri arasında saptanan nedensellik ilişkisi üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Yapılan eşbütünleşme analizlerinin verdiği farklı sonuçlar ise, Türkiye'de ekonomik büyüme ile finansal gelişme göstergeleri arasındaki nedensellik bağına ihtiyatla bakılması gerektiğini göstermektedir.

Bulgular Türkiye ekonomisinde 1980 yılında dış ticaretin serbestleştirilmesi ve 1989 yılında uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla gelişen finansal serbestleşme sürecinden beklenen getirilerin elde edilemediğini göstermektedir.

Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de finansal serbestleşme sonrasında krizler yaşanmıştır. Bu krizlerin ortaya çıkmasındaki temel neden ise,

makroekonomik istikrar sağlanmadan, yeterli yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmadan finansal serbestleşme uygulamasına başlanmasıdır. Yapısal reformlarda yavaşlama, kamu bankalarına ilişkin düzenlemelerde yaşanan sorunlar, politik belirsizlikler, uluslararası sermayenin gelişen piyasalara daha tedirgin yaklaşması ve sermaye hareketlerinin serbestliğinde ani sermaye cıkışları yaşanan finansal krizlerin nedenleri arasında gösterilmektedir.²⁰⁸

²⁰⁸ Mert Ural, “Finansal Krizler ve Türkiye”, **DE  İİBF Dergisi**, Cilt:18, Sayı:1, 2003, ss.11-28.

SONUÇ

Finansal gelişme, finansal sistemin derinliği ve finansal yapı ile ekonomik büyüme ilişkisinin yönü konusunda literatürde farklı görüş ve bulgulara rastlanmakla beraber, iyi işleyen bir finansal sektörün ekonomik büyümeyi desteklediği yönünde geniş bir fikir birliği bulunmaktadır. Finansal kuruluşlarca yerine getirilen aracılık işlevi, basit bir fon aktarım sürecinin önüne geçerek kaynakların en üretken yatırımlara kanalize edilmesi boyutunu içerecek şekilde ekonomik etkinliğin artırılmasına katkı sağlamaktadır. Bu bağlamda finansal kurumlar ekonomik aktörlerin karşı karşıya kaldıkları kaynak ihtiyacını, onların risklerini belirli bir ölçüde paylaşarak ve likidite sağlayarak gidermekte ve kaynakların etkin dağılımı sürecinde önemli bir katma değer yaratmaktadırlar. Bu alanda yapılan çalışmalar büyük ölçüde zaman serileri ve panel tekniklerini kullanan analizlerden oluşmaktadır. Elde edilen bulgular ülkelerin veya şirketlerin bulundukları gelişmişlik düzeylerine denk düşen bir finansal yapıya sahip olduklarını göstermektedir.

Finansal gelişmenin uzun dönemde büyümeyi olumlu yönde etkilediğini vurgulayan birçok çalışma bulunmakla beraber, özellikle finansal sistemi kırılgan ve finansal krizlere açık ekonomilerde, finansal aracılık faaliyetlerinin büyüme üzerinde olumsuz etkilerinin olabileceği görüşü de dile getirilmektedir. Son yıllarda uluslararası piyasalarda ticaretin ve sermaye akışının önündeki engellerin kalktığı, liberal ekonomi ve finansal serbestleşme politikalarının da etkisiyle sermaye hareketlerinin hızlandığı bir süreç yaşanmaktadır. Finansal piyasalardaki bütünleşme ile sermayenin dünya genelinde yayılması durumu ortaya çıkmıştır. Ülkelere giren sermaye hareketleri yatırımları arttırarak büyümeyi olumlu bir şekilde etkileyebildiği gibi, finansal istikrarsızlıklara da neden olabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik istikrarsızlık giderilmeden finansal serbestleşme politikalarının uygulanması finansal krizleri beraberinde getirmiştir. Söz konusu makroekonomik istikrarsızlıklar finansal piyasaları daha kırılgan hale getirirken ülke ekonomilerini krize sürüklemiştir.

Bu çalışmada Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi 1987:1–2006:4 dönemi için çeyrekli veriler kullanılarak incelenmiştir. Söz konusu olgular arasında uzun dönemde olası nedensellik ilişkisi araştırılırken ADF ve KPSS birim kök testleri ile durağanlık sınaması yapılmış ardından Engle-Granger (EG) eşbütünleşme analizi uygulanmıştır. Kısa dönem nedensellik analizi Granger nedensellik testinin Hsiao uyarlaması ile yapılmış ve son öngörümleme hatası kriteri (FPE) yardımıyla bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait gecikmeler ayrı ayrı belirlenmiştir. Yakın dönem ampirik literatür incelendiğinde yapısal kırılmaların ekonometrik analizlerde ne denli önemli olduğu görülmüştür. Bu bağlamda çalışmada yapısal kırılmalar dikkate alınarak serilerin durağanlık analizi Perron birim kök testi ile yapılmıştır. Yapısal kırılma durumunda eşbütünleşme ilişkisi kırılma yılının içsel olarak belirlendiği Gregory ve Hansen eşbütünleşme analizi ile gerçekleştirilmiştir.

