

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Murat BELKE

FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Danışman
Yard. Doç. Dr. Harun DOĞAN

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2007

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından
..... Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ OLARAK kabul edilmiştir.

İmza

Başkan:

Üye (Danışman):

Üye:

Üye:

Üye:

Onay: Yukarıdaki imzaların, adigeçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

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

İmza

.....

Müdür

..

İÇİNDEKİLER

| | |
|---|-----------|
| ŞEKİLLER LİSTESİ | i |
| TABLOLAR LİSTESİ | ii |
| KISALTMALAR LİSTESİ | iii |
| ÖZET | iv |
| SUMMARY | v |
| GİRİŞ | 1 |
| 1. FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME: TEORİK LİTERATÜR | 8 |
| 1.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisine Teorik Yaklaşımlar | 9 |
| 1.1.1. Arz-Öncü Finansal Gelişme Hipotezi | 10 |
| 1.1.1.1. Schumpeter'in Finans ve Büyüme Yaklaşımı | 11 |
| 1.1.1.2. Hicks'in Finans ve Büyüme Yaklaşımı | 12 |
| 1.1.1.3. Gurley ve Shaw'ın Finans ve Büyüme Yaklaşımı | 13 |
| 1.1.1.4. Goldsmith'in Finans ve Büyüme Yaklaşımı | 13 |
| 1.1.1.5. McKinnon ve Shaw'ın Finans ve Büyüme Yaklaşımı | 14 |
| 1.1.1.6. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Endojen Büyüme Yaklaşımı | 18 |
| 1.1.2. Talep-İzleyici Finansal Gelişme Hipotezi | 24 |
| 1.1.3. Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişmenin Karşılıklı Nedensellik Hipotezi | 26 |
| 1.1.4. Ekonomik Büyüme Olumsuz Etkileyen Finansal Gelişme Hipotezi: Negatif Nedensellik | 28 |
| 1.1.5. Ekonomik Büyüme Sürecinde Finansal Gelişmenin Önemsizliğine İlişkin Yaklaşımlar | 37 |
| 1.2. Ekonomik Büyüme Sürecinde Finansal Sistemin Fonksiyonları | 38 |
| 1.2.1. Risk Yönetiminin Kolaylaştırılması | 40 |
| 1.2.2. Yatırımlar ve Kaynakların Tahsisi Konusunda Bilgi Elde Etme | 48 |
| 1.2.3. Yöneticilerin İzlenmesi ve Şirket Kontrolü | 51 |
| 1.2.4. Tasarrufları Harekete Geçirme | 54 |
| 1.2.5. Ticareti Kolaylaştırma | 56 |
| 1.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasında Aktarma Mekanizması | 58 |
| 1.3.1. Tasarrufların Firmalara Aktarılması | 62 |
| 1.3.2. Sermaye Tahsisinin İlerletilmesi | 62 |
| 1.3.3. Tasarruf Oranlarına Etkisi | 62 |
| 1.3.3.1. Risk Paylaşımının Tasarruf Oranına Etkisi | 63 |
| 1.3.3.2. Hanehalkı Ödünçlerinin Tasarruf Oranlarına Etkisi | 63 |
| 1.3.3.3. Faiz Oranının Tasarruf Oranına Etkisi | 64 |
| 2. FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME: UYGULAMALI LİTERATÜR | 65 |
| 2.1. Yatay-Kesit Regresyon Analizi | 66 |
| 2.1.1. Bankacılık Piyasası Ağırlıklı Yatay-Kesit Regresyon Analizi | 67 |
| 2.1.2. Hisse Senedi Piyasalarının Dâhil Edildiği Yatay-Kesit Regresyon Analizleri | 73 |
| 2.2. Zaman Serisi Çalışmaları | 78 |
| 2.2.1. Bankacılık Piyasası Ağırlıklı Zaman Serisi Çalışmaları | 78 |
| 2.2.2. Hisse Senedi Piyasalarının Dâhil Edildiği Zaman Serisi Çalışmaları | 92 |
| 2.3. Panel Veri Çalışmaları | 99 |
| 2.3.1. Bankacılık Piyasası Ağırlıklı Panel Veri Analizleri | 99 |
| 2.3.2. Hisse Senedi Piyasalarının Dâhil Edildiği Panel Veri Analizleri | 109 |
| 2.4. Endüstri ve Firma Temelli Çalışmalar | 114 |
| 2.5. Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmalar | 117 |
| 2.6. Değerlendirme | 123 |

| | |
|--|------------|
| 3. FİNANSAL YAPI ve EKONOMİK BÜYÜME | 125 |
| 3.1. Finansal Yapı ve Ekonomik Büyüme: Teorik Literatür | 125 |
| 3.1.1. Bankacılık-Temelli Görüş | 128 |
| 3.1.2. Piyasa-Temelli Görüş | 130 |
| 3.1.3. Finansal Hizmetler Görüşü | 134 |
| 3.1.4. Hukuk ve Finans Görüşü | 134 |
| 3.2. Finansal Yapı ve Ekonomik Büyüme: Uygulamalı Literatür | 136 |
| 4. TÜRK FİNANSAL SİSTEMİNİN GELİŞİMİ | 143 |
| 4.1. Bankacılık Piyasası | 143 |
| 4.1.1. Türk Bankacılık Sisteminin Tarihi | 143 |
| 4.1.1.1. Osmanlı Döneminde Bankacılık Sistemi | 143 |
| 4.1.1.2. Cumhuriyet Dönemi Türk Bankacılık Sistemi | 144 |
| 4.1.1.2.1. 1923–1980 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi | 144 |
| 4.1.1.2.2. 1980’den Günümüze Türk Bankacılık Sistemi | 146 |
| 4.1.2. Türk Bankacılık Sektörünün Yapısı ve Gelişimi | 167 |
| 4.1.3. Bankacılık Sisteminin Sorunları | 182 |
| 4.1.3.1. Oligopolistik Yapı: Rekabet Yetersizliği | 182 |
| 4.1.3.2. Grup veya Holding Bankacılığı | 182 |
| 4.1.3.3. Denetimin Yetersizliği ve Etkin Olmaması | 183 |
| 4.1.3.4. Türkiye’nin Makroekonomik Yapısı: Yüksek Kamu Açıkları ve Enflasyon | 183 |
| 4.1.3.5. Kamu Bankalarının Sektördeki Ağırlığı | 185 |
| 4.1.3.6. Mevduat Sigorta Sistemi | 186 |
| 4.1.3.7. Özkaynakların Yetersizliği | 186 |
| 4.1.3.8. Likidite, Faiz ve Kur Riski | 187 |
| 4.2. Menkul Kıymetler Piyasası ve Gelişimi | 189 |
| 5. TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ | 207 |
| 5.1. Ekonometrik Yöntemler | 207 |
| 5.1.1. Zaman Serilerinde Birim Kök ve Sahte Regresyon | 208 |
| 5.1.1.1. Zaman Serilerinde Birim Kök | 208 |
| 5.1.1.2. Sahte Regresyon | 209 |
| 5.1.1.3. Dickey-Fuller Birim Kök Testi | 211 |
| 5.1.1.4. Geliştirilmiş Dickey-Fuller Testi (ADF) | 212 |
| 5.1.1.5. Phillips-Perron Birim Kök Testi | 212 |
| 5.1.2. Zaman Serilerinde Eşbütünleşme Analizi | 213 |
| 5.1.2.1. Eşbütünleşme Testleri ve Hata Düzeltme Mekanizması | 214 |
| 5.1.2.1.1. Hata Düzeltme Modeli (Error Correction Model) | 214 |
| 5.1.2.1.2. Engle-Granger İki Aşamalı Eşbütünleşme Yöntemi | 216 |
| 5.1.2.1.3. Johansen Çok Değişkenli Eşbütünleşme Yöntemi | 217 |
| 5.1.3. Granger Nedensellik Testi | 220 |
| 5.2. Veri Seti | 221 |
| 5.3. Ampirik Sonuçlar | 222 |
| 5.3.1. ADF (Augmented Dickey-Fuller) Birim Kök Testi Sonuçları | 222 |
| 5.3.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları | 223 |
| 5.3.3. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları | 224 |
| 5.3.4. Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları | 225 |
| 5.3.5. Granger Nedensellik Testi Sonuçları | 226 |
| 5.3.6. Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi | 227 |
| SONUÇ | 229 |
| KAYNAKÇA | 236 |
| EKLER | 255 |
| EK1: E-VIEWS PROGRAM ÇIKTILARI | 255 |
| ÖZGEÇMİŞ | 273 |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| | |
|--|-----|
| Şekil 1.1. New-Keynesyen Kredi Tayınlaması | 34 |
| Şekil 1.2. Finans-Büyüme İlişkinine Teorik Bir Yaklaşım..... | 39 |
| Şekil 4.1. Toplam Finansal Varlıkların GSMH'ya Oranı..... | 167 |
| Şekil 4.2. Toplam Aktiflerin GSMH'ya Oranı | 173 |
| Şekil 4.3. Özel Sektör Kredilerinin ve Yatırımlarının GSMH'ya Oranı..... | 175 |
| Şekil 4.4. Döviz Tevdiat Hesapları..... | 181 |
| Şekil 4.5. Menkul Kıymet Stoklarının Kesimlere Göre Dağılımı | 193 |

TABLolar LİSTESİ

| | |
|--|-----|
| Tablo 2.1. Bankacılık Piyasasını Kapsayan Yatay-Kesit Çalışmaları..... | 70 |
| Tablo 2.2. Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasasını Kapsayan Yatay-Kesit Çalışmaları | 77 |
| Tablo 2.3. Bankacılık Piyasasını Kapsayan Zaman Serisi Çalışmaları..... | 90 |
| Tablo 2.4. Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasasını Kapsayan Zaman Serisi Çalışmaları | 98 |
| Tablo 2.5. Panel Veri Çalışmaları (Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasası)..... | 112 |
| Tablo 2.6. Türkiye Üzerine Yapılmış Uygulamalı Çalışmalar..... | 122 |
| Tablo 3.1. Almanya ve ABD Finansal Sistemlerinin Karşılaştırılması..... | 133 |
| Tablo 4.1. Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılmasının Maliyeti (Milyar \$) | 158 |
| Tablo 4.2. Seçilmiş Avrupa Ülkelerine İlişkin Çeşitli Göstergeler..... | 168 |
| Tablo 4.3. Para Arzının GSMH'ya Oranı (%)..... | 169 |
| Tablo 4.4. Türkiye'de Faaliyet Gösteren Bankaların Sayısı | 169 |
| Tablo 4.5. Avrupa Ülkelerinde Bankacılık Sistemine İlişkin Çeşitli Göstergeler..... | 170 |
| Tablo 4.6. Bankacılık Sektöründeki Yoğunlaşma Oranları (%)..... | 171 |
| Tablo 4.7. AB'ye Üye Ülkelerde Beş Büyük Kredi Kuruluşunun Toplam Aktifler İçindeki Payı (%) | 172 |
| Tablo 4.8. Bankaların Sektör Gruplarına Göre Toplam Aktifleri | 176 |
| Tablo 4.9. Bankaların Sektör Gruplarına Göre Toplam Kredileri..... | 176 |
| Tablo 4.10. Bankaların Sektör Gruplarına Göre Toplam Mevduatları..... | 179 |
| Tablo 4.11. Bankaların sektör gruplarına göre Toplam Mevduat ve Toplam Özkaynak Miktarları..... | 179 |
| Tablo 4.12. Mevduatın Vade Yapısı..... | 181 |
| Tablo 4.13. Bankacılık Sektörü Açık Pozisyon Büyüklüğü (Milyar \$) | 188 |
| Tablo 4.14. Menkul Kıymet Stokları..... | 193 |
| Tablo 4.15. Kesimlere Göre Menkul Kıymet Stokları | 195 |
| Tablo 4.16. Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi ve İMKB-100 Endeksi | 197 |
| Tablo 4.17. İMKB'ye İlişkin Temel Göstergeler | 198 |
| Tablo 4.18. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacimleri..... | 200 |
| Tablo 4.19. 1990-2006 Arasındaki Halka Arzlar ve Oranları | 200 |
| Tablo 4.20. Dünya'daki Borsalara İlişkin Temel Göstergeler..... | 202 |
| Tablo 5.1. Dickey-Fuller Testi Kritik Değerleri..... | 212 |
| Tablo 5.2. ADF Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey) | 222 |
| Tablo 5.3. ADF Birim Kök Testi Sonuçları (Birinci Farklar)..... | 223 |
| Tablo 5.4. Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)..... | 223 |
| Tablo 5.5. Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları (Birinci Farklar)..... | 224 |
| Tablo 5.6. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları | 225 |
| Tablo 5.7. Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları | 226 |
| Tablo 5.8. Granger Nedensellik Testi Sonuçları | 227 |

KISALTMALAR LİSTESİ

| | |
|--------|--|
| AB | Avrupa Birliği |
| ABD | Amerika Birleşik Devleti |
| ADF | Augmented Dickey-Fuller (Geliştirilmiş Dickey-Fuller Testi) |
| BDDK | Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu |
| DPT | Devlet Planlama Teşkilatı |
| DTH | Döviz Tevdiat Hesapları |
| EBF | European Banking Federation (Avrupa Bankacılık Federasyonu) |
| ECB | European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası) |
| EU | European Union (Avrupa Birliği) |
| FMOLS | Fully Modified Ordinary Least Squares (Tamamen Düzeltilmiş Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi) |
| GMM | Generalized Moment Method (Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi) |
| GSMH | Gayrisafi Milli Hasıla |
| GSYİH | Gayrisafi Yurt İçi Hasıla |
| IMF | Uluslararası Para Fonu |
| İMKB | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| KKBG | Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi |
| MENA | Middle East and North Asian (Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesi) |
| MU | Monetary Union (Parasal Birlik) |
| OLS | Ordinary Least Square (Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi) |
| SPK | Sermaye Piyasası Kurulu |
| TBB | Türkiye Bankalar Birliği |
| TCMB | Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası |
| TL | Türk Lirası |
| TMSF | Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu |
| TSPAKB | Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği |
| TÜİK | Türkiye İstatistik Kurumu |
| VAR | Vector Autoregressive Model (Vektör Otoregresif Model) |
| Vd. | Ve diğerleri |
| YTL | Yeni Türk Lirası |

FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

ÖZET

Bu çalışma, Türkiye’de ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişmenin rolünü, 1970–2006 dönemi için çeşitli zaman serisi tekniklerini kullanarak uygulamalı olarak test etmektedir. Eşbütünleşme testi sonuçları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir uzun dönem ilişkisinin bulunmadığını ortaya koymaktadır. Granger nedensellik testi sonuçları ise, finans-büyüme ilişkisinde kısa dönemli arz-öncü ve talep-izleyici hipotezlerin her ikisini de destekleyici bulgular elde etmektedir. Nedensellik testi sonuçları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensel ilişkinin, kullanılan finansal gelişme göstergesine göre değişebileceğini açıkça göstermektedir.

**RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT and
ECONOMIC GROWTH: TURKEY CASE**

SUMMARY

This study, empirically tested the role of financial development in economic growth processes for 1970–2006 period, by using variety time series techniques in Turkey. The conclusions of cointegration test show that there is no long-run relation between financial development and economic growth. However, conclusion of Granger causality test is obtained as supportive evidence to hypothesis of both short-run supply-leading and demand-following in finance-growth relation. The results of causality test exhibit clearly that causal relation between financial development and economic growth may change according to financial development indicator.

GİRİŞ

Uzun dönemli ekonomik büyümeyi ve ulusların refahını neyin belirlediği sorusu Adam Smith (1776)'den beri iktisat literatürünün özünü oluşturmaktadır. Finansal sektörün gelişmesi ve ekonomik büyüme arasındaki teorik ve uygulamalı çalışmalar son kırk yıllık süreçte giderek yoğunlaşmakla birlikte, finansal gelişme ve reel sektördeki büyüme arasındaki ilişkiye yönelik soru, ekonomi biliminin tarihi kadar eskidir. İktisat Bilimi'nin kurucusu kabul edilen Adam Smith (1776, s.323), İskoçya'daki ticaret hacminin artışı, bankacılık şirketlerinin sayısındaki ve işlem hacmindeki artışa bağlamaktadır.

Bagehot (1873)'a kadar 19. yüzyıl klasik iktisatçıları, ekonomik gelişmenin açıklanmasında finansal gelişmenin önemli bir unsur olduğunu ihmal etmişlerdir. İlk olarak Bagehot, İngiltere'deki para piyasasındaki gelişmelerin, ülke içindeki sermaye akışını nasıl en yüksek getiri oranını aramaya teşvik ettiğine dair açık örnekler sunmaktadır (Sinha, 2001, s.63). Walter Bagehot (1873) ve John Hicks (1969) finansal sistemin çok büyük işler için sermayenin hareketini kolaylaştırarak İngiltere'de sanayileşmenin başlangıcında kritik bir rol oynadığını ileri sürmektedirler (Levine, 1997a, s.688).

Geleneksel ekonomik büyüme teorisi, sermaye birikim süreci üzerine yoğunlaşırken, büyüme sürecinde dikkate alınmayan ve finansal araçlar tarafından yerine getirilen, tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi ve aktarılması temel rolü, günümüz finans ve büyüme literatürünün odağında yer almaktadır (Shane, 1970, s.950). Finansal araçların temel fonksiyonu, tasarruf fazlası bulunan hanehalklarından tasarruf açığı bulunan hanehalklarına tasarrufların aktarılmasını kolaylaştırmaktır. Finansal sektörün bu süreçteki temel rolü, ödünç alan ve veren arasındaki bilgi asimetrisini düşürerek fonların en verimli kullanılacağı alana tahsis edilmesi ve sonucunda ekonomik etkinliğin ve sosyal refahın artırılmasıdır (Fase ve Abma, 2003, s.12).

Literatürde finansal ve reel sektör arasındaki ilişki, nedensellik bağlamında, muhtemel beş hipoteze göre sınıflandırılabilir (Blum vd., 2002, s.6):

- i. Ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu (nedenselliğin finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu), **arz-öncü hipotez**.
- ii. Ekonomik büyümenin finansal sistemin gelişmesine yardımcı olduğu (nedenselliğin ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu), **talep-izleyici hipotez**.

iii. Ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında iki yönlü ilişkinin olduğu, **karşılıklı nedensellik hipotezi**.

iv. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği, finansal büyümeye doğru **negatif nedensellik hipotezi**.

v. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında herhangi bir **nedensel ilişkinin yokluğu hipotezi**.