EG eşbütünleşme analizi doğrultusunda aynı bütünleşme derecesine sahip olduğu belirlenen seriler ile önce ekonomik büyümenin bağımlı değişken (finansal gelişme göstergelerinin bağımsız değişken) olarak yer aldığı regresyonlar öngörülenmiş, ancak söz konusu regresyonların hiçbirinde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunamamıştır. Bu sonuçlar, teorik literatürde “arz öncüllü hipotez” şeklinde ifade edilen görüşün, ele alınan dönem açısından Türkiye için geçerli olmadığını ve finansal gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemde bir nedensellik bağı bulunmadığını göstermektedir. Bu bağlamda, ekonomi politikası uygulamalarında finansal sektörün, ekonomik büyümeyi destekleyen ve geliştiren etkin bir politika aracı olarak kullanılması açısından finansal sistemin gelişmesine tanınan öncelik anlamlı olmayabilir. Ekonomik büyüme açısından reel sektöre yönelik politikaların, söz konusu amaca daha çok katkı sağlayabileceği dikkate alınabilir.

Daha sonra değişkenlerin yerleri değiştirilerek finansal gelişme göstergelerinin yer aldığı regresyonlar öngörülenmiştir. Bu regresyonların ikisinde (bağımlı değişkenin M2Y para arzının GSYİH’e oranı ve özel sektöre verilen kredilerin GSYİH’e oranının olduğu) hata terimi durağan olarak bulunmuş ve

Granger nedensellik testinin Hsiao uyarlamasında FPE yöntemine göre belirlenen gecikme uzunluklarına dayalı ECM çalıştırıldığında, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç söz konusu değişkenler arasında uzun dönemde bir nedensellik bağı bulunduğuna işaret etmektedir. Ekonomik büyümeden finansal gelişme göstergelerine doğru olduğu belirlenen uzun dönem nedensellik ilişkileri, çalışmanın literatür bölümünde ifade edilen “talep takipli hipotez”i destekler niteliktedir. Ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru belirlenen nedensellik ilişkisi finansal sektördeki aracılık maliyetlerinin azaltılması, finansal serbestleşme ve finansal derinliği sağlayacak ekonomi politikalarının öncesinde, teknolojik yenilik ve işgücü verimliliği gibi reel sektörü doğrudan etkileyebilecek ekonomi politikalarının uygulanması gerektiğini ortaya koymaktadır. Ancak farklı finansal gelişme göstergelerinin yer aldığı diğer regresyonlarda eşbütünleşme ilişkisinin belirlenememiş olması ve yapısal kırılmaların önemi dikkate alındığında bu sonuçlara ihtiyatla bakılması gerektiği söylenebilir.

Kısa dönem nedensellik analizi yapılırken değişkenlerin eşbütünleşik olup olmamalarına göre değişen FPE hesaplamaları dikkate alınmıştır. Uzun dönem nedensellik analizine benzer biçimde, ekonomik büyümenin bağımlı değişken olarak yer aldığı regresyonların hiçbirinde kısa dönem nedensellik ilişkisi belirlenememiştir. Finansal gelişme göstergeleri bağımlı değişken olarak yer aldığı ise ekonomik büyümeden, özel sektörün toplam yurt içi kredilere oranı şeklinde ifade edilen değişken dışındaki tüm finansal gelişme göstergelerine doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu durum kısa dönem nedensellik analizi bulgularının “talep takipli hipotezi” desteklediğini göstermektedir.

Ele alınan gözlem aralığında, daha önce sözü edilen makroekonomik istikrarsızlık ve finansal sistemin kırılganlığının getirdiği ağır krizlerin yaşandığı görülmektedir. Özellikle Nisan 1994 krizi ve Şubat 2001 krizinin ekonomide derin etkiler yarattığı bilinmektedir. Ekonomik krizlerin zaman serilerinde yapısal kırılma şeklinde kendini göstermesi olasıdır. Bu çerçevede yapısal kırılmaların serilerin durağanlık sonuçlarını değiştirip değiştirmediği, Perron birim kök testinin, ani bir

yapısal kırılma durumunda uygulanan “Additive Outlier” biçimi ile sınanmıştır. Test sonuçları ADF ve KPSS birim kök testi sonuçlarına büyük ölçüde uygun sonuçlar vermiştir.