Arz-öncü finansal gelişme hipotezi, finansal hizmetlere önceden talep olmaksızın, finansal kurumların yaratılması ve finansal varlıkların, yükümlülüklerin ve bunlarla ilişkili finansal hizmetlerin arzının önceden varlığı, özellikle büyümeyi teşvik edici modern sektörlerdeki girişimcilerin, bu finansal varlık ve hizmetlere talepte bulunmalarını zorunlu kılmaktadır (Patrick, 1966, s.175–176).

Arz-öncü finansal gelişme hipotezinin öncüsü, finansı teorisinin merkezine koyan Schumpeter'dir. Joseph Schumpeter (1912), tasarrufların mobilizasyonu, risk yönetimi, yöneticilerin izlenmesi ve işlemlerin kolaylaştırılması gibi finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetlerin, teknolojik yenilik ve ekonomik gelişme için gerekli koşullar olduğunu ileri sürmektedir. Gelişmiş, iyi işleyen finansal sistemlerin yenilikleri arttıracaklarını ve bu nedenle ekonomik büyümeyi pozitif etkileyeceğini ileri sürmektedir (King ve Levine, 1993a, s.717; Sinha, 2001, s.63). Hicks (1969) ise, sanayi devriminin bir dizi yeni teknolojik yeniliklerin sonucu olmadığını, sanayi devriminin ilk dönemlerinde kullanılan birçok yeniliğin aslında sanayi devriminden daha önce gerçekleştiğini ileri sürmektedir. Hicks'e göre, ekonomik ölçekte belirli yeniliklerin yerine getirilmesinde, uzun periyotlar için geniş büyüklükte yüksek derecede likit olmayan yatırımlara ve faaliyete özgü sermayeye gerek duyulmaktadır. Bu ise, likidite sağlayan finansal araçların ve likit sermaye piyasalarının yokluğunda mümkün değildir. Bundan dolayı, teknolojik yenilikler kendi kendine büyümeyi teşvik etmek için yetersizdir. Hicks'e göre sanayi devrimi, gerçekleşmeden önce, finansal devrimi beklemek zorunda kalmıştır (Bencivenga vd., 1995a, s.2).

Finans ve ekonomik büyüme arasındaki kapsamlı ilk araştırma, Goldsmith (1969)'in öncü sayılan çalışmasıyla başlamaktadır. Goldsmith (1969, s.48), otuz beş ülkenin 1860–1963 dönemine ait verilerini kullanarak ekonomik ve finansal gelişme arasındaki pozitif ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal liberalizasyonun finansal gelişmeyi, finansal gelişmenin de ekonomik büyüme oranını hızlandırdığını ileri sürmüşlerdir. Ekonomik

büyüme için finansal gelişmenin bir ön koşul olduğunu vurgulamaktadırlar. McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal sistem üzerindeki baskının (devlet müdahalelerinin), ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisini göstererek, ekonomik gelişme sürecinde finansal gelişmenin kilit bir rol oynadığını vurgulamışlardır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal liberalizasyonu ve finansal gelişmeyi, büyümeyi arttırıcı ekonomi politikası olarak savunmaktadırlar.

Finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişkiye yönelik araştırmalar, hızla büyüyen içsel büyüme literatüründen yeni bir esin kaynağı elde etmiştir. Finansal gelişme ve uzun dönem ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik yakın geçmişteki teorik çalışmalar, sermayenin marjinal ürününün daima pozitif olduğu durumlara odaklanarak ve içsel büyüme modellerine finansal faktörleri de dâhil ederek, finansal piyasaların büyümeyi uzun dönemde pozitif etkilediği modeller geliştirmişlerdir. Bilginin toplanması ve analizi, risk paylaşımı, likidite sağlanması gibi finansal araçların hizmetlerinin açıkça modellendiği içsel büyüme literatüründe de McKinnon-Shaw okulunun sonuçlarına benzer sonuçlara ulaşılmaktadır. Bu modeller, finansal araçların aynı karar denge büyüme oranı üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu (Greenwood ve Jovanovic, 1990; Bencivenga ve Smith, 1991) ve finansal sistemdeki devlet müdahalelerinin büyüme oranı üzerinde negatif etkiye (King ve Levine, 1993b) sahip olduğunu öne sürmektedir (Demetriades ve Hussein, 1996, s.388; Ghali, 1999, s.310).

Talep-izleyici finansal gelişme hipotezine göre, modern finansal kurumların finansal varlıklarının, yükümlülüklerinin ve ilişkili finansal hizmetlerinin yaratılması, reel ekonomide bu hizmetlere yatırımcılar ve tasarruf sahiplerinin talep göstermelerinin bir sonucudur. Bu durumda finansal sistemin gelişmesinin evrimi, yaygın ve geniş kapsamlı bir ekonomik gelişmenin sonucunun devamıdır (Patrick, 1966, s.174). Ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişmenin öncü rol oynadığına eleştirel gözle bakan Robinson (1952, s.86), Bagehot (1873) ve Schumpeter (1912)'ın aksine, girişimcinin finansa öncülük ettiğini ve finansın girişimciyi izlediğini vurgulamaktadır. Finansı endüstrinin hizmetkârı olarak gören bu görüşe göre, ekonomik gelişme belirli tipteki finansal anlaşmalar için talepler yaratır ve finansal sistem bu taleplere otomatik olarak cevap verir (King ve Levine, 1993b, s.513–514; Levine, 1997a, s.688).

Finans-büyüme literatürüne arz-öncü ve talep-izleyici finansal gelişme hipotezlerini kazandıran Patrick (1966, s.177), uygulamada arz-öncü ve talep-izleyici hipotezlerin

muhtemel karşılıklı etkileşiminin söz konusu olduğu, **karşılıklı nedensellik hipotezini** ileri sürmektedir. Karşılıklı nedensellik hipotezine göre, finansal piyasalar ekonomik büyümenin sonucu olarak gelişmekte ve bunun sonucunda geri besleme etkisi ile reel büyümeye katkıda bulunmaktadır.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'ın finansal gelişme hipotezine karşı çıkan Post-Keynesyen, Yeni-Keynesyen ve Yeni-Yapısalcı iktisatçılar, **ekonomik büyümeye olumsuz etki eden finansal gelişme hipotezini (negatif nedensellik)** ileri sürmektedirler. Post-Keynesyen yaklaşım, finansal liberalizasyonun etkin talebi ve ekonomik büyümeyi düşürebileceğini ve finansal kırılganlığı arttıracığını ileri sürmektedir. Yeni-Keynesyen yaklaşım ise, ters seçim ve kredi tayinlaması kavramlarını Post-Keynesyen teorik yapıya dâhil ederek, faiz oranlarındaki bir artışın ters seçim ve ahlaki risk problemlerini teşvik ederek ekonomik büyümeyi azaltacağını ileri sürmektedir. McKinnon-Shaw yaklaşımına en kapsamlı eleştiriyi yapan Yeni-Yapısalcı yaklaşım ise, az gelişmiş ülkelerdeki finansal liberalizasyonun ters makroekonomik etkileri uyarması (stagflasyon gibi) ve ödünç verilebilir fon arzındaki azalma gibi nedenlerle büyümeyi engelleyici olduğunu iddia etmektedirler (Grabel, 1995, s.127–130).

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme sürecindeki önemini vurgulayan birçok çalışmaya karşın, bazı iktisatçılar **finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin önemli olmadığını inanmaktadır**. Lucas (1988, s.6), ekonomistlerin gelişme sürecinde finansal konuların önemini çok kötü biçimde abarttıklarını öne sürmektedir. Chandavarkar (1992)'a göre finans, hâlâ kalkınma ekonomisi ana düşüncesinin oldukça fakir bir ilgisi olarak durmaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik gelişme arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk çalışmalar teorik düzeyde olup analitik temelden uzaktır. 1980'lerde ekonometrik tekniklerdeki ve veri setlerindeki gelişmelerle birlikte uygulamalı çalışmalar hızla artmaya başlamıştır. Schumpeter'in teorisi üzerine kurulu finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik en kapsamlı çalışmalar, King ve Levine (1993a,b,c) tarafından yapılmıştır. King ve Levine (1993a,b,c)'in ampirik çalışmaları, finansal aracılık düzeyinin uzun dönemli ekonomik büyüme oranının, sermaye birikiminin ve verimlilikteki artışın iyi bir kestiricisi olduğunu göstermiştir. Çalışmalarına hisse senedi piyasalarını dâhil eden Atje ve Jovanovic (1993) ve Levine ve Zervos (1998), hisse senedi piyasalarının da büyümeyi arttırıcı etkisinin olduğu yönünde kanıtlar sunmaktadır.

Rajan ve Zingales (1998) ve Beck ve Levine (2002), finansal gelişmenin, yoğun olarak dışsal finansmana bağımlı firmaların finansmanında ve yeni kurulan firmaların oluşumunun kolaylaştırılmasında, dış finansman maliyetlerini düşürerek ekonomik büyüme oranı üzerinde önemli destekleyici etkiye sahip olduğunu öne sürmektedir. Yasal orijin, yatırımcıların yasal hakları ve sözleşme uygulamalarının etkinliği olarak tanımlanan finansal gelişmenin dışsal bileşeninin, finansal gelişme ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalarda (La Porta vd., 1997,1998; Levine, 1998; Levine vd., 2000; Beck vd., 2000), finansal gelişmenin dışsal bileşeninin hisse senedi piyasası gelişmesi, bankacılık gelişmesi ve ayrıca ekonomik büyüme ile güçlü şekilde ilişki içinde olduğunu göstermektedir.

Finans-büyüme ilişkisini tarihsel açıdan inceleyen Rousseau ve Wachtel (1998), ilişkiyi 1870 ve 1929 yılları arasında beş gelişmiş ülke (ABD, İngiltere, Kanada, İsveç ve Norveç) için araştırmış ve finansal gelişmenin hızlı sanayileşme süreci geçiren, büyük buhran öncesinde lider olan beş büyük ekonominin gelişmesinin arkasındaki belirleyici, nedensel bir güç olduğu sonucuna varmışlardır. Aynı şekilde Rousseau ve Sylla (2005), 1790–1850 yılları arasında Amerika Birleşik Devletlerinde finansal araçlardan ekonomik büyümeye doğru nedensel bir ilişkinin kanıtını sunmuşlardır. Düşük gelire ve az gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde ortak olarak görülen yüksek enflasyon ortamında finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz eden Rousseau ve Wachtel (2002) ise, enflasyonun, finansın büyüme üzerindeki etkisini anlamlı olarak düşüreceğini iddia etmektedir.

Ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişmenin önemini vurgulayan birçok uygulamalı kanıt olmakla birlikte, bazı yazarlar (De Gregorio ve Guidotti, 1995; Demetriades ve Hussein, 1996; Ghali, 1999; Al-Yousif, 2002; Rioja ve Valev, 2004a,b), finansal gelişmenin, farklı ülkelerdeki, farklı dönemlerdeki ve farklı gelişme seviyelerindeki büyüme üzerinde farklı etkilere sahip olabileceğini göstermişlerdir. Yazarlar, uygulamalı çalışmalardan elde edilen sonuçların ülkeye özgü olduğunu, finansal gelişme için seçilen göstergelere göre değişebileceğini, bu nedenle finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin ülkeler arasında genelleştirilemeyeceğini, çünkü ekonomik politikaların ülkeye özgü olduğunu ve başarılarının diğer faktörler arasında bu politikaları yürüten kurumların etkinliğine bağlı olduğunu iddia etmektedir. Bu iddiayı daha da ileri götüren De Gregorio ve Guidotti (1995)'nin çalışması, on iki Latin Amerika Ülkesi'nde 1950–1985 dönemi boyunca finansın büyüme üzerindeki negatif etkisine dair kanıt da sunmaktadır. Ayrıca Ram (1999), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin, King ve Levine (1993a,b)'nin

öngördüğü gibi pozitif olmadığı gibi, ilişkinin önemsiz ya da negatif olabileceğine dikkat çekmektedir.

Türkiye’de finansal piyasalar, 1980 öncesinde yoğun olarak finansal baskı altında tutulmuş, 1980’lerde dünyadaki finansal liberalleşme çabalarına paralel olarak, Türk Finansal Sistemi hızlı bir finansal liberalizasyon deneyimini yaşamıştır. Reformlar kapsamında finansal sisteme ilişkin kapsamlı yapısal dönüşüm programı uygulanmaya çalışılmış, ancak kronikleşen yapısal makroekonomik ve finansal sisteme ilişkin sorunlara kalıcı çözümler getirilememesi nedeniyle liberalleşmenin etkileri sınırlı kalmıştır. Finansal liberalleşme süreciyle birlikte Türkiye Ekonomi’sinde yaşanan istikrarsız büyüme ve ardı ardına gerçekleşen finansal krizler, Türk Ekonomisi için finansal sistem ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesini ve sorgulanmasını gündeme getirmiştir. ***Bu nedenle, bu çalışmanın temel amacı, 1970–2006 döneminde Türkiye Ekonomisinde finansal sektörün en önemli parçası olan bankacılık sektörünün ekonomik büyümeye katkısını test etmektir.***

Bu amaç doğrultusunda *çalışmanın birinci bölümünde*, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki teorik literatür açısından ele alınarak ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişmenin önemi anlatılmaya çalışılacaktır. Ayrıca literatürdeki eleştirel bakış açılarına da yer verilerek karşıt görüşler incelenmeye çalışılacaktır. Finans-büyüme ilişkisi teorik açıdan irdelendikten sonra, finansal sistemin ekonomik büyüme sürecinde yerine getirdiği fonksiyonlar ve finansal sistemin ekonomik büyümeyi hangi kanallarla (aktarım mekanizması) etkilediği ayrıntılı biçimde ele alınacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki uygulamalı literatür ele alınacaktır. Uygulamalı literatürdeki ülke deneyimlerine yönelik çalışmalar, kullandığı ekonometrik yöntem (yatay-kesit analiz, zaman serisi ve panel veri analizi) ve çalışmanın kapsadığı finansal piyasalara ilişkin finansal gelişme göstergelerine (bankacılık piyasası ve hisse senedi piyasası) göre sınıflandırılarak incelenmeye çalışılacaktır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki geniş literatür, finansal derinleşme ve gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine odaklanırken, finansal yapının ekonomik gelişme sürecindeki önemini ihmal etmektedir. Bu nedenle, *çalışmanın üçüncü bölümünde*, ekonomik büyümeyi destekleyici en uygun ya da en iyi finansal yapının bankalar mı yoksa sermaye piyasaları mı olduğunu tartışan finansal yapı ve ekonomik büyüme arasındaki teorik ve uygulamalı literatür ışığında, finansal yapının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri incelenmeye çalışılacaktır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, Türkiye'deki finansal sistemin yapısı, gelişimi ve sorunları, Türk Finansal Sistemi'nin iki önemli unsuru olan bankacılık ve menkul kıymetler piyasası için ayrı ayrı ele alınarak incelenecektir. Türk Finansal Sistemi'nin gelişimi ve sorunları ele alındıktan sonra *çalışmanın beşinci bölümünde*, Türkiye'de 1970–2006 döneminde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, bankacılık piyasasına ait veriler ve çeşitli zaman serisi teknikleri (Eşbütünleşme Analizi ve Granger Nedensellik Testi) kullanılarak test edilecektir.

1. FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME: TEORİK LİTERATÜR

Geleneksel ekonomik büyüme teorisi, sermaye birikimi süreci üzerine yoğunlaşırken, ekonomik büyüme sürecinde finansal araçlar tarafından yerine getirilen, tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi ve aktarılması temel rolü, günümüz finans ve büyüme literatürünün odağında yer almaktadır (Shane, 1970, s.950).

Finansal araçların temel fonksiyonu, tasarruf fazlası bulunan hanehalklarından tasarruf açığı bulunan hanehalklarına tasarrufların aktarılmasını kolaylaştırmaktır. Tasarruf fazlası olanlar, parayı tasarruf eden tüketiciler, tasarruf açığı olanlar ise, parayı ödünç alan girişimciler ve kamu sektörüdür. Finansal sektör ya da bankalar bu süreçte uygun şekilde aracılık eder. Finansal sektörün bu süreçte temel rolü, ödünç alan ve veren arasındaki bilgi asimetrisini düşürerek fonların en verimli kullanılacağı alana tahsis edilmesi ve sonucunda ekonomik etkinliğin ve sosyal refahın artırılmasıdır (Fase ve Abma, 2003, s.12).

Ülkenin planlı gelişme çabasının bir parçası olarak finansal sektör, uygun koşullar altında, gelişen projeleri finanse etmek için tasarruf fonlarının akışını sağlar. Kaynak yaratma sürecinde, fonların finansal araçlar kanalıyla en etkin kullanım yerlerine doğru akışı, çıktının büyüme oranında önemli bir artışa olanak tanımakta, aksine fonların ekonominin benzer kullanım alanlarına tahsis edilmesi durumunda, ekonomik gelişmeye katkısı az olmaktadır (Bennett, 1965, s.34–35).

Ekonomik büyüme sürecinde finansal sektördeki gelişme, hem finansal genişlemeye hem de finansal derinleşmeye neden olmaktadır. Finansal derinleşme, kişi başına düşen finansal hizmetlerin ve kurumların miktarındaki, finansal varlıkların ya da para arzının gelire oranındaki artış olarak belirtilirken, finansal genişleme, finansal hizmetlerin genişlemesi ve finansal kurumların büyümesi, finansal sistemin gerek büyüklük gerekse yapı itibariyle uğradığı değişim olarak belirtilmektedir (Ahmed ve Ansari, 1998, s.503–504; Saltoğlu, 1998, s.36–37). Finansal piyasaların genişlemesi ve çeşitlenmesi ile meydana gelen finansal sektör gelişmesi, tasarrufları arttıracak ve bu artan tasarrufların ekonomide daha verimli kullanılacakları alana aktarılmasını sağlayarak, kaynakların daha iyi tahsisine neden olacaktır (Ahmed ve Ansari, 1998, s.504).