EG eşbütünleşme analizi ile aralarında eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğu belirlenen regresyon sonuçlarının yapısal kırılma durumunda değişip değişmediği Gregory ve Hansen eşbütünleşme analizi belirlenmeye çalışılmıştır. Kırılma yılları sabitte kırılma, sabitte ve eğimde kırılma ve rejim değişmesi modelleri için ayrı ayrı ve içsel olarak belirlenmiştir. Gregory ve Hansen eşbütünleşme analizi sonuçları EG eşbütünleşme analizinden farklı olarak söz konusu regresyonlardaki değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin bulunmadığı biçiminde sonuçlar vermiştir. Bu sonuçlar EG eşbütünleşme analizi sonrasında belirlenen uzun dönem nedensellik bağına, yapısal kırılmaların varlığı dikkate alındığında ihtiyatla bakılması yönündeki görüşümüzü desteklemektedir. Söz konusu bulgular, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında ele alınan dönem itibarıyla zayıf nedensellik bağına işaret ederken, ekonomi politikası uygulamalarında finansal sektörün öncelikli ve etkin bir politika aracı olarak kullanılması yerine reel sektörün büyüme açısından daha öncelikli olması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Türkiye ekonomisinde 1980 yılından itibaren başlatılan serbestleşme ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması sürecinde ekonomik istikrarsızlıklar, 1990’lı yıllardan itibaren ekonominin “istikrarsızlık-kriz-büyüme” şeklinde ifade edilen bir kısır döngüye girmesine neden olmuştur. Türkiye ekonomisi bulunduğu jeopolitik konum ve finansal kırılganlığı nedeni ile sık sık dışsal şokların etkisi altında kalmaktadır. Bu bağlamda Türkiye’nin istikrardan uzak, ortalama olarak düşük büyüme hızları ve yüksek işsizlik oranları ile tanımlanabilecek yakın tarihinde, finansal sektörün ekonomik büyümeye katkı sağlamada yetersiz kaldığı söylenebilir.

Tarımdan sanayi ve hizmetler sektörüne olan yoğun nüfus akımı, mal ve sermaye piyasalarının uluslararası pazara açık olup emek dolaşımının kısıtlı olduğu ve yeterince sermaye girişi olmadığı bir durumda büyüme ve istihdam sorununun

çözümü güçleşirken, bireylerin tasarruflarını yatırıma ve üretime dönüştürme işlevine sahip olması beklenen finansal yapının -özellikle de bankacılık sektörünün- üretici firmalara etkin bir kaynak dağılımı sağlama konusunda yetersiz kaldığı söylenebilir. Buna 1990'lı yıllarda yüksek faizlerle faaliyet dışı kârlar elde eden ve asıl işlevini unutan bankacılık sektörü örnek gösterilebilir.

Finansal piyasalarda zaman zaman ortaya çıkan ve sürdürülebilir olmayan yüksek getiriler ise, fizikî yatırımlara alternatif oluşturarak uzun dönem büyüme potansiyelini olumsuz etkilemiştir. Ayrıca şirketlerin ve finansal kuruluşların dış piyasalardan kolaylıkla borçlanabilmesi ve/veya iç piyasasının yabancı bankalara açılmasıyla, yabancı bankaların kendi ölçütlerine göre iç piyasayı fonlayabilme serbestliği, finansal sektörü asıl işlevinden uzaklaştırmakta, bu da reel sektörü zayıflatmaktadır. Oysa daha önce de belirtildiği üzere teorik ve ampirik düzeyde yapılmış birçok çalışma gelişmiş bir finansal sektörün -finansal sektördeki gelişmelerin- ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini göstermektedir.

Türkiye gibi finansal sistemde bankacılık sektörünün ağırlıklı olduğu ülkelerde, tasarruf sahipleriyle yatırımcılar arasındaki aracılık işlevinin etkin bir biçimde gerçekleştirebilmesi, uzun dönemli sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında kritik önem taşımaktadır. Uzun yıllar süren makroekonomik istikrarsızlık ve finansal sistemdeki kurumsal altyapı yetersizliği, Türkiye'de kendine özgü bir firma mali yapısının doğmasına neden olmuştur. Sözü edilen istikrarsızlığın yanı sıra yüksek kamu borçlanma gereği, devlet iç borçlanma senetlerinin faizlerini arttırmış ve bunların bir plasman aracı olarak kullanımı yaygınlaşmıştır. Bu ortam firmaların tahvil ve hisse senedi ihraç etmelerini engellemiş, kanunî altyapısı zayıf ve kayıt dışı faaliyetleri destekler potansiyele sahip ticari senetlerin sistem içindeki payını arttırmıştır.

Kaynak ihtiyacı içerisinde olan firmalara ucuz ve yeterli kredi sağlama konusunda yetersiz kalan bankacılık sektörü nedeniyle firmalar dolaylı yollardan, özellikle ticari borçlar yoluyla kaynak sağlamaya yönelmişlerdir. Bu durum ise, mali

olarak zayıf firmalara ek maliyetler yüklemiş, kayıt dışı mali ilişkileri yaygınlaştırmıştır.

Bankacılık sektörünün firmaları gözetleyen ve onlar hakkında bilgi sağlayan bir teknolojiye sahip olması banka kredilerini özellikle yatırımın başlangıç aşamasında sermaye sorunu yaşayan girişimciler açısından özel bir konuma taşımaktadır. Yapılan çalışmalar Türk bankacılık sisteminin teknolojik yenilik ve yüksek katma değer üretme potansiyeli olan sektörlerdeki firmaları desteklemekten uzak olduğunu ortaya koymaktadır.