Literatürde finansal ve reel sektör arasındaki ilişki, nedensellik bağlamında, muhtemel beş hipoteze göre sınıflandırılabilir (Blum vd., 2002, s.6):

i. Ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu (nedenselliğin finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu), **arz-öncü hipotez**.

ii. Ekonomik büyümenin finansal sistemin gelişmesine yardımcı olduğu (nedenselliğin ekonomik büyümekten finansal gelişmeye doğru olduğu), **talep-izleyici hipotez**.

iii. Ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında iki yönlü ilişkinin olduğu, **karşılıklı nedensellik hipotezi**.

iv. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği, finansal büyümeye doğru **negatif nedensellik hipotezi**.

v. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında herhangi bir **nedensel ilişkinin yokluğu hipotezi**.

1.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişisine Teorik Yaklaşımlar

Finansal sektörün gelişmesi ve ekonomik büyüme arasındaki teorik ve uygulamalı çalışmalar yaklaşık kırk yıllık bir süreçte gittikçe artmaktadır. Ancak, finansal gelişme ve reel sektör gelişmesi arasındaki ilişki olabileceğine yönelik şüphe, ekonomi biliminin tarihi kadar eskidir.

İktisat Bilimi'nin kurucusu kabul edilen Adam Smith (1776, s.323), İskoçya'daki ticaret hacminin artışı, bankacılık şirketlerinin sayısındaki ve işlem hacmindeki artışa bağlamaktadır.¹ Ayrıca Hamilton (1781), ekonomik büyümeyi teşvik etmek için icat edilen en mutlu makinelerin bankalar olduğunu öne sürmektedir (Levine vd., 2000, s.32).

Bagehot (1873)'a kadar 19. yüzyıl klasik iktisatçıları, ekonomik gelişmenin açıklanmasında finansal gelişmenin önemli bir unsur olduğunu önemsememişlerdir.² İlk

¹ Adam Smith, bankaların ekonomik büyüme sürecinde oynadığı rolü şu şekilde açıklamaktadır: “Duyduğuma göre, Glasgow’da ticaret hacmi orada ilk bankaların kurulmasından sonra on beş yıl içinde iki katına çıkmış ve İskoçya’nın ticaret hacmi Edinburgh’da ilk bankaların oluşumundan bu yana dört katından fazla artmıştır.(...) Bununla birlikte bu dönem süresince İskoçya ticaretinin ve endüstrisinin önemli ölçüde arttığından ve bankaların bu büyümeye çok büyük katkıda bulduklarından şüphe edilemez” (Smith, 1776, s.323).

Adam Smith, ekonomik büyüme sürecindeki parasal aktarma mekanizmasını da şu şekilde dile getirmektedir: “Bankalar, müşterileri para için kendilerine başvurduğunda genellikle kendi bonolarını ödünç verirler. Bu bonoları, tüccarlar mal karşılığında üreticilere, üreticiler hammadde ve gıda karşılığında çiftçilere, çiftçiler rant karşılığı olarak toprak sahiplerine, toprak sahipleri fayda sağladığı ve lüks maddeler karşılığında yeniden tüccarlara, tüccarlarda hesaplarını denkleştirmek yada bankalardan borç almışlarsa bu borcu geri ödemek için bankalara geri verirler. Böylece ülkenin parasal faaliyetlerinin büyük çoğunluğu bonolar aracılığı ile yürütülmüş olur. Bu sebeple, bankacılık şirketlerinin yaptığı büyük iş budur” (Smith, 1776, s.325).

² Bagehot (1873), İngiltere’deki para piyasalarındaki gelişmelerin yüksek getiri oranına sahip projelere sermaye akışını nasıl sağladığını şu şekilde açıklamaktadır: “*Politik iktisatçıları sermayenin en kârlı işlere yöneldiğini ve daha az kârlı ve ödeme yapılmayan işleri hızla bıraktığını söylüyorlar. Fakat sıradan ülkelerde bu yavaş bir süreçtir ve soyut gerçeklerin gözle görülür gösterimine sahip olmayı isteyen bazı kişiler onu göremedikleri için onun hakkında şüphe etme eğilimindedirler. Buna karşın, İngiltere’de sadece borsa simsarları ve bankerlerin*

olarak Bagehot, İngiltere'deki para piyasasındaki gelişmelerin, ülke içindeki sermaye akışını nasıl en yüksek getiri oranını aramaya teşvik ettiğine dair açık örnekler sunmaktadır (Sinha, 2001, s.63). Walter Bagehot (1873) ve John Hicks (1969), finansal sistemin çok büyük işler için sermayenin hareketini kolaylaştırarak, İngiltere'de sanayileşmenin başlangıcında kritik bir rol oynadığını ileri sürmektedirler (Levine, 1997a, s.688).

Bagehot (1873, s.3–4), finansal piyasaların yeniliklere izin vermede ve yeni teknolojileri kullanmadaki önemini kabul etmekte ve İngilizlerin sanayileşmedeki başarısının finansal piyasalardaki üstünlüklerine bağlı olduğunu ileri sürmektedir: *“Herhangi bir ödeme ihtimali fikrini bütünüyle kaybettik ve paranın istenmesinin hoş karşılanmayabileceği muhtemel görünüyor; henüz atalarımıza daha yakın bir fikir yok veya bütün ülkelerde daha müşterek bir fikir yok. Kraliçe Elizabeth dönemindeki Londra halkı, demiryollarını yapmak için sermaye toplayabilme yeteneğinde olmadığı için demiryollarını icat etme düşüncesinde değildi (demiryolunun ne demek olduğunu anlayabilselerdi). Şimdi kolonilerde ve bütün ilkel ülkelerde transfer edilebilir büyük para toplamı yok, borç alabileceğiniz fon yok ve bunun dışında yapabileceğiniz çok büyük işler yok”* (Greenwood ve Smith, 1997, s.147).

1.1.1. Arz-Öncü Finansal Gelişme Hipotezi

Arz-öncü finansal gelişme hipotezine göre, finansal hizmetlere önceden talep olmaksızın, finansal kurumların yaratılması ve finansal varlıkların, yükümlülüklerin ve bunlarla ilişkili finansal hizmetlerin arzının önceden varlığı, özellikle, büyümeyi teşvik edici modern sektörlerdeki girişimcilerin bu finansal varlık ve hizmetlere talepte bulunmalarını zorunlu kılmaktadır. Arz-öncü modelin iki fonksiyonu vardır: Geleneksel sektörlerden (büyüme olmayan) modern sektörlerle kaynakların transferi ve bu modern sektörlerde girişimci tepkisinin arttırılıp uyarılmasıdır. Finansal araçlar, ister mevduat ya da diğer finansal

kitaplarını görebiliyorsanız, süreç yeterince görünür olmaktadır. Bir kural olarak, ödeme durumları en kârlı işlerdeki senetlerin tamamını kendilerine çekmektedirler, uygun koşullar altında ve karşılaştırmalı olarak daha az kârlı işler ise boş kalmaktadır. Olağan kârlılıkta olan demir ticareti kesintiye uğruyorsa, daha az demir satılır; daha az satış daha az gelir yaratır ve sonuçta Lombard Street'deki demir kâğıtlarının (hisse senetleri) sayısı azalır. Diğer taraftan, kötü bir hasat sonucunda mısır ticareti aniden kârlı hale geliyorsa, aniden çok sayıda mısır hisse senetleri yaratılır. Dolayısıyla, İngiliz sermayesi emin bir şekilde ve hemen en istediği ve yapılmış olan birçok yere düzeyini bulmak için su gibi akar” (Bahehot, 1873, s.52; Sinha, 2001, s.63–64). Ayrıca Bagehot (1873), finansal gelişme (ve ticaret-finansal ticaret) ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantı hakkında daha açık olmaktadır: *“Fiyatların artmasına neden olmuş bir ödünç verilebilir sermayenin ödünç olarak verilmesi, onu daha değerli hale getirmek için verilmişti. Bankaların kasasında atıl duran ödünç verilebilir sermaye çok para kazanmak için ticarete başlamış ve ticareti geliştirmek için ödünç verilmiş; bu ticaret ikincil gelişmelere neden olmuş; bu ikincil gelişmeler daha çok ödünç verilebilir sermayeye ödünç verilme yeteneği sağlamış; ve bu ödünç verme üçüncül ticari gelişmelere neden olmuş; ve toplumda baştan sona böylece devam etmiş”* (Bagehot, 1873, s.52; Sinha, 2001, s.64).

yükümlülüklerle mübadele yaparak, isterse kredi yaratarak veya zorunlu tasarruflar yoluyla geleneksel sektörlerden serveti ve tasarrufları toplayıp, kaynakları modern sektörlerle transfer etmektedirler. Arz-öncü yaklaşım bu yönüyle, Schumpeterian finansal gelişme modeline benzemektedir (Patrick, 1966, s.175–176).

Arz-öncü hipoteze göre, fonlara yeni erişimlerin girişimciler üzerinde büyük ve uygun beklentili psikolojik etkileri olmakta ve olası alternatifler için yeni ufuklar açarak girişimcilerin büyük düşünmesini olanaklı kılmaktadır. Arz-öncü yaklaşımın bu niteliği özellikle, girişimcilerin gelişmesi üzerinde kısıtların var olduğu ülkelerdeki bütün etkiler içinde en önemlisi olabilmektedir. Patrick (1966)'e göre “finansal kurumlar”, firmaların kurulmasında, birleşmesinde yardımcı olurlar (ölçek ekonomilerinin avantajı, kartellerin ve monopollerin kısıtlayıcı etkisinden daha dengeleyicidir). Bunu sadece sermayenin büyük bölümünün finansmanını sağlamakla değil, daha da önemlisi girişimcilik güdüsünü teşvik ederek gerçekleştirmektedir (Patrick, 1966, s.176).

1.1.1.1. Schumpeter'in Finans ve Büyüme Yaklaşımı

Finansı teorisinin merkezine koyan Bagehot değil, arz-öncü finansal gelişme hipotezinin öncüsü Schumpeter'dir (Sinha, 2001, s.63). Joseph Schumpeter (1912), tasarrufların mobilizasyonu, risk yönetimi, yöneticilerin izlenmesi ve işlemlerin kolaylaştırılması gibi finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetlerin, teknolojik yenilik ve ekonomik gelişme için gerekli koşullar olduğunu ileri sürmektedir. Gelişmiş, iyi işleyen finansal sistemlerin yenilikleri arttıracığını ve bu nedenle ekonomik büyümeyi pozitif etkileyeceğini ileri sürmektedir (King ve Levine, 1993a, s.717; Levine 1997a).

Schumpeter, finansal işlemlerin ekonomik büyümede merkezi aşamayı nasıl oluşturduğu hakkındaki ifadeyi ilk açıklayan kişidir. Schumpeter finansal işlemlerin modern tabirini kullanmak yerine iyi bir örnek olarak banker'i ve ekonomik büyüme terimi yerine de kalkınma terimini kullanmıştır (Sinha, 2001, s.65).

Schumpeter'e göre finans ve yenilik arasındaki ilişki, ekonomik büyüme sürecinin merkezidir (King ve Levine, 1993b, s.515). Schumpeter (1912, s.102), gelişme (yenilik) sürecinde finansın önemini vurgulamakta ve girişimcinin kredi gerektiren yeni teknikleri deneyerek, gelişmeyi şekillendirdiğini, **“yalnızca, önceden borçlu haline gelerek girişimci haline gelebilirler”** cümlesiyle ifade etmektedir (Fry, 1995, s.22). Schumpeter (1912, s.107)'a göre: **“(…) bu bağlamda verilen krediler, ihtiyacı olan malları sipariş ederken girişimcinin**

amaçlarına kendiliğinden uyum sağlayan ekonomik sistem üzerinde bir düzen olarak işlev görür: bu ise, girişimciyi üretken güçlerle destekleme anlamına gelir. Dolayısıyla, ekonomik kalkınma yalnızca, mükemmel dengedeki dairesel akımdan meydana gelebilir”. Schumpeter (1912, s.74) nihai olarak bankeri, kalkınma sürecinde anahtar birim olarak görmektedir: “(...) bu nedenle banker, bu malın bir üreticisi olarak malı satın alma gücünün esas aracı değildir. Buna karşın, ona akan günlük fonların ve tasarrufların tamamının mevcut stoku ve var olan veya yaratılan serbest satın alma gücününün toplam talebi, banker’in üzerinde yoğunlaştığı için, ya özel kapitalistin yerini alır ya da onların birimi olur; mükemmelliğe eşit düzeyde kapitalist olur. O, üretken aracın yeni bileşimlerini ve sahiplerini biçimlendirmeyi arzulayanlar arasında durur. Sosyal süreci yönlendiren merkezi otorite olmadığı zaman bile, kalkınmanın esas fenomeni O’dur. Onları biçimlendirmek için, bir bakıma toplum adına yeni birleşimleri meydana getirmeyi, insanlara yetki vermeyi mümkün kılar. O mübadele ekonomisinin enerjisidir” (Fry, 1995, s.22–23; Sinha, 2001, s.65). Bu temel görüşleri ışığında, Schumpeter’in kalkınma sürecinde finansın önemine yönelik temel mesajı, **finansal gelişmenin mübadele ekonomisinin enerjisi, motoru olduğudur.**

1.1.1.2. Hicks’in Finans ve Büyümeye Yaklaşımı

Hicks (1969), sanayi devriminin bir dizi yeni teknolojik yeniliklerin sonucu olmadığını, sanayi devriminin ilk dönemlerinde kullanılan birçok yeniliğin aslında sanayi devriminden daha önce gerçekleştiğini ileri sürmektedir. Hicks’e göre, ekonomik ölçekte belirli yeniliklerin yerine getirilmesinde, uzun periyotlar için geniş büyüklükte yüksek derecede likit olmayan yatırımlara ve faaliyete özgü sermayeye gerek duyulmaktadır. Bu ise, likidite sağlayan finansal araçların yokluğunda mümkün değildir. Bundan dolayı, teknolojik yenilikler kendi kendine büyümeyi teşvik etmek için yetersizdir, yeni teknolojilerin yürütülmesi için bir diğer ön koşul likit sermaye piyasalarının varlığıdır. Hicks’e göre sanayi devrimi, gerçekleşmeden önce, finansal devrimi beklemek zorunda kalmıştır. Hicks (1969, s.143–145) bu düşüncesini; *“sanayi devriminde ne oldu? (...), üretimde kullanılan bir dizi sabit sermaye malları dikkate değer biçimde artmaya başladı. Ama sabit sermaye donuktur (sunk); sadece kademeli olarak serbest bırakılarak belirli biçimde şekillendirilmiştir. Ta ki insanlar sermayenin büyük kısmını donuk bırakma gönüllülüğünde olunca, (...) likit fonların var olması çok önemlidir. Bu koşul İngiltere’de on sekizinci yüzyılın ortalarında sağlanmıştır. Birkaç yıl öncesinde mevcut olmamasına rağmen, likit varlıklar ordaydı”* sözleriyle ifade etmektedir (Bencivenga vd., 1995a, s.2).

1.1.1.3. Gurley ve Shaw'ın Finans ve Büyümeye Yaklaşımı

Gurley ve Shaw (1955), finansal ve reel faaliyetler arasındaki etkileşime olan ilgiyi yeniden yönlendirmeye başlamışlardır. Gurley ve Shaw (1955, 1956) , ekonomik büyüme sürecinde finansal sistemin evriminin gerekli olduğunu öne sürmektedir. Gurley ve Shaw (1955, s.523–524)'a göre gelir, faiz ve paranın geleneksel teorileri, reel gelişme ile finansal gelişme arasındaki ilişkilerin önemine yeteri derecede ilgi göstermemektedir. Gurley ve Shaw (1955), reel sektör için fon arzında kredi kanalının niteliğini ve finansal kurumların rolünü belirtip, finansın ekonomik büyüme sürecini belirlemedeki önemine değinerek, çeşitli ülkelerdeki ekonomik performansta meydana gelen farklılıkların finansal sistemlerin gelişmesindeki farklılıklar ile açıklanabileceğinin altını çizmişlerdir. Gurley-Shaw yaklaşımının ayırt edici özelliği, finansal araçlara yaptığı vurgudur. Özellikle, para arzı sürecine karşı kredi arzı sürecinde araçların rolünü vurgulamıştır. Gurley ve Shaw (1955, s.518–519)'a göre finansal araçlar gelişmezse, sadece bireysel finansmanın mevcut olması durumunda, ekonomik gelişme gecikecektir. Gurley ve Shaw (1955, s.520) çalışmalarında büyük ihtimalle Amerika'yı kastederek, bu ülkede özellikle 1900'den beri, yeniliklerin ve diğer finansal araçların büyümesinin, ödünç verilebilir fonların akış kanallarını, tasarruf fazlası olan birimlerin elde ettiği finansal varlıkların tiplerini ve tasarruf açığı olan birimlerin doğrudan hisse senetlerini sattığı piyasaları geniş şekilde çeşitlendirdiğini iddia etmektedir. Gurley ve Shaw (1955) finansal gelişmenin ilk dönemlerinde, ticaret bankalarının temel aracı kurumlar olduğunu, böylece araçların bütün işlemleri ve ödünç hizmetlerini sağladığını ileri sürmektedir. Gurley ve Shaw (1955)'a göre büyüme sürecinde, bankacılık dışı finansal araçları da kapsayan finansal kurumların gelişimi, hem belirleyici hem de belirlenen değişkendir (Gurley ve Shaw, 1955, s.532). Gurley-Shaw'a benzer olarak, Gerschenkron (1962) da, Almanya'nın sanayileşmesindeki bankacılığın önemini belirtmekte ve bankacılık sisteminin hem sermayenin hem de müteşebbisliğin temel kaynağı olduğunu ifade etmektedir (Şahinkaya, 2005, s.13–14).