Son olarak, tarihsel olgulara bakıldığında ve ekonometrik analiz ile elde edilen bulgular ortaya konulduğunda, Türkiye ekonomisinde son otuz yılda finansal sektörün yapısı ve kırılganlığı itibarıyla ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkilerinin çok sınırlı kaldığı söylenebilir. Yaşanan krizlerde ani sermaye çıkışlarının önemli bir etmen olarak yer aldığı görüldüğünden bu tür spekülatif hareketler vergilendirilmek suretiyle etkileri daraltılabilir. Kamunun finansman gereği nedeniyle finansal piyasalarda yüksek seviyelerde oluşan faiz oranları, fonların reel yatırımlara aktarılması sürecinde engel oluşturmaktadır. Bu durum ise etkin bir kamu borç yönetimini gerekli kılmaktadır. Ayrıca finansal sistemin ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmesi için, kamunun finansal sistem üzerindeki rolü üzerinde yeniden düşünülmelidir. Bu bağlamda, mevcut büyüme stratejisinin de, bugüne kadar ki sonuçlarıyla birlikte yeniden değerlendirilmesi ve Türkiye için başka seçeneklerin de olup olmadığı, eleştirel bir gözle ele alınması gerekmektedir.

Eğer kamunun finans kesimi üzerindeki rolü, yalnızca denetim ve gözetim ile sınırlandırılmışsa, finansal sistemin en önemli unsuru olan bankacılık sektörünün 1999 yılında başlayan ve 2001 yılında “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” ile ivme kazanan dönüşüm sürecinde elde ettiği kazanımları kalıcı hale getirmesinin, sistemdeki gözetim ve denetimin etkinliğine bağlı olduğu unutulmamalıdır. Böylelikle asimetrik bilgiden kaynaklanan sorunlar azaltılabilir. Yasal ve kurumsal düzenlemelerin yaptırım gücüyle desteklendiği bir durumda sistemin istikrarı için gerekli koşul olan güven ortamı sağlanabilir. Bu bağlamda,

istikrarlı bir finansal sistem ve etkin bir fon aktarım mekanizması aracılığıyla reel sektörün kaynak ihtiyacı karşılanabilir ve üretken yatırımlarla ekonomik büyüme süreci desteklenebilir.

KAYNAKLAR

ABUK DUYGULU, Aylin. “Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye Örneği”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2004.

ACEMOĞLU, Daron ve Fabrizio Zilibotti. “Was Prometheus Unbound by Chance? Risk Diversification, and Growth”, **Journal of Political Economy**, Vol.105, Issue:4, 1997.

AKKAYA, Şahin ve M. Vedat Pazarlıoğlu. **Ekonometri 1**, Genişletilmiş 4. Baskı, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 2000.

ALLEN, Franklin ve Douglas Gale. “Diversity of Opinion and Financing of New Technologies”, **Journal of Financial Intermediation**, Vol.8, 1999.

ALPER, Emre ve Ziya Öniş. “Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi”, **Doğu Batı Dergisi**, Cilt:4, Sayı:17, 2001.

ANG, James B. ve Warwick J. McKibbin. “Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia”, **Brookings Discussion Papers in International Economics**, No: 168, June 2005.

ARAS, Güler ve Alövsat Müslümov. “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:19, Sayı:222, Eylül 2004.

ARDIYOK, Şahin. “Türk Telekomünikasyon A.Ş.'nin Özelleştirilmesi: Sektörde Doğum Sancıları”, **Rekabet Dergisi**, Sayı:5, Ocak-Şubat-Mart 2001.

ARESTIS, Philip ve Panicos Demetriades. “Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”, **Economic Journal**, Vol.107, Isse:442, 1997.

ARESTIS, Philip, Panicos Demetriades ve Kul B. Luintel. “Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol.33, 2001.

ARTUN, Tuncay. **İşlevi, Gelişimi, Özellikleri ve Sorunlarıyla Türkiye’de Bankacılık**, Tekin Yayınevi, İstanbul 1983.

ASLAN, Özgür ve İsmail Küçükaksoy. “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı: 4, 2006.

AQEEL, Anjum ve Mohammad S. Butt. “The Relationship Between Energy Costumption and Economic Growth in Pakistan”, **Asia-Pacific Development Journal**, Vol.8, No:2, December 2001.

ATJE, Raymond ve Boyan Jovanovic. “Stock Markets and Development”, **European Economic Review**, Vol.37, Issue: 2-3, 1993.

BDDK. “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, Gelişme Raporu-(VI)”, Nisan 2003.

http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/1524BSYYP_Gelisme_042003.pdf (Erişim: 08.07.2007).

BDDK. “Finansal Piyasalar Raporu”, Sayı:4, Aralık 2006.

http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/1651BDDK_FPR_Aralik2006_27042007.pdf (Erişim: 08.06.2007).

BDDK. “Finansal Piyasalar Raporu”, Sayı:5, Mart 2007.

http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/1524BSYYP_Gelisme_0420_03.pdf

(Erişim: 07.09.2007).

BECK, Thorsten, Aslı Demirgüç-Kunt, Ross Levine ve Vojislav Maksimovic. “Financial Structure and Economic Development - Firm, Industry, and Country Evidence”, **Policy Research Working Paper Series**, No:2423, November 2000.

BECK, Thorsten, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine. “The Financial Structure Database”, İçinde: **Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development**, Eds: Aslı Demirgüç-Kunt and Ross Levine, Cambridge, Massachusetts, London, England, MIT Press, 2001.

BECK, Thorsten. “Financial Development and International Trade: Is There a Link?”, **Journal of International Economics**, Vol.57, Issue:1, June 2002.

BECK, Thorsten. “Financial Dependence and International Trade”, **Review of International Economics**, Vol. 11, Issue:2, 2003.

BECK, Thorsten, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine. “Law, Endowments, and Finance”, **Journal of Financial Economics**, Vol.70, Issue:2, 2003(a).

BECK, Thorsten, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine. “Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?”, **Journal of Comparative Economics**, Vol.31, Issue:4, 2003(b).

BECK, Thorsten, Aslı Demirgüç-Kunt, Luc Laeven ve Ross Levine. “Finance, Firm Size, and Growth”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: 10983, December 2004.

BECK, Thorsten, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine. “Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper No:10979, December 2004.

BENCIVENGA, Valerie R. ve Bruce D. Smith. “Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model”, **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol.17, Issue:1-2, 1993.

BHATTACHARYA, Prabir C. ve M. N. Sivasubramanian. “Financial Development and Economic Growth in India: 1970-1971 to 1998-1999”, **Applied Financial Economics**, Vol.13, Issue:12, 2003.

BHIDE, Amar. “The Hidden Costs of Stock Market Liquidity”, **Journal of Financial Economics**, Vol.34, Issue:1, 1993.

BOYD, John H. ve Edward C. Prescott. “Financial Intermediary-Coalitions”, **Journal of Economic Theory**, Vol.38, No:2, April 1986.

BOYD, John H. ve Bruce D. Smith. “Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development”, **Journal of Monetary Economics**, Vol.30, Issue:3, 1992.

BOYD, John H., ve Bruce D. Smith. “Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development”, **Journal of Monetary Economics**, 30, 1992.

CALDERON, Cesar A. ve Lin Liu. “The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth” **Journal of Development Economics**, Vol.72, Issue:1, 2003.

CANBAŞ, Serpil ve Hatice Doğukanlı. **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, Beta Yayınları, 3. baskı, Eylül 2001.

CETORELLI, Nicola ve Michele Gambera. "Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data", **The Journal of Finance**, Vol.56, Issue:2, 2001.

CHANDRASEKHAR, C.P. "Mali Serbestleştirme, Kırılganlık ve Riskin Sosyalizasyonu: Sermaye Kontrolleri İşe Yarayabilir Mi?", İçinde: **Yeni Emperyalizmin Ekonomisi**, Yeni Hayat Kütüphanesi, Çeviren: Erdal Yüzak, İstanbul 2005.

CHANG, Tsangyao ve Steven B Caudill. "Financial Development and Economic Growth: the Case of Taiwan", **Applied Economics**, Vol.37, Issue:12, 2005.

CHRISTOPOULOS, Dimitris ve Efthymios G. Tsionas. "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests", **Journal of Development Economics**, Vol.73, Issue:1, 2004.

CLAESSENS, Stijn ve Luc Laeven. "Financial Dependence, Banking Sector Competition and Economic Growth", **Journal of the European Economic Association**, Vol.3, Issue:1, 2005.

ÇATIK, A. Nazif. "Yapısal Kırılma Altında Para Talebinin İstikrarı: Türkiye Örneği", **Ege University Working Papers**, No:06-11, December 2006.

ÇELİKBAŞ, İlyas. "Yatırım Ortaklıklarına Hakim Olan İlkeler", **E-akademi Hukuk Ekonomi ve Siyaset Aylık İnternet Dergisi**, Sayı:64, Haziran 2007.
<http://www.e-akademi.org/makaleler/iceliktas-2.htm> (Erişim: 02.07.2007).

DARRAT, Ali F. "Are Financial Deepening And Economic Growth Causally Related? Another Look At The Evidence," **International Economic Journal**, Korean International Economic Association, vol. 13(3), October1999.

DE HAAS, Ralph. “Financial Development and Economic Growth in Transition Economies”, **Netherlands Central Bank, Directorate Supervision, Research Series Supervision (discontinued)**, No:35, January 2001.