1.1.1.4. Goldsmith'in Finans ve Büyümeye Yaklaşımı

Finans ve ekonomik büyüme arasındaki uygulamalı ilk çalışma, Goldsmith (1969)'in öncü sayılan çalışmasıyla başlamaktadır. Goldsmith (1969, s.48), otuz beş ülkenin 1860–1963 dönemine ait verilerini kullanarak ekonomik ve finansal gelişme arasındaki pozitif ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. Goldsmith (1969)'in öncü sayılabilecek bu çalışması birçok eleştiriye maruz kalmasına rağmen, finansal yapı ve gelişmenin ekonomik büyüme

sürecindeki pozitif rolünü ortaya koyan ilk kapsamlı çalışmadır. Goldsmith (1969, s.373)'in tanımladığı finansal karşılıklı ilişkiler oranı (financial interrelation ratio), tüm finansal araçların değerinin ulusal servete bölünmesine eşittir ve ülkenin finansal gelişme seviyesinin tek temel özelliğidir. Goldsmith'e göre gelişmiş ülkeler, az gelişmiş ülkelerden daha yüksek finansal karşılıklı ilişkiler oranına sahiptir (Goldsmith 1969, s.44–48).

Goldsmith (1969)'in genel bulgularına göre, ekonomik gelişme sürecinde ülkenin finansal üstyapısı, ulusal gelir ve ulusal servetin altyapısından daha hızlı büyümekte, böylece finansal karşılıklı ilişkiler oranı artış eğilimine girmektedir. Ülkenin finansal karşılıklı ilişkiler oranındaki bu artış, sınırı olmadan devam eden bir süreç değildir. Goldsmith'e göre belirli bir gelişme sürecine ulaşıncaya, yani belirli bir finansal karşılıklı ilişkiler oranına ulaşıncaya oran aynı seviyede kalma eğilimine girmektedir. Ekonomik olarak az gelişmiş ülkeler, Avrupa ve Kuzey Amerika'ya göre düşük finansal gelişme oranına sahiptirler. Ülkenin finansal üstyapısının nispi büyüklüğünün temel belirleyicisi, farklı ekonomik birimler ve gruplar arasında tasarruf ve yatırım fonksiyonu ayrımıdır. Birçok ülkede finansal gelişme sürecinde, finansal varlıkların sahipliğinde ve ihracında finansal kurumların payı oldukça artmaktadır. Tasarrufların ve finansal varlıkların sahipliğinin kurumsallaşması, temel tipteki finansal araçları farklı biçimde etkilemektedir. *Modern anlamda finansal gelişme her yerde bankacılık sistemiyle başlamakta ve kâğıt paranın ekonomiye yayılmasına bağımlı olmaktadır.* İlk olarak dolaşımdaki paranın ulusal servete oranı artmakta, ama daha sonra aynı seviyede seyretmekte ya da azalmaktadır. Ekonomik gelişme ilerledikçe, tüm finansal kurumlardaki varlıkların bankacılık sistemindeki payı azalmasına karşın, ülkenin finansal varlıkları içindeki bu pay kısa bir süre için artmaya devam etmektedir. Eşanlı olarak, finansal kurumların yeni tiplerinin oranı artmaktadır. Birkaç on yıllık dönem göz önünde bulundurulduğunda, birçok ülkedeki ekonomik ve finansal gelişme arasında kabaca bir paralellik gözlenmektedir. Reel gelir ve servet artınca, toplam olarak ve kişi başına finansal üstyapının büyüklüğü ve karmaşıklığı artmaktadır (Goldsmith, 1969, s.44–48). Ayrıca Goldsmith (1969), büyüme sürecinin yüksek seviyede finansal gelişme için teşvikler yaratarak, finansal piyasalar üzerinde geri besleme etkileri meydana getirebileceğini de ileri sürmektedir.

1.1.1.5. McKinnon ve Shaw'ın Finans ve Büyümeye Yaklaşımı

McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal liberalizasyonun finansal gelişmeyi, finansal gelişmenin de ekonomik büyüme oranını hızlandırdığını ileri sürmüşlerdir. Ekonomik büyüme için finansal gelişmenin bir ön koşul olduğunu vurgulamaktadırlar. McKinnon (1973)

ve Shaw (1973), finansal sistem üzerindeki baskının (devlet müdahalelerinin), ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisini göstererek, ekonomik gelişme sürecinde finansal gelişmenin kilit bir rol oynadığını vurgulamışlardır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) finansal liberalizasyonu ve finansal gelişmeyi büyümeyi arttırıcı ekonomi politikası olarak savunmaktadırlar.

McKinnon ve Shaw'da, gelişmekte olan ülkeler tarihsel olarak finansal baskı tarafından nitelendirilmektedir. Finansal baskı, kredilerin tahsisinde ve fiyatlanmasında, bankaların ve diğer finansal araçların neler yapabileceğinin kontrolünde, finansal araçların vergi toplama aracı gibi kullanılmasında ve özellikle de yabancı kurumlarla rekabetten korunmasında hükümetlerin müdahalelerini içermektedir (Mavrotas, 2005, s.31).

McKinnon ve Shaw'ın izleyicilerinden Fry (1995, s.4–26), gelişmekte olan ülkelerin baskı altındaki finansal sistemlerinin özelliklerini birkaç başlık altında incelemiştir. Gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal sisteme dair geleneksel özelliklerden **ilki**, bu ülkelerdeki finansal sistemin ticaret bankaları tarafından idare edilmesidir. Sigorta varlıkları ve emeklilik şirketleri, birçok gelişmekte olan ülkede önemsizdir. Tarım ve kalkınma bankaları gibi gelişmiş finans kurumları, ticaret bankalarıyla kıyaslandığında çok küçüktür. Ticari tahvil piyasaları tipik olarak zayıf ve devlet tahvili piyasaları ise, bazı tahvilleri tutarak devletin likidite gereksinimini gidermek ya da devlet sözleşmeleri için fiyat vermeye mecbur kalmış baskı altındaki alıcılar tarafından kullanılmaktadır. **İkinci özellik**, gelişmekte olan ülkelerin finansal sisteminin yoğun olarak vergiye tabi tutulmasıdır. **Üçüncü özellik**, gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sisteminin yüksek zorunlu rezerv oranıyla karşı karşıya olmasıdır. **Dördüncü özellik**, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde, mevduat ve ödünç faiz oranları üzerinde tavanın hakim olmasıdır. Faiz oranı tavanı, ekonomiyi dört şekilde bozmaktadır. Düşük faiz oranları, bugünkü tüketimi gelecek tüketime tercih etme eğilimi meydana getirmektedir. Böylece, tasarruf oranları, toplumsal olarak denge seviyesinin altında kalmaktadır. Potansiyel ödünç vericiler, paralarını bankada mevduat olarak tutmak yerine, düşük getirili doğrudan yatırımlara girişirler. Banka ödünç alıcıları, düşük ödünç faiz oranlarında elde etmek istedikleri bütün fonları, nispeten sermaye yoğun projeleri için tercih etmektedirler. Yüksek piyasa denge faiz oranında borç almak istemeyen potansiyel ödünç alıcılar, düşük getirili projelere girişen girişimcilerden oluşmaktadırlar. **Beşinci özellik**, finansal ve ekonomik gelişme arasında pozitif bir ilişki bulunmasıdır. Yüksek reel faiz oranlarına sahip ülkelerdeki yüksek büyüme oranları, yüksek yatırım oranından ziyade, yüksek çıktı/sermaye oranının sonucudur. Reel faiz oranlarının negatif olduğu ülkelerdeki

büyüme oranı, reel faiz oranlarının pozitif olduğu ülkelerdeki büyüme oranından daha düşük olmaktadır. Çünkü finansal baskı altındaki ülkelerde, tasarruflar daha düşük verimliliğe sahip alanlardaki yatırımlara aktarılmaktadır. **Altıncı özellik ise**, birçok gelişmekte olan ülkenin, girdi-çıktı matrisinden elde ettiği seçici ve doğrudan kredi politikalarını, planlı sektörel yatırım programını yürütmek için kullanmasıdır. Kurumsal ödünç faiz oranları üzerindeki tavan, doğrudan kredi politikaları için anahtar bir elementtir.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in her ikisi de finansal liberalizasyonun ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme oranını hızlandırdığı bir ekonomik büyüme modeli geliştirmişlerdir. Ayrıca, finansal baskının ekonomik büyüme üzerindeki yıkıcı etkilerine de dikkati çekmişlerdir. McKinnon ve Shaw'da reel faiz oranı, daha yüksek getiri ile tasarruf sahiplerinin yüksek tasarruf oranlarına ulaşmasında ve tahsis aracı olarak yatırım oranlarının daha yüksek ve yatırımların daha etkin olmasında kilit rol oynamaktadır.

McKinnon-Shaw ve izleyicileri (Fry, Galbis, Mathieson) devlet müdahalelerinin finansal sistemin gelişmesi üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Bu okulun temel önermeleri, bankacılık sistemi üzerindeki devlet kısıtlamalarının (faiz oranı tavanı, yüksek zorunlu rezerv oranları ve kredi programlarının yönlendirilmesi gibi), finansal gelişme sürecini engellemesi ve bunun sonucu olarak ekonomik büyüme oranının düşük olmasıdır. Örneğin, düşük ya da negatif faiz oranları finansal tasarrufları teşvik etmemektedir, bunun sonucu olarak yatırım yapılabilir fonlarda açık meydana gelmekte ve sermayenin etkinliği azalmaktadır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) çalışmalarında, faiz oranlarının liberalizasyonunun finansal baskıyı sona erdireceğini ve finansal derinleşmeye neden olacağını ve yüksek reel faiz oranlarının tasarruflar üzerinde pozitif etkisi ve finansal aracılık sürecinin etkinliğindeki artışlar ile sonuçlanacağını ileri sürmektedir³ (Demetriades ve Hussein, 1996, s.388; Ghali, 1999, s.310; Khan ve Senhadji, 2000, s.4; Mavrotas, 2005, s.31–35).

Shaw (1973, s.4)'a göre finansal liberalizasyon ekonomik gelişme için önemlidir. Shaw (1973), finansal derinleşme ve finansal liberalizasyon ilişkisini, “finansdaki liberalizasyon ve derinleşme, çıktıdaki ve istihdamdaki büyümenin kararlılığına katkıda bulunmaktadır” ifadesi

³ Gerek McKinnon (1973) gerekse Shaw (1973), faiz oranı tavanı, yüksek zorunlu rezerv oranı ve tercihli kredi politikası gibi kısıtlamaların kaldırılmasının ekonomik gelişmeyi kolaylaştırdığını iddia etmektedir. Çünkü liberalizasyonla birlikte, baskı altındaki düşük faiz oranları yükselecek, yüksek reel faiz oranı tasarrufları arttıracak ve sermaye tahsisinin daha etkin bir biçimde yapılmasını sağlayacaktır. Finansal liberalizasyondan kaynaklanan yüksek reel faiz oranlarının hane halkı tasarruflarında artışa neden olacağını ve finansal aracılığı teşvik edeceğini ve böylece özel sektöre verilen kredi arzının artacağını iddia etmektedirler. Bu durum da sırasıyla, yatırımları ve ekonomik büyümeyi uyarmaktadır. Yurtiçi sermaye piyasalarındaki uygun politikaların ekonomik gelişmede kilit rol oynadığını ve ayrıca faiz oranının denge seviyesine doğru arttırılmasının da yatırımların miktarının ve kalitesinin arttırılmasında önemli rol oynadığını öne sürer (Hussein, 1999, s.4–5).

ile vurgulamaktadır. Shaw, finansal derinleşmenin paranın dolaşım hızını düşürebileceğini, vergilemedeki güçlükleri kolaylaştırabileceğini, dış tasarruflara bağımlılığı azaltacağını ve sermaye akışını kolaylaştıracağını iddia etmektedir. Shaw (1973, s.8–10), finansal derinleşmenin sığ olduğu durumda, finansal varlıklara olan talebin, düşük reel faiz oranları tarafından baskı altında tutulduğunu ve birincil hisse senetlerinin arzının da kredi tayinlaması ile baskı altına alındığını ileri sürmektedir. Finansal derinleşmenin yüksek olduğu durumda reel faiz oranı yüksektir. Finansal liberalizasyon, yurt içi özel tasarrufların gelire oranını arttırma eğilimindedir. Finansal liberalizasyon, finansal kurumların reel olarak büyümesini, daha fazla yatırımcının ödünç piyasasına girmesini sağlamakta ve ayrıca yatırımcılara tasarruf yapmayı ve ödünç almayı kolaylaştıran pay senedi birikimi için teşvikler yaratmaktadır. Sonuç olarak, tasarruf sahiplerinin planlarının ufku daha uzak geleceğe kaymakta ve gelir beklentisindeki ilerlemeler nispi olarak bugünkü tüketimin çekiciliğini düşürmektedir. Tasarruflar, devlet sektöründe de artma eğilimindedir. Finansal olarak sığ ekonomilerde, devlet tasarrufları düşüktür. Finansal liberalizasyona ayrıca yabancı sektör tasarruflarından da olumlu tepki gelmektedir. Yurt içi fonların sermaye akışı tersine dönmektedir. Baskı altındaki ekonomilerde, tasarruf sahibi, kendi yatırımını finanse etmektedir. Liberalize olmuş ekonomilerde ise tasarruf sahibi geniş bir portföy seçimi ile karşı karşıyadır. Tasarruflar için piyasalar genişlemektedir: daha geniş bir seçim sağlar yani ölçek genişler, olgunlaşma olur ve risk elde edilebilir hale gelir; alternatiflerin karşılaştırılması için bilgi daha ucuza elde edilebilir hale gelir. Bölgesel sermaye piyasaları ortak piyasalarla bütünleşmiş olur ve tasarrufların toplanması ve yatırımlarda uzmanlaşma için yeni fırsatlar meydana gelir. McKinnon (1973) ise, gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların başlangıç aşamasında para ve sermaye piyasalarının gelişmemiş ve bölünmüş olmasından dolayı, para ve fiziki sermayenin birbirinin ikamesi değil, tamamlayıcısı olduğunu ileri sürmektedir.⁴ McKinnon'ın tamamlayıcılık hipotezinde para balanslarındaki bir artış, fiziki sermaye birikimini engellemek yerine teşvik etmektedir. McKinnon (1973)'in tamamlayıcılık hipotezi, faiz oranlarındaki bir artışın para talebini arttıracağını ve daha yüksek yatırım düzeyine neden olacağını ileri sürmektedir (Jayaraman, 2000, s.3; Işık vd., 2005, s.38).

⁴ McKinnon'a göre, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal piyasaların bölünmüşlüğü ve finansal aracılık hacminin düşüklüğü temel ekonomik problemdir. McKinnon (1973, s.5–7)'a göre finansal piyasalardaki bölünmüşlük; “(...) firmalar ve hane halkları toprak, emek, sermaye ve mallar için farklı fiyatlarla karşılaşmakta ve aynı teknolojiye ulaşamamaktadır.”

McKinnon (1973, s.59)'ın tamamlayıcılık hipotezine göre para ve fiziki sermaye birbirinin tamamlayıcısıdır. Çünkü; “(...) geleneksel portföy yaklaşımı, birikim sürecinin ihmal edildiği statik bir anlayış içinde para ve fiziki sermayeyi servet tutmanın alternatif varlıkları olarak dikkate almaktadır. Buna karşın para, birikim sürecinde alternatif bir varlık yerine bir kanal olarak görülürse para talebi, fiziki sermayenin verimliliği ile birlikte artacaktır.” (McKinnon, 1973, s.60; Işık vd., 2005, s.39).

McKinnon (1973) bu durumu şu şekilde ifade etmektedir: “(...) reel para balanslarının talebi, tasarruf (yatırım) eğilimi tarafından büyük ölçüde etkilenecektir. Başka bir ifadeyle, sermaye birikiminin (ve sonuçta özel tasarrufun) arzulan büyüme oranı, veri bir gelir düzeyinde artarsa, ortalama reel nakit balanslarının gelire oranı da artacaktır.” (McKinnon, 1973, s.57; Işık vd., 2005, s.39).

1.1.1.6. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Endojen Büyüme Yaklaşımı

İlk kuşak neo-klasik büyüme modelleri, ekonomik büyümeyi dışsal teknolojik gelişmelere ve nüfustaki genişlemeye bağlarken, finansal sektörün ekonomik büyüme sürecindeki rolünü önemsememektedirler. Yakın geçmişteki literatür, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeye ulaşmada finansın oynadığı kilit rolü vurgulamaktadır. Büyüme teorilerindeki ilgi, Romer (1986) ve Lucas (1988) gibi içsel büyüme (endogenous growth) teorisyenlerinin çıktıdaki büyümenin kilit belirleyicilerini içsel değişkenlere bağlamasıyla yeniden canlanmıştır. Bu paradigmada, ekonominin dâhilinde beşeri sermaye ve bilgi tabanı gibi içsel güçlerin varlığı, zaman içinde kişi başına çıktıyı arttırmaktadır (Green vd., 2005, s.1–2).

Finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişkiye yönelik araştırmalar, hızla büyüyen içsel büyüme literatüründen yeni bir esin kaynağı elde etmiştir. Finansal gelişme ve uzun dönem ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik yakın geçmişteki teorik çalışmalar, sermayenin marjinal ürününün daima pozitif olduğu durumlara odaklanarak ve içsel büyüme modellerine finansal faktörleri de dâhil ederek, finansal piyasaların büyümeyi uzun dönemde pozitif etkilediği modeller geliştirmektedir. Levine (1991, s.1446)’e göre içsel büyüme literatürü, modellerini tamamıyla bireylerin ekonominin aynı karar denge (steady-state) büyüme oranının belirlenmesi üzerine kurarlarken, finans teorisyenleri modellerini, ekonominin bilgi ve risk karakterine en uygun tepki olarak ortaya çıkan finansal sözleşmeler üzerine kurmaktadır.

Bilginin toplanması ve analizi, risk paylaşımı, likidite sağlanması gibi finansal araçların hizmetlerinin açıkça modellendiği içsel büyüme literatüründe de, McKinnon-Shaw okulunun sonuçlarına benzer sonuçlara ulaşılmaktadır. Bu modeller, finansal araçların aynı karar denge büyüme oranı üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu (Greenwood ve Jovanovic, 1990; Bencivenga ve Smith, 1991) ve finansal sistemdeki devlet müdahalelerinin büyüme oranı üzerinde negatif etkiye (King ve Levine, 1993b) sahip olduğunu öne sürmektedir (Demetriades ve Hussein, 1996, s.388; Ghali, 1999, s.310). King ve Levine (1993b, s.517), finansal baskının finansal sistem tarafından tasarruf sahiplerine, girişimcilere ve üreticilere

sağlanan hizmetlerde azalmaya neden olduğunu; böylece yenilikçi faaliyetleri engelleyerek ekonomik büyümeyi yavaşlattığını ileri sürmektedir.

Finansal içsel büyüme literatüründe finansal gelişmenin büyüme üzerindeki potansiyel etkisi, basit bir içsel büyüme modelini (AK modelini) göz önünde bulunduran Pagano (1993)'nin çalışmasından hareketle incelenebilir. Pagano (1993), finansal araçların, tasarruf oranlarını, tasarrufların yatırıma aktarılan kısmını ya da yatırımların sosyal marjinal verimliliklerini etkileyerek, ekonomik büyümeyi etkileyebileceğini ortaya koyan bir model geliştirmiştir. Çalışmada, AK modelinde, toplam çıktı toplam sermaye stokunun doğrusal bir fonksiyonudur:

$$Y_t = AK_t \quad (1.1)$$

Bu üretim fonksiyonu, iki temel yapıdan birinin sonucu olarak indirgenmiş formda görülmektedir. İlki, dışsal ekonomilerle birlikte rekabetçi bir ekonomide, her bir firma ölçeğe göre sabit getirili teknolojiyle karşı karşıyayken, verimlilik, toplam sermaye stoku K_t 'nin artan bir fonksiyonudur. İkinci olarak, K_t , fiziki ve beşeri sermayenin bileşimi varsayılarak AK modeli elde edilebilir. Aynı teknoloji ile sermayenin her iki türü de yeniden üretilebilir. Basitlik için nüfusun durağan olduğu ve ekonomide tek bir mal üretildiği varsayılmaktadır. Bu mal, yatırım veya tüketim için kullanılmakta ve eğer yatırım için kullanılıyorsa her dönemde δ oranında aşınmaktadır. Böylece yurt içi yatırım;

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \text{ 'ye eşit olacaktır. (1.2)}$$

Kapalı ekonomi devletin olmadığı bir ekonomidir, bu nedenle sermaye piyasalarında denge, yurt içi tasarrufların S_t , yurt içi yatırımlara I_t eşit olmasını gerektirir. Bu nedenle finansal aracılık sürecinde tasarruf akışının $1 - \phi$ kadar kısmının kaybolacağı varsayımı uygundur.

$$\phi S_t = I_t \quad (1.3)$$

Birinci denklemden, t+1 anında büyüme oranı $g_{t+1} = Y_{t+1} / Y_t = K_{t+1} / K_t$ eşittir. Eşitlik 2 kullanılarak ve zaman indisi düşünülerek aynı karar denge büyüme oranı şu şekilde yazılmaktadır;

$$g = A \frac{1}{Y} - \delta = A\phi s - \delta \quad (1.4)$$

İkinci adımda I, sermaye piyasası denge koşulu (1.3) için kullanılmış ve yurt içi tasarruf oranı S/Y , s ile ifade edilmiştir. Eşitlik (1.4), finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğini kısaca göstermektedir: tasarrufların yatırımlara aktarılma oranını (ϕ 'yi) arttırabilmektedir, sermayenin sosyal marjinal verimliliğini (A 'yi) arttırabilmektedir ve özel tasarruf oranını (s 'yi) etkileyebilmektedir (Pagano, 1993, s.614–615).

Greenwood ve Jovanovic (1990), finansal aracılarn, üretim teknolojileri hakkında daha doğru bilgi sağlayarak ve şirket kontrolüne yönelik çaba göstererek kaynak dağılımını arttırdığını ve büyümeyi hızlandırdığını ileri sürmektedir. İçsel büyüme literatürüne göre finansal gelişme, tasarrufların verimli yatırım projelerine daha etkin tahsisini sağlamaktadır (Greenwood ve Jovanovic, 1990; Bencivenga ve Smith, 1991). Levine (1991), hisse senedi ticaretinin daha ucuz olduğu, daha likit hisse senedi piyasalarının, uzun dönemli projelere yatırım yapmayı engelleyici etkenleri azaltacağını iddia etmektedir. Çünkü yatırımcılar, proje olgunlaşmadan, projedeki paylarını kolayca satabileceklerdir. Böylece, likidite artışı, uzun dönemdeki yatırımları kolaylaştıracak, yüksek getirili projelerin verimliliğindeki büyümeyi destekleyecektir. Benzer olarak, Devereux ve Smith (1994) ve Obstfeld (1994), hisse senedi piyasalarının uluslararası piyasalarla bütünleşmesi yoluyla artan uluslararası risk paylaşımının, portföydeki güvenli, düşük getirili yatırımların, yüksek getirili yatırımlara kaymasını teşvik edeceğini, böylece verimlilikteki artışı hızlandıracağını göstermektedirler.

Ancak finansal aracılığın tasarruflar üzerindeki etkisi teorik olarak belirsizdir. Yüksek getirilerin, tasarruf oranları üzerindeki etkisi, ikame ve gelir etkileri nedeniyle belirsizdir. Aslında, tasarruflar üzerindeki dışsal etkiler yeteri derecede büyükse, finansal aracılıktaki gelişme büyümeyi düşürecektir (Pagano, 1993; Jappelli ve Pagano, 1994; Bencivenga ve Smith, 1991).

Bencivenga ve Smith (1991), rekabetçi finansal aracılarn (bankalar) denge davranışlarının kaynak dağılımını etkileyerek, ekonomik büyüme üzerinde etkilerinin olduğu bir model oluşturmakta ve rekabetçi finansal aracılara sahip ekonomilerin, bu kurumlardan yoksun ekonomilerden daha hızlı büyüdüğüne ve bireylerin gelecekteki likidite ihtiyaçları konusunda belirsizliklerle karşı karşıya oldukları bir model sunmaktadır. Bireyler, risksiz ve düşük getirili likit bir varlığa yatırım yapmayı tercih edebilir ya da riskli, fakat yüksek getirili likit olmayan bir varlığa yatırım yapabilirler. Finansal aracılarn yokluğunda bireyler, tasarruflarını

likit varlıklar şeklinde tutarlar ve likidite ihtiyaçları arttığı zaman, yatırımlarını likiditeye çevirme zorunda kalabilirler. Finansal aracılardan varlığı, bireylerin likidite ihtiyaçlarıyla birlikte, riski de azaltmalarına izin vermektedir. Bankalar, her bir bireyin öngörülemez likidite ihtiyaçlarına karşı bireysel güvence sağlamak zorunda olduğu için, finansal aracılardan olmadığı ekonomilere nazaran likit varlıklara olan yatırımları azaltır. Bankalar, bireysel olarak finanse edilen sermaye yatırımlarını eleyerek, likidite ihtiyacı duyan girişimciler tarafından yapılan bazı yatırımların gereksiz likiditasyonunu engeller. Kısaca, finansal aracılık, ekonominin tasarruflarının verimsiz likit varlıklar şeklinde tutulan kısmını azaltır ve sermayenin likidite ihtiyacından kaynaklanan hatalı yatırımlara tahsisini engeller. Bu nedenle, Bencivenga ve Smith (1991), finansal aracılardan doğal olarak sermaye birikimine uygun şekilde tasarrufların kompozisyonunu değiştirme eğiliminde olduğunu ileri sürmektedir. Sonuç olarak, modelde finansal aracılardan varlığı, bireylerin likidite ihtiyaçlarıyla birlikte riski azaltmalarına izin verirken, tasarrufları yüksek verimlilikteki faaliyete yönlendirerek ekonomik büyümeyi artırır. Bencivenga ve Smith (1991), finansal gelişmenin bir sonucu olarak toplam tasarrufların azalmış olduğu durumda bile, finansal gelişmenin yatırımların etkinliği üzerindeki etkisinin baskın olması nedeniyle büyümenin arttığını ileri sürmektedir (Bencivenga ve Smith, 1991, s.195–209).

Levine (1991), hisse senedi piyasalarının, likidite ve duruma özel verimlilik risklerini azaltmak ve kaynak dağılımını etkin kılmak için içsel olarak ortaya çıktığı bir model geliştirmiştir. Modelde hisse senedi piyasaları, girişimcilere likidite şoklarını gözleyip, paylarını diğer yatırımcılara satma olanağı vererek, likidite riskini azaltmalarına yardımcı olmakta, yatırımcılara çok sayıdaki firmaya yatırım yapma ve duruma özel verimlilik şoklarını çeşitlendirme imkânı vermektedir. Likidite ve verimlilik riski, refahı düşürmekte ve bireylerin firmalara yatırım yapmalarını engellemektedir. Rekabetçi hisse senedi piyasaları, finansal piyasaların olmadığı duruma oranla riskte düşme sağlar ve kaynakların firmalara yatırım yapılan kısmı ile ekonominin aynı karar denge büyüme oranını ve refahı artırır. Hisse senedi piyasaları, likidite gereksinimini karşılayan standart bir mekanizma sağlamasının yanı sıra bireylere çeşitlendirilmiş portföy tutma olanağı tanımaktadır (Levine, 1991, s.1445–1450).

Levine (1991)'e göre hisse senedi piyasası büyümeyi iki yolla etkileyebilir. İlk yol, firma etkinliğini gerektirmekte ve beşeri sermaye üretimindeki dışsalılıklara bağlı olmaktadır. Hisse senedi piyasaları, firmalardan, sermayenin olgunlaşmadan geri çekilmelerini ortadan kaldırarak firma etkinliğini arttırmaktadır. Bu ise, beşeri sermaye büyüme oranını ve kişi

başına çıktıda ki büyüme oranını hızlandırmaktadır. Hisse senedi piyasasının büyüme etkilediği ikinci yol ise, kaynakların firmalara tahsis edilen kısmının arttırılmasıdır. Bu özellik, dışsallıklara bağlı olmayı gerektirmez. Hisse senedi piyasaları, firma yatırımlarının likiditesini arttırarak, verimlilik riskini azaltarak ve firma etkinliğini arttırarak firma yatırımlarını teşvik eder. Bu da beşeri sermaye üretimini ve büyüme hareketine geçirmektedir. Modelde büyüme, sadece sosyal yatırımların ve üretim sürecinde beşeri sermaye ve teknolojiyi arttıran firmalardaki yeterli sermaye miktarının sürdürülmesi durumunda meydana gelmektedir. Bu durumda, firmalara daha fazla kaynak tahsis edilecek ve ekonomik büyüme daha hızlı olacaktır. Firma üretimindeki dışsallık, yatırımcıların kısa süreli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için firma sermayesini olgunlaşmadan likit hale getirmediğinde, ekonominin daha hızlı büyüyeceğini belirtmektedir. Böylece, firma yatırımlarını destekleyen ve firma sermayesini olgunlaşmamış likiditasyondan koruyan finansal sözleşmeler, aynı karar denge kişi başına çıktıdaki büyüme oranını hızlandırır. Finansal piyasaların yokluğunda, firmaya özgü üretim şokları, riskten kaçınmaya çalışan yatırımcıların firmalarda yatırım yapmasını engeller. Hisse senedi piyasaları, bireylere çok sayıdaki firmaya yatırım yapma ve firmaya özgü şoklar karşısında riski çeşitlendirme olanağı tanır. Bu ise, sermayenin firmalara tahsis edilen kısmını arttırır, beşeri sermaye birikimini kolaylaştırır ve ekonomik büyüme destekler. Model'e göre hisse senedi piyasalarının yokluğunda, likidite şoklarıyla karşı karşıya kalan bireyler sermayelerini firmalardan olgunlaşmadan çekerler ve çok düşük likit getiriye sahip olurlar. Likidite şokları, sadece firma yatırımlarını engellemez, ayrıca firma sermayesinin olgunlaşmadan hareket etmesi teknolojik yenilik katsayısını geciktireceğinden, firma verimliliğini de düşürür. Hisse senedi piyasası, bireylerin hisselerinin daha çoğunu diğer yatırımcılara yüksek likidite getirisinden satmalarını kolaylaştırır ve sermayesi olgunlaşmadan hiçbir firmanın hisse senetleri el değiştirmesini engeller. Sonuç olarak, hisse senedi piyasaları, likidite riskini düşürerek, direkt olarak firma verimliliğini arttıran olgunlaşmamış sermaye likiditasyonunu önleyerek ve dolaylı olarak firma yatırımlarını teşvik ederek büyüme hızlandırır (Levine, 1991, s.1446–1459).

King ve Levine (1993b, s.515), finansal gelişmenin teknolojik ilerlemeyi ve verimlilikteki artışı desteklediğini ileri sürmektedir. Finansal kurumlar, girişimciyi yenilikçi faaliyetlere başlamada ve piyasaya yeni ürünler getirmede değerlendirmesi ve finanse etmesi nedeniyle önemlidirler. Finansal sistem, muhtemel girişimcileri değerlendirmekte ve en ümit vaat eden projeyi seçmektedir. Finansal kurumlar bireysel yatırımcılara göre inceleme, değerlendirme ve izleme hizmetlerini daha etkin ve daha ucuz sağlayabilmektedir. Ayrıca uygun finansmanın girişimcilere mobilizasyonunda ve sağlanmasında bireylerden daha iyidir. Genel

olarak girişimcilerin değerlendirilmesi ve sınıflandırılması verimli yatırımları artırır ve ekonomik büyümeyi teşvik eder.

Saint-Paul (1992), finansal piyasaların teknoloji seçimini ve ekonomik büyümeyi etkilediği bir model geliştirmiştir. Modelde, birimler iki teknoloji arasında seçim yapmaktadırlar. Teknolojilerden ilki, yüksek esneklikte, düşük riskli fakat düşük verimliliğe sahiptir. İkinci teknoloji ise daha uzmanlaşmıştır, daha yüksek riske fakat daha yüksek verimliliğe sahiptir. Finansal piyasaların olmadığı durumda, birimler yüksek riskten kaçınmak amacıyla, yüksek verimlilikten ziyade teknolojik esnekliği tercih etmektedirler. Fakat bu durumda, yatırımların ortalama verimi düşeceği için ekonomik büyüme yavaşlayacaktır. Finansal piyasaların olduğu durumda, birimler şoklara karşı güvence sağlayan çeşitlendirilmiş portföy tutabilecek ve yüksek risk ve verimliliğe sahip teknolojileri seçerek ekonomik büyümeyi arttırabilecektir. Finansal piyasaların ortaya çıkışıyla birlikte, riskten hoşlanmayan tasarruf sahipleri, portföylerini düşük riskli ve daha az getiriye sahip projelerden daha yüksek riske sahip, yüksek getirili projelere kaydırmaktadırlar. Bu nedenle finansal piyasalar, bir portföyün, yüksek getiriler beklenen projelere doğru kaymasını teşvik ederek risk çeşitlendirmesini kolaylaştırır (Saint-Paul, 1992, s.763–781; Levine, 1997a).

Pagano (1993), finansal aracılardan tasarruf oranlarını, tasarrufların yatırıma aktarılan kısmını ya da yatırımların sosyal marjinal verimliliklerini etkileyerek ekonomik büyümeyi etkileyebildiğini göstermektedir. Pagano (1993)'ya göre, çoğunlukla finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi vardır, ancak bazı istisnalar mevcuttur: risk paylaşımında ve hanehalkı kredi piyasalarındaki gelişme tasarruf oranlarını ve böylece büyüme oranını düşürebilir (Pagano, 1993, s.613–622). Jappelli ve Pagano (1994) ise, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisini daha önceki içsel büyüme literatüründen farklı bir yolla incelemektedir. Jappelli ve Pagano (1994)'nin analizine göre, hanehalkı üzerindeki likidite kısıtlamaları, hanehalkını daha fazla tasarruf yapmaya zorlamaktadır. Fakat finansal gelişme likidite kısıdını elemine ederek, hanehalkına belli şartlar altında kredi alma olanağı sağlamaktadır. Bu durumda, ekonomideki tasarruf oranı ve toplam tasarruf hacmi düşmektedir. Bu da ekonomideki yatırımların düşmesine neden olarak, ekonomik büyümeyi yavaşlatmaktadır.

Devereux ve Smith (1994), uluslararası bütünleşmiş finansal piyasaların, standart içsel büyüme modelinde büyüme oranını ve refahı düşürebileceğini ileri sürmektedir. Finansal bütünleşme ya da finansal gelişme, tasarruf oranlarını, tasarrufların tahsisini ya da sermayenin

marjinal ürününü etkileyerek büyümeyi etkileyebilmektedir. Finansal bütünleşme, risk paylaşımının bir sonucu olarak tasarruf oranlarını etkileyebilmektedir. Ayrıca, getiri oranı riskinin çeşitlendirilmesinin de tahsis etkisi vardır. Tasarrufların yüksek riskli ve yüksek getirili projelere yeniden tahsisi büyümeyi arttırmaktadır (Devereux ve Smith, 1994, s.535–547).

Obstfeld (1994, s.1310–1329), uluslararası risk paylaşımının, beklenen tüketimdeki büyüme üzerinde pozitif etki göstermesiyle önemli refah kazançları sağladığını göstermiştir. Global risk çeşitlendirme ve büyüme ile ilişki kuran bu mekanizma, dünya portföyünün güvenli ama düşük getirili yatırımlardan, riskli, yüksek getirili yatırımlara kaymasını beraberinde getirmektedir.

Jayaratne ve Strahan (1996), Amerika'daki eyalet içi şube bankacılığı reformuyla finansal piyasaların ekonomik büyümeyi doğrudan etkileyebildiğine ilişkin yeni bir kanıt ortaya koymaktadırlar. Bulguları, eyalet içi şube reformunu takiben kişi başına reel büyüme oranlarında anlamlı artma olduğunu göstermektedir. Burada, finansal sektör reformlarının ekonomik büyüme üzerinde etki yarattığı temel kanal, banka ödünçlerinin kalitesidir. Eyalet içi şube reformunu takiben banka ödünçlerinin arttığına dair zayıf kanıtlar bulunmakta ve reformları takiben yatırım oranındaki artışlara yönelik bir kanıt bulunmamaktadır. Reformların sonrasında, bankaların ödünç portföyünün kalitesi önemli oranda artmaktadır. Bu nedenle, banka ödünçlerinin kalitesindeki artış şube reformunun faydalı büyüme etkilerinde anahtardır. Bankalar daha fazla ödünç vermek zorunda değildir, ödünçlerinin kalitesini iyileştirmelidirler. Finansın büyümeyi etkilediği temel kanal, yatırım hacmindeki artış değil yatırımların etkinliğindeki ilerlemelerdir (Jayaratne ve Strahan, 1996, s.639–643).