DELİKANLI, İhsan U. “Türk Bankacılık Sektöründe Kapasite Analizi (1981-2000) ve Avrupa Birliği İle Mukayesesi”, **BDDK Raporu**, Ankara 2005.

http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/2943Kapasite_analizi.pdf
(Erişim: 01.06.2007).

DEMENTRIADES, Panicos ve Khaled A. Hussein. “Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries”, **Journal of Development Economics**, Vol.51, Issue:2, 1996.

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı ve Vojislav Maksimovic. “Stock Market Development and Firm Financing Choices”, **World Bank Economic Review**, Vol.10, Issue:2, 1996.

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı ve Vojislav Maksimovic. “Law, Finance, and Firm Growth”, **Journal of Finance**, Vol.53, Issue:6, 1998.

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı ve Maksimovic Vojislav. “Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data”, **The World Bank Development Research Group Finance Policy Research Working Paper**, No: 2432, August 2000.

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı ve Ross Levine. “Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons”, İçinde: **Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development**, Eds: Aslı Demirgüç-Kunt and Ross Levine, Cambridge, Massachusetts, London, England, MIT Press, 2001.

DEVEREUX, Micheal B., ve Gregory W. Smith. "International Risk Sharing and Economic Growth", **International Economic Review**, Vol.35, Issue:3, 1994.

DIAMOND, Douglas W. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". **Review of Economic Studies**, Vol.51, Issue:3, 1984.

DICKEY, David A. ve Fuller, Wayne A., "Distrbution of the Estimators for Autoregressive Time Series With A Unit Root", **Journal of the American Statistical Association**, Vol. 74, June 1979.

DURUSOY, Serap. "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri", **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:18, Temmuz 2000.

DÜLGER, Fikret ve Mehmet F. Cin. "Türkiye’de Döviz Kuru dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı yaklaşım ve Eşbütünleşme Analiziyle Sınama", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 29(1-2), 2002.

ENDERS, Walter. **Applied Econometric Time Series**, Jonh Wiles and Sons, Canada, 1995.

ENGLE, Robert F. ve Clive W.J. Granger. "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing," **Econometrica**, vol. 55(2), March 1987.

ERDOĞAN, Niyazi. **Dünya ve Türkiye’de Finansal Krizler, (Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Uygulamaları – Kamu Bankaları Deneyimi)**, Yaklaşım Yayınları, Haziran 2002.

ERGÜNGÖR, Özgür E. "Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?", **Journal of Banking & Finance** , Vol.28, Issue:12, 2004.

FAMA, Eugene F. "Banking in the Theory of Finance", **Journal of Monetary Economics**, Vol.6, Issue:1, 1980.

FINK, Gerhard , Peter Haiss ve Sırma Hristoforova. "Bond Markets and Economic Growth", **Research Institute for European Affairs**, Working Paper 49, 2003 April.

GALLEGO, Francisco A. ve Norman Loayza. "Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects", **Econometric Society**, Econometric Society World Congress 2000 Contributed Papers, No:1115, 2000.

GREENWOOD, Jeremy ve Boyan Jovanovic. "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", **Journal of Political Economy**, Vol. 98, No:5, October 1990.

GREENWOOD, Jeremy ve Bruce D. Smith. "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol.21, Issue:1, 1997.

GOLDSMITH, Raymond W. **Financial Structure and Development**, Yale University Press, New Haven, 1969.

GRANGER, Clive W.J. "Investigating Causal Relations By Econometric Models and Cross-Spectral Methods", **Econometrica**, (37), 1969.

GRANGER, Clive W.J ve P. Newbold. "Spurious Regressions in Econometrics", **Journal of Econometrics**, Vol.2, 1974.

GREGORY, Allan W. ve Bruce E. Hansen. "Residual-based tests for cointegration in models with regime shifts," **Journal of Econometrics**, Vol. 70, Issue:1 January 1996.

GÜRSOY, Cudi T. ve Hassan Al-Aali. “Causal Relationship Between Financial and Economic Development in Gulf Countries”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, Ocak 2000.

HABIBULLAH, Muzafar S. ve Yoke-Kee Eng. “Does Financial Development Cause Economic Growth? A Panel Data Dynamic Analysis for the Asian Developing Countries”, **Journal of the Asia Pacific Economy**, Vol.11, No: 4, November 2006.

HAUSMAN, Jerry A. “Specification Tests in Econometrics”, **Econometrica**, Vol. 46, No.6, November 1978.

HELLWIG, Martin F. “Banking, Financial Intermediation, and Corporate Finance”, **European Financial Integration**, Cambridge University Press, Cambridge, England, 1991.

HSIAO, Cheng. “Causality Tests in Econometrics”, **Journal of Economic Dynamics and Control**, 1979.

HSIAO, Cheng. “Autoregressive Modeling and Money Income Causality Detection”, **Journal of Monetary Economics**, 1981.

JENSEN, Micheal C. ve William H. Meckling. “Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, Vol.3, No:4, October 1976.

JENSEN, Micheal C. “The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, **American Economic Review**, Vol.76, No:2, 1986.