1.1.2. Talep-İzleyici Finansal Gelişme Hipotezi

Talep-izleyici finansal gelişme hipotezine göre, modern finansal kurumların finansal varlıklarının, yükümlülüklerinin ve ilişkili finansal hizmetlerinin yaratılması, reel ekonomide bu hizmetlere yatırımcılar ve tasarruf sahiplerinin talep göstermelerinin bir sonucudur. Bu durumda finansal sistemin gelişmesinin evrimi, yaygın ve geniş kapsamlı bir ekonomik gelişmenin sonucunun devamıdır (Patrick, 1966, s.174).

Finansal sistemlerin ortaya çıkması, fırsatlarda, ekonomik çerçevede, kurumsal yapıda ve kişisel tepkilerde meydana gelen değişikliğin yanında, bireysel motivasyonlar, davranışlar, zevkler ve tercihlerdeki değişikliklerin bütünü tarafından şekillendirilmektedir. Finansal

hizmetlere olan talebin niteliği, reel çıktının büyümesine, tarım ve diğer geleneksel sektörlerin ticarileşmesine ve parasallaşmalarına bağlı olmaktadır. Reel ulusal gelirin büyüme oranındaki daha hızlı bir artış, en uygun koşullar oluştuğunda, firma içinde meydana gelen amortisman, yan ödemeler ve dağıtılmamış kârlardan oluşan genişlemeyi finanse etmede daha az yetenekli firmaların varlığı durumunda, finansal aracılıkla birlikte girişimcilerin dış fonlara (diğerlerinin tasarruflarına) talebinde daha fazla bir artışa neden olur. Yani, girişimcilerin fonlarının toplam kaynakları içindeki dış fonların payı artar. Aynı nedenle, toplam büyüme oranında mevcut farklı sektörler veya endüstriler arasındaki büyüme oranlarında artan çeşitlilik, tasarrufları yavaş büyüyen endüstrilerden ve firmalardan, hızlı büyüyen endüstrilere transfer etmek için finansal araçlara daha büyük ihtiyaç yaratır. Böylece finansal sistem, büyüme sürecinde temel (lider) sektörleri destekler ve devamlılıklarını sağlar. Talep-izleyici hipotezde, büyüyen finansal sistemlerin arzının, az ya da çok uyumlanmakta olduğu varsayılmaktadır. Finansal sektörde girişimci arzının, finansal hizmetleri sağlamaktan kaynaklanan kâr için artan fırsatların göreceli olarak oldukça elastik olduğu varsayılmaktadır. Böylece uygun yasal, kurumsal ve ekonomik çevrenin sağlanması durumunda çeşitli tipteki ve sayıdaki finansal kurumlar zorunlu olarak genişlemektedir. Ekonomik çevrenin genişliği ve niteliğine ek olarak hükümetler, ekonomik amaçlara ve ekonomik politikalara uygun davranmaktadır. Reel ekonomik büyüme artışının sonucunda sırasıyla, finansal piyasalar gelişmekte, genişlemekte ve daha mükemmel hale gelmekte, böylece likidite elde etme fırsatları artmakta ve risk düşmekte, bu duruma karşılık olarak reel büyüme uyarılmaktadır. Talep-izleyici yaklaşıma göre finans, büyüme sürecinde esasen pasif ve izin vericidir (Patrick, 1966, s.175).

Ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişmenin öncü rol oynadığına eleştirel gözle bakan Robinson (1952, s.86), Bagehot (1873) ve Schumpeter (1912)'ın aksine, girişimcinin finansa öncülük ettiğini ve finansın girişimciyi izlediğini vurgulamaktadır. Finansı endüstrinin hizmetkârı olarak gören bu görüşe göre, ekonomik gelişme belirli tipteki finansal anlaşmalar için talepler yaratır ve finansal sistem bu taleplere otomatik olarak cevap verir (King ve Levine, 1993b, s.513–514; Levine, 1997a, s.688).

Robinson (1952, s.52)'a ilave olarak Kuznets (1955), ekonomik büyüme sürecinin orta seviyelerine ulaştınca finansal piyasaların gelişmeye başlayacağını ve ekonomik kalkınma olgunluğa ulaştınca da finansal piyasaların gelişeceğini belirtmektedir (Luintel ve Khan, 1999, s.382).

1.1.3. Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişmenin Karşılıklı Nedensellik Hipotezi

Finans-büyüme literatürüne arz-öncü ve talep-izleyici finansal gelişme hipotezlerini kazandıran Patrick (1966, s.177), uygulamada arz-öncü ve talep-izleyici hipotezlerin muhtemel karşılıklı etkileşiminin söz konusu olduğunu ileri sürmektedir. Bununla birlikte Patrick, belirli bir sıranın takip edildiğini kabul etmektedir. Patrick'e göre, sürdürülebilir modern sanai büyüme yolunun elde edilmesinden önce, arz-öncü gelişme reel yenilikçi tipteki yatırımları teşvik etme kabiliyetinde olabilir. Reel büyümenin gerçekleşmesi süresince arz-öncü kuvvet tedrici olarak baskın hale gelir. Ayrıca bu süreç sıralı olarak, muhtemelen belirgin sanayilerin veya sektörlerin içinde ve arasında gerçekleşebilir. Bir endüstri ilk başta finansal olarak arz-öncü temel üzerine teşvik edilebilir ve diğer bir endüstri arz-öncü durumda kalırken bu sektörün gelişme sürecinde finansmanı talep-izleyiciye kayabilir. Bu durum muhtemelen, sanayilerin ardışık gelişmesinin zamanlamasıyla ilişkilendirilebilir ve özellikle bu durumlarda zamanlama özel talep güçlerinden çok devlet politikaları tarafından belirlenir.

Kalkınma iktisadının öncülerinden biri olan Lewis (1955) de, finans ve büyüme arasındaki nedensellikte, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir ilişkiden çok, iki yönlü bir ilişkinin varlığını iddia etmektedir. Finansal piyasalar ekonomik büyümenin sonucu olarak gelişmekte ve bunun sonucunda geri besleme etkisi ile reel büyümeye katkıda bulunmaktadır. Bu görüşü destekleyen Greenwood ve Jovanovic (1990), Berthelemy ve Varoudakis (1996), Greenwood ve Smith (1997) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedenselliğin olduğunu ifade etmektedirler (Luintel ve Khan, 1999, s.382–383; Green vd., 2005, s.3).

İçsel büyüme teorisyenlerinin birçoğu da finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedenselliğin geçerli olduğu birçok model geliştirmişlerdir. Greenwood ve Jovanovic (1990), finansal aracılık ve büyüme arasındaki ilişkiyi her iki değişkenin de içsel olduğu bir model geliştirerek incelemektedir. Modelde finansal kurumların rolü, fonların en yüksek getiri sağlayan yatırım faaliyetlerine yönlendirilmesi için bilgi toplamak ve analiz etmektir. Finansal araçların faaliyetlerine maliyetler dâhil edildiği için, ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında pozitif iki yönlü nedensel ilişki olduğunu ileri sürmektedirler. Bir yandan büyüme süreci, finansal kurumların yaratılması ve genişlemesini kolaylaştırarak finansal piyasalarda daha yüksek katılımı teşvik etmekte, diğer yandan finansal kurumlar, birçok potansiyel yatırımcıdan bilgi toplayarak ve analiz ederek fonları daha etkin yatırım projelerine dağıtmayı üstlenmekte ve bu yolla yatırımları ve büyümeyi teşvik etmektedirler.

Bu nedenle büyüme ve finansal yapı, birbirinden ayrılmaz bir bağlantı içindedirler. Finansal yapı, daha etkin yatırımların üstlenildiği durumda yüksek büyüme için olanak sağlamaktayken, büyüme, finansal yapının gelişmesi için araçlar sunmaktadır. İşlemlerin geniş bir şekilde organize olmadığı gelişmenin ilk evrelerinde, büyüme yavaştır. Gelir seviyesi arttıkça finansal yapı daha kapsamlı hale gelir, ekonomik büyüme hızlanır ve zengin-fakir arasındaki gelir eşitsizliği artar. Olgunluk aşamasında, ekonomi tamamen gelişmiş bir finansal yapıya sahip olur, gelirin insanlar arasındaki dağılımı dengeye ulaşır ve başlangıç düzeyinden daha yüksek büyüme oranına sahip olunur (Greenwood ve Jovanovic, 1990, s.1076–1107).

Berthelemy ve Varoudakis (1996) bankacılık sektörü ve reel sektör arasındaki karşılıklı dışalıktan kaynaklanan çoklu aynı karar dengeyi gösteren teorik bir model geliştirmiştir. Reel sektördeki büyüme, finansal sektörün genişlemesine ve bu nedenle de bankacılıkta rekabetin ve etkinliğin artmasına neden olmaktadır. Sırasıyla, bankacılık sektöründeki gelişme tasarrufların net getirisini artırır ve sermaye birikimini, büyümeyi ilerletir. Gertler ve Rose (1994, s.18) da finans-büyüme ilişkisinde tek yönlü nedensellik yerine iki yönlü nedenselliği önermektedir. Finansallaşma, reel sektördeki büyüme ile birlikte meydana gelir. Ekonomi geliştikçe, bankacılık dışı araçlar ortaya çıkar, ödünç alanlar ve verenler geniş sayıda tercihle karşı karşıya kalır. Gelişme sürdükçe, doğrudan borç ve hisse senedi için piyasalar ortaya çıkar. Farklı çeşitlilikte ve büyüklükte finansal kurumların ve finansal hizmetlerin büyümeye devam etmesi, tasarrufların ve yatırımların tahsisini geliştirerek ekonomik büyümeye katkıda bulunur.

Greenwood ve Smith (1997), finansal piyasaların içsel şekilde ortaya çıktığını ve oluşumunun sonrasında ekonomik büyümeyi arttırdığını ileri sürmektedir. Çünkü piyasalar, sermayenin en yüksek getiriyi sağladığı kullanıma tahsisini arttırmaları, tasarrufların kompozisyonunu değiştirirler ve uzmanlaşmayı teşvik ederler. Finansal piyasalar, kaynakları en yüksek getiri sağladığı kullanım alanına yönlendirerek, ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Çalışmada geliştirilen modelde, tasarruflar en yüksek getiriyi likit olmayan sermaye yatırımlarından elde etmektedirler. Finansal piyasalar tarafından sağlanan likidite, tasarruf sahiplerinin karşı karşıya kaldığı özel durumlardan kaynaklanan riskleri sınırlar ve uzun dönemli sermaye yatırımlarını, olgunlaşmamış maliyetli likiditasyondan korur. Greenwood ve Smith (1997), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedenselliği öngörmektedir. Ekonomik gelişme, piyasaların oluşumuna katkıda bulunurken,

piyasaların oluşumu da gelecek ekonomik gelişmeyi hızlandırmaktadır (Greenwood ve Smith, 1997, s.145–175).

Acemoğlu ve Zilibotti (1997, s.711–712), finansal sistemin tasarruf sahiplerine daha iyi risk çeşitlendirme hizmeti sunarak fonların en verimli kullanıldıkları alana tahsisini sağladığını, finansal sistem tarafından sağlanan bu fonksiyonun da uzmanlaşmaya ve büyümede artışa yol açtığını belirtmektedir. Modelde bireyler, paralarının ne kadarını tasarruf edeceklerine ve ne kadarını düşük getiriye sahip güvenli varlıklara yatırım yapacaklarına karar verirler. Geri kalan fonlarını, eksik ilişkili riskli projelere yatırım yapmak için kullanırlar. Bununla birlikte, bazı sektörleri gerekli minimum büyüklük etkilediğinden, zamanın tüm noktalarında bireyler için tüm riskli yatırımlar mevcut değildir. Açık olan daha fazla sektörde, bireyler tasarruflarının daha büyük parçalarını riskli yatırımlara koyma gönüllülüğündedirler. Bunun sonucunda, ekonominin sermaye stoku geniş olduğu zaman, daha fazla tasarruf olacak ve daha fazla sektör açılacaktır. Bu nedenle büyüme, piyasaların genişlemesi ve daha iyi risk çeşitlendirme fırsatlarına eşlik edecektir.

Blackburn ve Hung (1998), finansal araçların ekonomik büyüme sürecindeki izleme fonksiyonu üzerinde yoğunlaşarak, büyüme ve finansal gelişme arasında pozitif, iki yönlü nedensellik ilişkisini araştırmışlardır. Blackburn ve Hung (1998) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedenselliğin yani finansal gelişme ekonomik büyümeye öncü olurken, ekonomik büyümeden de finansal gelişmeye doğru geri besleme ilişkisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, modelin çok ülkeli şeklini kullanarak finansal ve ticari serbestleşmenin, finansal araçların gelişmesini hızlandırdığını ortaya koymaktadırlar.

1.1.4. Ekonomik Büyümeyi Olumsuz Etkileyen Finansal Gelişme Hipotezi: Negatif Nedensellik

McKinnon-Shaw'ın finansal gelişme hipotezinin aksine, Post-Keynesyen iktisatçılar, finansal liberalizasyonun etkin talebi ve ekonomik büyümeyi düşürebileceğini ve finansal kırılganlığı arttıracığını ileri sürmektedir. Post-Keynesyen yaklaşım, karar alma sürecinin, gelecekteki talep beklentileri ve politik sağlamlık gibi birçok faktöre bağlıken, piyasa denge faiz oranında yatırımların tasarruflara eşleneceği görüşüne karşı çıkmaktadır. Keynesyen gelenekte, tasarruflar temel olarak faiz oranlarından çok gelirin fonksiyonudur. Tasarruf oranlarındaki bir artış gerekli olarak yatırımları arttırmaz. Ayrıca, asimetric bilginin varlığında, ödünç alama sürecindeki dışsallıklar ve ölçek ekonomileri, piyasa

başarısızlıklarına neden olur. Düzenlenmemiş piyasaların bu başarısızlıkları, finansal kırılganlığı meydana getirir (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.250).

Post-Keynesyen teori, finansal piyasaların talep ve arz taraflarında beklentilerin oluşmasının içselliğinin kabul edilmesi üzerine kurulmaktadır. Beklentilerin içselliği, yatırım projelerinin bugünkü ve gelecekteki beklenen getiri/risk görünüşleri ile ilgili temel belirsizlikten kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda rasyonel birimler, kararlarında geleneksel bilgiden etkilenmektedirler. Fakat geleneksel bilgi statik değildir. Örneğin, konjonktürün seyri boyunca, birimlerin uygun yatırımlara ilişkin değerlendirmeleri değişebilir ve geleneksel beklentilerdeki bu değişimler, piyasa katılımcılarının faaliyetleri ile karşılıklı olarak gerçekleşmiş olabilir. Spekülatif faaliyetlere katılma baskısı, birimlerin kademe kademe artan olumlu beklentilerinden ve/veya kâr kollama faaliyetlerine kilitlenen rekabetçi baskılardan kaynaklanıyor olabilir. Uyarılmış beklentiler ve zorlanmış rekabetin birleşmiş etkilerinin baskısı, finansal piyasanın her iki tarafındaki birimleri, yüksek riskli yatırım faaliyetlerine katılmaya zorlayabilir ve destek olabilir. Ayrıca bu durumun kendi kendini ilerletmesi muhtemeldir: zaman içinde kâr beklentileri gerçekleşirken, gelecek beklentileri daha olumlu olarak artar, aktörler projeksiyonlarında daha güvenli büyürler ve güvenlik marjlarını azaltırlar. Bu uyarılmış beklentiler ve rekabete zorlanmış piyasa dinamiklerinin ne olduğunu somut olarak ortaya koyan Minsky (1986), bu dinamikleri, konjonktürün seyri boyunca daha tehlikeli finansman yapılarına doğru kayma eğilimi olarak belirtmektedir. Hızlı bir ekonomik büyüme ortaya çıktıkça, birimler uzun dönem ufuklara sahip yatırım projelerinin kısa dönem finansmanına, yani spekülatif finansmana doğru hareket edebilirler. Bu finansman yapısında projelerin uygulanabilirliği kısa dönem faiz oranlarına bağlı hale gelirken, bireylerin kredi elde edebilme ve faiz oranı şoklarına karşı kırılganlığı artar. Bu nedenle finansal sistem artan biçimde kırılgan olur (Minsky, 1986; Grabel, 1995, s.130–131).

Finans-büyüme konusundaki Post-Keynesyen teori, fazla kapasiteye sahip kapalı ekonomideki finansal liberalizasyonun, toplam talebi ve kârları düşüreceğini ileri sürmektedir. Bu azalma da sırasıyla, tasarrufları, yatırımları ve ekonomik büyümeyi düşürecektir. Faiz oranı düzenlemesi şeklindeki finansal liberalizasyonun, kısa dönemde iki zıt etkisi vardır. Pozitif olan ilk etki; mevduat faiz oranlarındaki artış, bireylerin mevduatları arttırmalarını etkiler ve sonucunda ödünç arzındaki artışlar, ödünç faiz oranını düşürerek yatırımları ve büyümeyi arttıracaktır. Negatif olan ikinci etki; tasarruflardaki artış toplam talebi düşürecek ve sonunda kârlar, tasarruflar, yatırımlar ve çıktı azalacaktır. Gelecekteki kârlara ilişkin, belirsiz ya da olumsuz beklenti, negatif etkiyi daha da arttırarak negatif etkinin baskın hale

gelmesini sağlayacak ve sonuçta ekonomideki tasarruflar, yatırımlar ve büyüme azalacaktır. Yatırımlar üzerindeki hızlandırıcı etkisinin varlığında, fazla kapasiteye sahip ekonomideki nominal faiz oranlarındaki artış, ödünç almanın maliyetini arttıracak, bu da sırasıyla fiyatları arttırarak, reel ücretleri ve toplam çıktıyı düşürecektir. Bunun sonucunda, tasarruflar, yatırım ve kapasite kullanımları azalacaktır. Uzun dönemdeki negatif etki, daha devamlı ve kısa dönemdeki etkiden daha şiddetlidir (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.250).

Ayrıca, faiz oranlarındaki bir artış, reel kurda bir değerlenme sağlayıp, ihracatı daha pahalı hale getirerek ticarete konu olan sektörler üzerinde negatif etki göstermektedir. Yerli paradaki değerlenme, ihracatı düşürüp, ithalatı arttırarak, dış ticaret açığına neden olmaktadır. İlave olarak, faiz oranındaki artışlar, kısa dönemli borçlanıp uzun dönemli borç veren bankalarda kayıplara yol açarlar. Bankalar, finansal liberalizasyon sonrasında artan mevduat faiz oranlarının ardından, eski ödünçlerinin faiz oranlarını değiştiremezler. Bunun sonucunda, bankaların maliyetleri, getirilerini aşar ve bu durum bankada kayıplara yol açar (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.250).

Az gelişmiş ülkelerde, faiz oranlarındaki bir artış, kamunun bütçe açığını, açıkların büyük bölümünün banka ödünçleriyle finanse edilmesi durumunda arttırmaktadır. Ayrıca, finansal liberalizasyon ile rezerv gereksiniminde sağlanan azalma ve devlet tahvili alımındaki destek, vergi gelirlerini düşürecektir. Az gelişmiş ülkelerde ortak olarak, yüksek bütçe açığı ve devlet gelirleri, enflasyon vergisine (senyoraj) bağımlıdır. Bu nedenle, kamu harcamalarındaki azalma, çıktı ve büyüme üzerindeki finansal liberalizasyonun negatif etkisini arttıran toplam talebi düşürecektir. Devletin eğitim ve diğer altyapıdaki gelişmelerde temel yatırımcı olduğu göz önünde bulundurulduğunda, faiz oranlarındaki liberalizasyon, eğitim ve diğer sermaye yatırımları üzerindeki devlet harcamalarını düşürecektir (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.251).

Özetle, Post-Keynesyen yaklaşım, finansal liberalizasyonun bütünüyle ekonomik büyümeyi bozacağına ileri sürmektedir. Post-Keynesyen yaklaşıma göre finansal liberalizasyon programları, kâr-kollama (rent-seeking) faaliyetleri için yeni fırsatlar yaratılması ve dengesiz makroekonomik etkilerle spekülasyon faaliyetlerine yönelik yanlış kredi dağılımını arttıracaklarını ileri sürmektedirler. Post-Keynesyen yaklaşımın penceresinden finansal liberalizasyonun, riskli yatırım uygulamalarının ağırlığı, sağlam olmayan finansal yapılar ve başka biçimde geçerli olandan daha düşük reel sektör büyüme oranlarıyla nitelendirilen “spekülasyona dayalı ekonomik gelişme” uygulaması ile sonuçlanması muhtemeldir. Sonuç olarak finansal liberalizasyon, (1) riskli yatırım uygulamalarına, sağlam

olmayan finansal yapılara ve sonunda liberalizasyonun yokluğunda gerçekleşecek olandan daha düşük reel sektör büyüme oranlarına neden olur; (2) doğrudan verimsiz kâr-kollama (rent seeking) faaliyetleri için yeni fırsatları ortaya koyar ve (3) büyümeyi bütünlüyle bozar (Gabel, 1995, s.127–130).

Yeni-Keynesyen yaklaşım ise, ters seçim ve kredi tayinlaması kavramlarını Post-Keynesyen teorik yapıya dâhil etmektedir. Yeni-Keynesyen teorinin bilgi niteliğindeki varsayımları, Post-Keynesyen teorininkinden oldukça farklıdır. Post-Keynesyen yaklaşımda belirsizlik, finansal piyasaların hem talep hem de arz tarafında simetrik olarak geçerli olmaktadır. Aksine, Yeni-Keynesyen yaklaşımda belirsizlik, finansal piyasaların sadece arz tarafında geçerli olduğu için asimetriktir. Yeni-Keynesyen yaklaşımda, ödünç alanların projelerinin mükemmel beklenen getiri/risk profili bilgisine sahip oldukları varsayılmaktadır. Fakat, her bir borç alıcının profil bilgisi ödünç verenler için mevcut değildir. Onun yerine, bir grup olarak ödünç verenlerin bütün ödünç alanların risk/getirisinin doğru olasılık dağılımı bilgisine sahip oldukları varsayılmaktadır. Ödünç verenler, elindeki bu sınırlı bilgi ile, geri ödememe olasılığını hesaba katan ödünç faiz oranı ve beklenen getiri arasındaki fonksiyonel ilişkiyi hesaplayabilmektedir (Gabel, 1995, s.131).

McKinnon-Shaw hipotezine göre kredi tayinlaması, temel olarak faiz oranları üzerindeki tavadan kaynaklanmaktadır. Faiz oranları üzerindeki tavan, tasarruf arzının dengenin altında kalmasına neden olarak fazla bir kredi talebi meydana getirmektedir. McKinnon-Shaw hipotezine göre, faiz oranlarının arz ve talebe göre serbestçe belirlenmesine izin verilirse, herhangi bir fazla talep olmayacaktır. Bununla birlikte, McKinnon-Shaw hipotezine eleştirel yaklaşan Yeni-Keynesyen teori (Stiglitz ve Weiss, 1981), piyasa dengesinin bir yasa ya da finansal piyasalardaki rekabetçi analiz için gerekli bir varsayım olamayacağını iddia etmektedir (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.243).

Stiglitz ve Weiss (1981)'a göre piyasa dengesi, arz ve talep eşitliğini gerektirdiği için, talep arzı aştığı zaman, fiyatlar (faiz oranı) yükselecek ve yeni denge fiyatında arz-talep eşitliği sağlanana kadar, talepte düşme ve/veya arzda artış meydana gelecektir. Bundan dolayı, fiyatlar kendi işlevini yaptığı sürece, tayinlama ortaya çıkmayacaktır. Ancak, kredi tayinlaması gerçekte mevcuttur. Stiglitz ve Weiss (1981)'in amacı, dengedeki bir ödünç piyasasının, kredi tayinlaması tarafından nitelendirilebileceğini göstermektir. Ödünç yaratan bankalar, ödünçlerden elde ettikleri faiz oranı ve ödünçlerin riskliliği ile ilgilenmektedirler. Fakat, bir bankanın yüklediği ödünç faiz oranı, ödünç havuzunun riskliliğini iki şekilde

etkilemektedir: (1) potansiyel yatırımcıları ayırarak (ters seçim etkisi) ya da (2) ödünç alanların faaliyetlerini etkileyerek (teşvik etkisi) (Stiglitz ve Weiss, 1981, s.393).

Her iki etki de, ödünç piyasalarında, bankaların ödünç başvurularını değerlendirmelerinden sonra mevcut olan, eksik bilgiden doğrudan türetilir. Fiyat (faiz oranı) işlemin yapısını etkilediği zaman, piyasayı dengeye getiremeyecektir. Faiz oranlarının ters seçim etkisi, farklı ödünç alıcıların, ödünçlerini geri ödemede farklı olasılıklara sahip olmasının bir sonucudur. Bankanın beklenen getirisi, açıkça kredinin geri ödenme olasılığına bağlıdır. Bundan dolayı bankalar, geri ödeme olasılığı daha yüksek ödünç alıcıları tespit edebilmek isteyeceklerdir. İyi ödünç alıcıların belirlenmesi güçtür ve bu nedenle bankanın bunu yapabilmesi için çeşitli gözetleme araçlarını kullanması gerekmektedir. Bireyin ödeme gönüllüğündeki faiz oranı, bir gözetim aracı olarak hareket edebilir: ortalama olarak daha yüksek faiz oranlarını ödeme gönüllüğündekiler daha risklidirler; yüksek faiz oranlarından borç alma gönüllüğünde olmaları, ödünçlerini geri ödeme olasılıklarının düşük olduğunu bilmelerinin bir sonucudur. Stiglitz ve Weiss (1981)'a göre, ödünç faiz oranları (ödünçün fiyatı), riskli yatırımcılardan güvenli yatırımcıları ayırmaya yardımcı olmaktadır. Çünkü sadece riskli yatırımcılar, yüksek faiz oranlarında ödünç alma gönüllüğünde olacaklardır (Ayrırma Etkisi-Sorting Effect). Faiz oranı yükseldikçe, ödünçlerini arttıran ödünç alıcıların ortalama riskliliği, muhtemelen bankanın kârlarını düşürebilecektir. Benzer olarak, faiz oranı ve sözleşmenin diğer koşulları değiştikçe, ödünç alıcıların davranışı da muhtemelen değişecektir. Örneğin, faiz oranının arttırılması, başarılı projelerin getirilerini düşürmektedir. Yüksek faiz oranları, firmaların başarı olasılığı düşük, fakat başarılması halinde yüksek getiri sağlayan projeleri üstlenmesine neden olabilmektedir. Yani, yüksek faiz oranları, ödünç alınan fonları geri ödemek için borç alanların yüksek getirili projeleri üstlenmesine zorlayacaktır (Teşvik Etkisi-Incentive Effect). Getiri oranı ve projenin başarı olasılığı, genellikle negatif ilişki içindedir. Bundan dolayı, faiz oranları, ödünç alanların başarısızlık ihtimalinin sinyallerinin işaretini ifade etmektedir (Stiglitz and Weiss, 1981, s.393; Auerbach ve Siddiki, 2004, s.243–244).

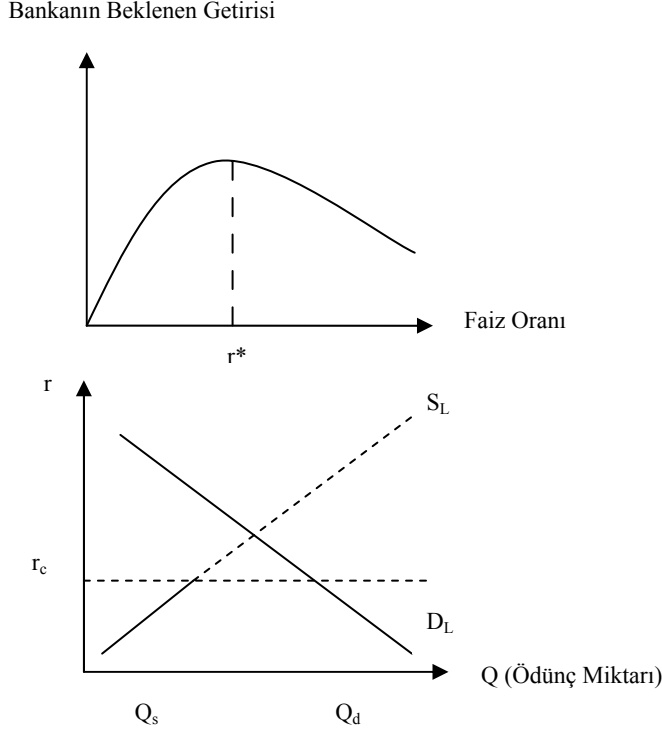
Riskten kaçınan ödünç verenler için riskli projelerin beklenen getirisi, güvenli projelerden daha düşüktür. Bundan dolayı, güvenli ödünç alıcılar, riskli olanların aksine, yüksek faiz oranı ödeme gönüllüğünde olmayacaklardır. Sonuç olarak, finansal kurumlar çoğunlukla, denge faiz oranlarının altındaki faiz oranlarının geçerli olduğu durumda, beklenen kârlarını maksimize edecektir. Aslında finansal kurumlar, az gelişmiş ülkelerde genellikle mevcut faiz oranlarından daha yüksek seviyede olan, denge faiz oranlarında ödünç alma gönüllüğünde olanlara sağladığı ödünçlerden daha az ödünç sağlayacaktır. Ancak, hipotetik olarak

bankaların piyasa denge faiz oranlarında faiz oranını belirlediği varsayılırsa, ödünç alanlar ödünçlerin maliyetini ödemek için, fonlarını riskli ve yüksek getirili projelerde kullanmaya zorlanacaktır. Finansal kurumlar, yüksek faiz oranları ve riskli yatırımcılardan kaçınarak, ters seçim ve ahlaki risk probleminden kaçınacaklardır. Sonuçta, dengedeki ödünç piyasaları genellikle kredi tayinlaması ile nitelendirilebilecektir (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.244).

Tam ve maliyetsiz bilginin olduğu bir çevrede bankalar, ödünç alanların üstlenebileceği tüm faaliyetleri kesin olarak bir şarta bağlayabilirler. Ancak bankalar, ödünç alanların tüm faaliyetlerini doğrudan kontrol etme yeteneğine sahip olamadıkları için, ödünç sözleşmesinin koşullarını, ödünç alıcıyı bankanın çıkarlarına göre davranmaya teşvik etmenin yanında, düşük-riskli ödünç alıcıları çekecek şekilde açıkça belirtecektir. Bu nedenlerden dolayı, bankaların beklenen getirisi, faiz oranlarındaki artıştan daha yavaş artabilecektir. Bankaların beklenen getirisi, optimal faiz oranının ötesinde gerçekten düşecektir. Bankanın beklenen getirisini maksimum yapan optimal faiz oranı, r^* 'dır (Şekil 1.1). Hem ödünç talebi hem de fon arzı, faiz oranının bir fonksiyonudur (fon arzı, r^* faiz oranında beklenen getiri tarafından da belirlenmektedir). r^* faiz oranında fon talebi, fon arzını aşmış olabilir. Geleneksel analiz, ödünçler için fazla talebin varlığında, tatmin olmamış ödünç alıcılar bankalara yüksek faiz oranları ödemeyi önerebilmektedir. Bu durumda faiz oranı, talep arza eşit oluncaya kadar artacaktır. Ancak, denge faiz oranı r^* 'da arz talebe eşit olmayabilir. Bankalar kendisine r^* 'dan daha fazla ödeme öneren bireylere ödünç vermeyecektir. Bankanın değerlendirilmesinde, bu gibi ödünçleri, r^* faiz oranındaki ortalama ödünçlerden muhtemelen daha riskli olarak değerlendirebilecek ve r^* 'ın üzerindeki faiz oranlarındaki ödünçlerin beklenen getirisi, r^* 'daki ödünçlerin beklenen getirisinden daha düşük olacaktır. Bunun sonucunda arzın talebe eşitliğini sağlayan rekabetçi güçler olmadığı için kredi tayinlaması gerçekleşecektir (Stiglitz ve Weiss, 1981, s.394).

Ayrıca, Stiglitz ve Weiss (1992)'e göre, McKinnon-Shaw Okulu'nun önerdiği riskli ödünç alıcılardan güçlü teminatlar alınması da, ters seçim ve ahlaki risk problemini elemine edememektedir. Güçlü teminat gereksinimi, ödünç alıcıları nispeten nispeten yüksek başarısızlık ihtimaline sahip, teminatlara gerek olmayan küçük projeleri başlatmaya zorlayacaktır. Ayrıca, aynı seviyede özsermaye ile başlama, risk almayı seven ve başarıya ulaşan daha zengin ödünç alıcıların girişimci olmasını sağlayacaktır. Bundan dolayı, daha zengin ödünç alıcılar riski sevmekte ve güçlü teminatları sağlayabilmektedir. Bu nedenle, güçlü teminat sağlamanın iki olumsuz yönü bulunmaktadır: (i) güçlü teminat sağlayamayan potansiyel yatırımcıları dışlar ve (ii) sadece risk almayı seven daha zengin ödünç alıcıları

seçtiği için başarısızlık ihtimali daha yüksek olmaktadır. Böylece, ödünç alıcıların borç-özsermaye (debt-equity) oranındaki azalma, küçük projenin yüksek başarısızlık oranına sahip olması durumunda optimal olmayacaktır (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.244).



Şekil 1.1. New-Keynesyen Kredi Tayınlaması
Kaynak: Gabel, 1995, s.133.

Buna ilave olarak, Stiglitz ve Weiss (1992), teminatlarla birlikte faiz oranının optimal kullanılması durumunda bile, dengede kredi tayınlamasının geçerli olacağını ileri sürmektedir. Bankalar, ödünç alıcılara iki tip ödünç sözleşmesi önermektedir. Bunlardan ilki olan F tipi sözleşme, yüksek faiz oranına ve düşük teminatlara sahiptir. Diğer sözleşme tipi olan G ise, düşük faiz oranına ve yüksek teminatlara sahiptir. Fakir ödünç alıcılar F tipi sözleşmeyi, daha zengin olan ödünç alıcılarsa G tipi sözleşmeleri alacaklardır. Bankalar, yüksek beklenen getiriye sahip oldukça, F tipi sözleşmeleri tercih edecektir. Aksine, bankalar G tipi sözleşmeyi önerirlerse, G tipi sözleşme düşük ödünç faiz oranına sahip olduğu için, yüksek mevduat faiz oranı öneremeyecektir. Bundan dolayı, ödünç alıcıların başka opsiyonları yoksa, her iki ödünç alıcı da, F sözleşmesini kabul edecektir. Bu nedenle, bankaların hem riskli hem de güvenli ödünç alıcılara aynı sözleşmeyi önerdiği, ortak denge (pooling equilibrium) geçerli olacaktır. Benzer olarak, ödünç arzının ödünç talebinden daha az olduğu durumda, sadece bazı zengin alıcılar fonların maliyetini karşılayabilmek için G sözleşmesini önerirken, bazı ödünç alıcıların fakir ya da zengin olmasına bakılmaksızın, F sözleşmeleri yoluyla ödünç elde

edemeyecektir. Bu durumda, ayırt edici denge (separating equilibrium) mevcut olacaktır (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.244). Her iki denge durumunda, ödünç verenler, ödünç alıcıların riskliliğini bilmiyorken, sadece ödünç alanların fakir ya da zengin olup olmadıklarını bildiklerinde, kredi, farklı ödünç alıcılara tayinlanacaktır (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.244–245). Bundan dolayı, teminatların faiz oranı ile birlikte kullanılmalrı, kredi tahsisini optimal olarak sağlamaya hizmet etmeyecektir. Sonuçta Walrasyan dengedeki beklenen getiri, kredi tayinlamasının mevcut olduğu diğer sözleşmelerden daha düşük olacaktır. Projenin başarı (başarısızlık) ihtimali, ekonomi çıkıştayken (resesyondayken) yüksek olacaktır, bundan dolayı ödünç verenler tarafından zaptedilen yatırım projelerinin toplam getiri oranı, konjonktürel dalgalanmalar boyunca değişecektir. Böylece, ekonomi çıkış dönemindeyken, ödünç verenlerin güvenli projelerden beklediği getiri artacak ve kredi tayinlaması azalacaktır, yada tam tersi gerçekleşecektir (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.244–245).