JOHANSEN, Soren. “Statistical analysis of Cointegration Vectors”, **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol.12, Issue:2-3, 1988.

JOHANSEN, Soren ve Katarina Juselius. “Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration- With Applications to the Demand for Money”, **Oxford Bulletein of Economics and Statistics**, Vol.52, Issue:2, 1990.

JUNG, Woo S. “Financial Development and Economic Growth: International Evidence”, **Economic Development and Cultural Change**, Vol.34, Issue:2, 1986.

KAHYAOĞLU, Hakan ve Aylin Abuk Duygulu. “Finansal Varlıkların Fiyatlarındaki Değişme – Parasal Büyüklükler Etkileşimi”, **DEÜ İİBF Dergisi**, Cilt:20, Sayı:1, 2005.

KAR, Muhsin ve Eric J. Pentecost. “Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on The Causality Issue”, **Loughborough University Economic Reserarch Paper**, No:00/27, December 2000.

KAZGAN, Haydar, Murat Öztürk ve Murat Koraltürk. **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Creative Yayıncılık, İstanbul 2000.

KESKİN, Ekrem, Melike Alparslan, Emre A.İnan. “Türk Bankacılık Sektörü”, Türkiye İktisat Kongresi Raporu, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:49, Haziran 2004.

KESKİN, Nagehan ve Başak Karşıyakalı. “Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Koentegrasyon ve Nedensellik Analizi Bağlamında Türkiye Örneği”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Konferansı**, Ankara, Tebliğ Notları, 11-13 Eylül 2006.

KING, Robert G. ve Ross Levine. “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol.108, Issue:3, 1993.

KWIATKOWSKI, Denis, Peter. C. B. Phillips, Peter Schmidt, ve Yongcheol Shin. “Testing the Null Hypothesis of Stationary Against the Alternative of a Unit Root.

How Sure Are We that Economic Time Series Have a Unit Root?” **Journal of Econometrics**, Vol.54, Issue:1-3, 1992.

LA PORTA, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer ve Robert W. Vishny, “Law and Finance”, **Journal of Political Economy**, Vol.106, Issue:6, 1998.

LEVINE, Ross ve Sara Zervos. “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No:1690, 1996.

LEVINE, Ross. “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, **Journal of Economic Literature**, Vol.35, Issue:2, June 1997.

LEVINE, Ross, Norman Loayza ve Thorsten Beck. “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, **Journal of Monetary Economics**, Vol.46, 2000.

LEVINE, Ross. “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”, **NBER Working Paper Series**, No:9138, February 2002.

LEVINE, Ross. “Finance and Growth: Theory and Evidence”. **NBER Working Paper Series**, No: 10766, 2004.

LOAYZA, Norman ve Romain Ranciere. “Financial Development, Financial Fragility, and Growth”, **IMF Working Paper**, No:WP/05/170, August 2005.

LOVE, Inessa. “Financial Development and Financing Constraints-International Evidence from the Structural Investment Model”, **The World Bank Development Research Group Finance Policy Research Working Paper**, No:2694, October 2001.

LUCAS, Robert E. “Econometric Policy Evaluation: A Critique”, Karl Brunner ve Allan H. Meltzer (eds.),İçinde: **The Phillips Curve and Labor Markets**, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, American Elsevier, New York, 1976.

LUCAS, Robert E. “On the Mechanics of Economic Growth”, **Journal of Monetary Economics**, Vol:22, Issue:1, 1988.

LUINTEL, Kul B. ve Moshaid Khan. “A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus:Evidence from a Multivariate VAR”, **Journal of Development Economics**, Vol.60, Issue:2, 1999.

MACKINNON, James G. “Critical Values for Cointegration Tests”, R.F. Engle & C.W.J. Granger (eds.), İçinde: **Long-run Economic Relationships: Readings in Cointegration**, Oxford University Pres, UK, 1991.

MCKINNON, Ronald I. **Money and Capital in Economic Development**, Washington D.C., The Brookings Institution, 1973.

MERTON, Robert C. ve Zvi Bodie. “The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure”, **Journal of Investment Management**, Vol.3, Issue:1, 2005.

MYERS, Stewart C. ve Nicholas S. Majluf. “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, **Journal of Financial Economics**, Vol.13, Issue:2, 1984.

NICKELL, Stephen J. ve Daphne Nicolitsas. “How Does Financial Pressure Affect Firms?”, **CEP Discussion Papers**, Centre for Economic Performance, LSE, No:0266, October 1995.

ÖCAL, Tezer. **Türk Banka Sistemi**, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, Emel Matbaacılık Sanayi Ltd. Şti., Ankara 1992.

ÖNEL, Gülcan. “Türkiye’de Dış Borçların Sürdürülebilirliği”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 2004.

PAGANO, Marco. “Financial Markets and Growth: An Overview”, **European Economic Review**, Vol.37, Issue:2-3, 1993.

PARASIZ, İlker. **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 7.baskı, Ocak 1995.

PATRICK, Hugh T. “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, **Economic Development Cultural Change**, Vol.14, Issue: 2, 1966.

PERRON, Pierre. "Testing for a Unit Root in a Time Series with a Changing Mean," **Journal of Business & Economic Statistics, American Statistical Association**, vol. 8(2), April 1990.

PHILIPS, Peter C.B. ve Pierre Peron. “Testing for a Unit Root in Time Series Regressions”, **Biometrika**, Vol. 75, No. 2, June 1988.

RAJAN, Raghuram G. ve Zingales Luigi. “Financial Dependence and Growth”, **American Economic Review**, Vol.88, Issue:3, June 1998.

RIOJA, Felix, ve Neven Valev. “Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development”, **Economic Inquiry**, Vol.42, Issue:1, 2004.

ROBINSON, Joan. “The Generalization of the General Theory”, in The Rate of Interest and Other Essays, **Macmillan**, London, 1952.

ROUSSEAU, Peter L. ve Paul Wachtel. “Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.30, 1998.

SARA, Onur. “Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2005.

SCHUMPETER, Joseph A. **Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung : Eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins, und den Konjunkturzyklus**, Leipzig: Dunker und Humblot, 1912. Çevirisi: **The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle**, Çev.: Redvers Opie, MA: Harvard University Press, Cambridge, 1934.

SHAW, Edward. **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University Press, London, 1973.

STERN, Nicholas. “The Economics of Development: A Survey”, **Economic Journal**, Vol.99, Issue:397, September 1989.

STIGLITZ, Joseph E. ve Andrew Weiss. “Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets”. **American Economic Review**, Vol.73, Issue:5, 1983.

STULZ, René, M. “Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective”, İçinde: **Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development**, Eds: Aslı Demirgüç-Kunt and Ross Levine, Cambridge, Massachusetts, London, England, MIT Press, 2001.

ŞAHİN, Hüseyin. **Türkiye Ekonomisi, (Tarihsel Gelişimi – Bugünkü Durumu)**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 6. Baskı, Bursa 2000.

ŞAHİNKAYA, Serdar. “Bankacılık Sistemi, Sanayileşme ve Alexander Gerschenkron”, **İşletme, İktisat ve Finans Dergisi**, Sayı: 237, 2005.

ŞEN, Ayşe. “Yatırım Bankacılığı ve Sermaye Piyasaları”, **Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlik Etüdü**, İstanbul, Haziran 2004.

http://www.spk.gov.tr/yayinlar/kye/2004_AyseSen.pdf (Erişim:07.02.2007).

ŞENTÜRK, Suat H. “Ekonomik Büyümenin Sağlanmasında Finansal Sistemin Rolü”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, No: 237, Aralık 2005.

TADESSE, Solomon. “Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence”, **William Davidson Working Paper**, No:449, August 2001.

THANGAVELU, Shandre M. ve James B. Ang. “Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis” **Empirical Economics**, Vol.29, Issue:2, 2004.

TÜRKAN, Ercan ve diğerleri. “Türk bankacılık Sektöründe Aracılık maliyetlerinin Azaltılması”, **BDDK Çalışma Raporu**, 2003.

URAL, Mert. “Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003.

URAL, Mert. “Finansal Krizler ve Türkiye”, **DEÜ İİBF Dergisi**, Cilt:18, Sayı:1, Yıl: 2003.

UTKULU, Utku. “Türkiye’de Dış açıkların Belirleyicileri: Ekonometrik Bir İnceleme”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 16, Sayı 2, 2001.

UTKULU, Utku. “Türkiye’de Bütçe Açıkları ve Dış Ticaret Açıkları Gerçekten İkiz Mi? Koentegrasyon ve Nedensellik Bulguları”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, cilt 18, sayı 1, 2003.

UTKULU, Utku ve Durmuş Özdemir. "Does Trade Liberalization Cause a Long Run Economic Growth in Turkey," **Economics of Planning**, vol. 37(3), 2005.

ÜNALMIŞ, Deren. “The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey”, **TCMB Research Department Working Paper**, No:3, June 2002.

XU, Zhenhui. “Financial Development, Investment, and Growth”, **Economic Inquiry**, Vol.38, 2000.

VOGELSANG, Timothy ve Pierre Peron. “Additional Tests for a Unit Root Allowing for a Break in the Trend Function at an Unknown Time”, **International Economic Review**, Department of Economics, University of Pennsylvania and Osaka University Institute of Social and Economic Research Association, vol. 39 (4), November 1998.

WENGER, Ekkehard ve C. Kaserer. “The German System of Corporate Governance: a Model Which Should Not Be Imitated”, İçinde: **Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models**, Eds: Black, S.W. and Moersch, M., North-Holland Press, New York, 1998.

YALÇIN, Cihan, Olcay Y. Çulha, Pınar Ö. Özlü. “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Mali Yapı (Mali Gelişmişlik / Firma Mali Yapısı), **TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi**, No:5, Kasım 2005.