Geleneksel teori, para arzındaki artışın faiz oranlarını düşüreceğini, yatırımları ve büyümeyi arttıracakđını ileri sürmektedir. Aksine, Stiglitz ve Weiss (1992) ise, para arzındaki artışın ekonomik büyümeyi, faiz oranlarındaki düşüşten ziyade, elde edilebilir kredi miktarını arttırarak yapabileceğini iddia etmektedir. Para arzındaki bir artış, bankaların fakir kullanıcılara daha çok fon önermesini sağlayabilmektedir (F sözleşmesi, yüksek faiz, düşük teminat). Bu tip ödünç alıcılar, bankaların yetersiz fonlara sahip olduğu durumda, yüksek değerli teminat talepleriyle karşılaşmazlarsa, orantılı olarak ödünç elde etmekten daha fazla dışlanacaktır. Bundan dolayı, para arzındaki bir artış, genel olarak fakir ödünç alıcılar tarafından üstlenilen, yüksek ortalama ödünç faiz oranına sahip, yüksek getirili projelerin, yeni ödünçlerini genişleterek ödünç alıcıların kapasitesini arttırır. Aksine, parasal politikalar, fakir ödünç alıcıların (yüksek faiz oranı ödemeye gönüllü) kredi arzını azaltır ve ortalama ödünç faiz oranını arttırır (Auerbach ve Siddiki, 2004, s.245).

McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'ın finansal gelişme (finansal liberalizasyon) hipotezine yönelik en kapsamlı eleştiri Yeni-Yapısalcı teori tarafından yapılmıştır. Örneğin McKinnon-Shaw, finansal liberalizasyon uygulamasının tasarrufları, yatırımları ve ekonomik büyümeyi arttıracakđı görüşünde yken, Yeni-Yapısalcı yaklaşım belirleme, uygulama ve zamanlamadaki değişimlere rağmen az gelişmiş ülkelerdeki finansal liberalizasyonun ters makro ekonomik etkileri uyarması (stagflasyon gibi) ve ödünç verilebilir fon arzındaki azalma gibi nedenlerle büyümeyi engelleyici olduğunu iddia etmektedirler (Grabel, 1995, s.127–130).

Yeni-Yapısalcı olarak adlandırılan bu alternatif görüş, Taylor (1983), Buffie (1984) ve Van Wijnbergen (1983) tarafından geliştirilmiştir. Yeni-Yapısalcı eleştiri, McKinnon ve Shaw'ın savunduğu finansal liberalizasyonun etkilerinin olumsuz yönlerini ortaya koymaktadır. Yeni-Yapısalcı eleştiri, resmi olmayan (informal) ödünç piyasalarının, orijinal McKinnon ve Shaw modeline dâhil edilmesinin etkilerini incelemekte ve faiz oranlarının serbest bırakılmasının, çıktının büyümesi sonucundan uzak, zıt etkiler doğurabileceğini göstermektedir. Yeni-Yapısalcılar finansal liberalizasyon hipotezinin büyümeyi engelleyici olduğunu vurgularlar. Yeni yapısalcılara göre, rezerv gereksinimleri bankacılık sistemlerinde sızıntılar meydana getirdiği için, organize olmamış finansal piyasalar (unorganized financial markets) resmi bankacılık sistemlerinden daha etkindir. Resmi finansal piyasaların gelişmesi, hanehalklarının gayri resmi finans piyasalarındaki fonlarını resmi piyasalara çekmekte, bunun sonucunda yurt içi toplam reel kredi arzı azalmakta ve yurt içi firmaların elde edebileceği kredi miktarı düşmektedir. Böylece, toplam ödünç verilebilir fonların reel arzındaki azalma yatırımları düşürmekte, üretimi ve büyümeyi yavaşlatmaktadır. Buna karşın, resmi olmayan ödünç piyasalarında tutulan tüm varlıklar bankacılık sistemine ödünç olarak verilirse, varlıkların sadece bankacılık sistemindeki parçası, zorunlu rezervler ve artan faiz oranları sebebiyle ekonomik büyümeyi azaltıcı hareket meydana getirecektir. Yeni-yapısalcı görüşe göre, resmi olmayan piyasa fonlarındaki azalma, resmi olmayan ödünç faiz oranını ya da çalışma sermayesinin maliyetini arttırmakta ve bu süreç enflasyonla sonuçlanmaktadır. Enflasyon ve ekonomik faaliyetlerdeki azalmanın birlikte ortaya çıkması ise stagflasyona neden olmaktadır (Mavrotas, 2005, s.35; Akçoraoğlu, 2000, s.2-3; Xu, 2000, s.332; Thornon, 1996, s.243; Fry, 1995, s.18).

Yeni-Yapısalcı teoriye göre, belirleme, uygulama ve zamanlama ne olursa olsun, bir finansal liberalizasyon programı: (1) can yakıcı bir stagflasyon konjonktürüne neden olur; (2) ödünç verilebilir fonları azaltır; ve (3) büyümeyi engeller (Gabel, 1995, s.130).

Bu eleştirel yaklaşımlara benzer olarak Loayza ve Ranciere (2002), finansal derinleşmenin iktisadi krizlere yol açabileceğini iddia etmektedir. Yazarlar finansal liberalizasyonun aşırı ödünçlere yol açan, finansal istikrarı bozucu etkisini vurgulamaktadır. Ayrıca çalışma, bankacılık krizlerinin iktisadi durgunluğa yol açmasını, yurt içi kredilerdeki artışın büyümedeki yavaşlamaya sebebiyet vermesi ile ilişkilendirmektedirler.

1.1.5. Ekonomik Büyüme Sürecinde Finansal Gelişmenin Önemsizliğine İlişkin Yaklaşımlar

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme sürecindeki önemini vurgulayan birçok çalışmaya karşın, bazı iktisatçılar finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin önemli olmadığına inanmaktadır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki herhangi bir ilişkinin olmaması yaklaşımına Neo-klasik büyüme modelinden de ulaşılabilmektedir.

Neoklasik büyüme modelinde üç temel varsayım kabul edilmektedir:

- 1) İşgücü ve teknolojik gelişme dışsaldır.
- 2) Tüm tasarruflar yatırımlara aktarılmaktadır ($S = I = sY$) ve bağımsız bir tasarruf fonksiyonu yoktur.
- 3) Üretim fonksiyonunda, sermaye ve emeğin ayrı ayrı azalan getirisi, birlikte ise sabit getirisi vardır.

Neoklasik büyüme modeli Cobb-Douglas tipi üretim fonksiyonundan yararlanarak aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$Y_t = AK_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \quad (1.5)$$

Modelde, A teknoloji seviyesini, K sermaye düzeyini, L işgücü düzeyini, t zamanı, α ise (α , 0 ile 1 arasındadır), sermaye ve emeğin üretimden aldıkları payları ifade etmektedir. Denklemi daha yoğun biçimde, kişi başına değerler cinsinden ifade edersek (Denklemin her iki taraf L'ye bölüldüğünde), kişi başına düşen çıktı miktarı (y_t), kişi başına düşen sermaye stoku (k_t) miktarına bağlı olmaktadır.

$$\frac{Y_t}{L_t} = y_t = A\left(\frac{K_t}{L_t}\right)^\alpha = Ak_t^\alpha \quad (1.6)$$

Neo-klasik yaklaşıma göre, kişi başına sermaye stoku (k) miktarının artması sermayenin faizinin düşmesine yol açar. Sermaye faizi sadece sermaye birikim hızının, işgücü artışındaki ve teknolojik gelişmedeki hıza eşit olması durumunda sabit kalır. Böylece işgücü artışının nicel etkisi ve teknolojik gelişmenin nitel etkisi sermayenin faizini azaltır. Bu nedenle neo-klasik yaklaşım, uzun dönemli büyümenin kaynağı olarak dışsal teknolojik gelişmelere ve nüfustaki genişlemeye odaklanmaktadır. Kısaca neo-klasik yaklaşıma göre, kısa dönemde

tasarruflardaki artış, geçici olarak üretimi arttırmakta iken uzun dönemde üretim üzerinde herhangi bir etkisi olmamaktadır. Sonuç olarak tasarruflar, uzun dönemli büyümenin belirleyicilerinden biri olmadığından finansal aracılık kurumlarının uzun dönemli büyümenin arttırılmasında herhangi bir rolü yoktur. Finansal sektörün ekonomik büyüme sürecindeki rolü neo-klasik sistemde önemsenmemektedir (Levine, 1997a, s.688; Green vd., 2005, s.1; Wachtel, 2003, s.33; Artan, 2006).

Lucas (1988, s.6), ekonomistlerin gelişme sürecinde finansal konuların önemini çok kötü biçimde abarttıklarını öne sürmektedir. Chandavarkar (1992)'a göre finans hâlâ kalkınma ekonomisi ana düşüncesinin oldukça fakir bir ilgisi olarak durmaktadır. Nobel ödülü sahibi dâhil, kalkınma ekonomisi öncülerinin hiçbirisi (Bauer, Colin Clark, Hirschman, Lewis, Myrdal, Prebisch, Rosenstein-Rodan, Rostow, Singer ve Tinbergen), finansı kalkınma'da bir faktör olarak dikkate almazlar (Meir and Seers 1984). Kalkınma ekonomisinin başarılı araştırmaları, kalkınmanın finansal yönü hariç bütün yönlerine odaklanmış görünürken (Stern 1989), bu ihmal yalnızca malları değil, finansı da kalkınmaya dâhil eden ılımlı bir seçicilikle tamamlanmaktadır. Ayrıca Stern (1989)'in kalkınma iktisatçıları incelemesine göre, dâhil edilmeyen konular listesinde bile finansal sistem tartışılmamaktadır (Levine, 1997a, s.688; Chandavarkar, 1992, s.134). Dornbusch and Reynoso (1989, s.240)'ya göre ise, ekonomide finansal istikrarın baskın bir güç olmasında finansal faktörler önemlidir.

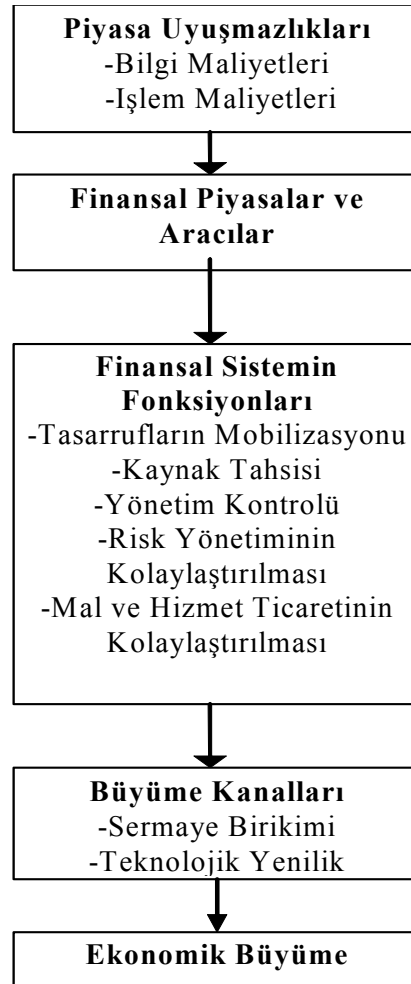
Levine (1997a, s.688) ise, *“finans ve büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların sonuçları tereddütlü ve bol koşullu ifade edilmesine karşın, teorik sonuç ve ampirik kanıtın üstünlüğü, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif birinci derece ilişkiyi ortaya koymaktadır”* sözü ile, finansın ekonomik büyüme için önemini vurgulamaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik olarak, Schumpeter'in altını çizdiği; tasarrufların mobilizasyonu, risk yönetimi, yöneticilerin izlenmesi ve işlemlerin kolaylaştırılması gibi, finansal sistemin ekonomik büyüme sürecindeki fonksiyonlarını aşağıda inceliyoruz.

1.2. Ekonomik Büyüme Sürecinde Finansal Sistemin Fonksiyonları

Joseph Schumpeter (1912), ekonomik gelişme sürecinde tasarrufların mobilizasyonu, risk yönetimi, yöneticilerin izlenmesi ve işlemlerin kolaylaştırılması gibi finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetlerin önemini vurgulamaktadır (King ve Levine, 1993a, s.717). Bu fonksiyonel yaklaşımda temel fonksiyonlar zaman içinde ve ülkeler arasında sabit kalırken,

finansal hizmetlerin niteliğinde ve bu hizmetleri sağlamak için ortaya çıkan finansal araçların, piyasaların ve kurumların çeşitliliğinde ülkeler arasında ve zaman içinde büyük farklılıklar vardır. Bu yaklaşım, fonksiyonlar üzerinde odaklanırken kurumların rolünü azaltmamaktadır (Levine, 1997a, s.689).



Şekil 1.2. Finans-Büyüme İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım
Kaynak: Levine, 1997a, s.691.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bağlantı varsayımı, bazı zayıf neo-klasik varsayımlara dayanmaktadır. Arrow-Debreu modelinde, herhangi bir bilgi ve işlem maliyeti olmadığı için finansal sisteme gerek yoktur. Bundan dolayı, bilgi elde etmenin ve işlem yapmanın maliyetlerinin ortaya çıkması, finansal piyasaların ve kurumların ortaya çıkması için teşvikler yaratmaktadır. Bu nedenle, finansal sistemin ekonomik büyümedeki rolünü içeren herhangi bir teori, Arrow-Debreu modeline spesifik pürüzler ilave ederler. Finansal piyasalar ve kurumlar, bilgi ve işlem maliyetleri tarafından yaratılmış pürüzleri iyileştirmek için ortaya çıkabilirler. Bilgi ve işlem maliyetlerinin farklı tipleri ve bileşimleri farklı finansal

anlaşmaların, piyasaların ve kurumların ortaya çıkmasına sebep olur (Levine, 1997a, s.690; Tsuru, 2000, s.6).

Levine (1997a, s.691), finansal sistem tarafından sağlanan bu fonksiyonları ayrıntılı olarak tanımlamakta ve temel olarak beşe ayırmaktadır: (1) risk ticaretini, riskten korunmayı ve risk çeşitlendirmesini kolaylaştırır, (2) kaynakları dağıtır, (3) yöneticileri izler ve şirketi kontrol etmeye çalışır, (4) tasarrufları harekete geçirir ve (5) malların ve hizmetlerin değişimini kolaylaştırır.

1.2.1. Risk Yönetiminin Kolaylaştırılması

Spesifik bilgi ve işlem maliyetlerinin varlığında, risk ticaretini, riskten korunmayı ve risk dağıtımını kolaylaştırmak için finansal piyasalar ve kurumlar ortaya çıkabilirler. Levine (1997a) iki tip riski göz önüne almaktadır: likidite ve duruma özel risk (idiosyncratic risk) (Levine, 1997a, s.691).

Likidite, birimlerin anlaştıkları fiyatlarda varlıkları satın alma gücüne dönüştürebilme kolaylığı ve hızıdır. Varlıkları bir değişim aracına dönüştürmeyle birlikte belirsizliklerden dolayı likidite riski ortaya çıkar. Bilgi asimetrisi ve işlem maliyetleri likiditeyi engeller ve likidite riskini artırır. Bu pürüzler, likidite riskini daha iyi hale getiren finansal piyasalar ve kurumların ortaya çıkması için istek yaratır. Bu nedenle, likit sermaye piyasaları, finansal araçların ticaretinin nispeten ucuz olduğu ve bu ticaretin zamanlaması ve sona erdirilmesi konusunda belirsizliğin daha az olduğu piyasalardır. Bazı yüksek getirili projeler uzun dönemli sermaye yükümlülüğü gerektirdiği, fakat tasarruf edenlerin daha geniş zamanda tasarruflarının kontrolünü bırakmayı istemedikleri için, likidite ve ekonomik gelişme arasındaki bağlantı ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, finansal sistem uzun dönemli yatırımların likiditesini arttıramıyorsa, yüksek getirili projelerde daha az yatırımın ortaya çıkması muhtemeldir (Levine, 1997a, s.692).

Hisse senedi piyasaları, sermaye yatırımlarının likiditesini artırarak ekonomik gelişmeye katkıda bulunur. Birçok kârlı yatırım, sermayenin uzun süreli bağlanmasını zorunlu kılmakta, fakat yatırımcılar, tasarruflarını uzun dönemli yatırımlara bağlamak istememektedirler. Likit hisse senedi piyasaları, yatırımcılara likidite ihtiyaçları karşısında paylarını kolayca satma imkânı sağlayarak yatırımların cazibesini arttırmaktadırlar. Uzun dönemli hisseler yatırım yapmak daha güvenli hale geldikçe, muhtemelen, yatırımcılar portföylerini kısa dönemli finansal yatırımlardan uzaklaştırarak hisse senetlerine doğru tekrar dengelerler. Bu ise,

firmalar için maliyetleri düşüren daha kârlı yatırımlara kayma, daha verimli ve uzun dönemli projeler anlamına gelmektedir. Yüksek verimliliğe sahip sermaye ise, ekonomik büyümeye destek olacaktır. Ayrıca, bireylerin daha fazla tasarruf yapmalarını sağlayacak hisse senetlerine ve dolayısıyla fiziki sermayeye ilave yatırımlar, yatırımların getirisini ve ekonomik büyümeyi arttıracaktır (Levine, 1997b, s.2).

Hicks (1969, s.143–145), likidite riskini hafifletmiş olan sermaye piyasası gelişmelerinin, İngiltere'deki sanayi devriminin en önemli nedenlerinden biri olduğunu ifade etmektedir. Hicks'e göre sanayi devriminin ilk on yılları sırasında üretilmiş ürünler çok daha önce icat edilmişlerdi. Bu nedenle, teknolojik yenilik, sürekli büyümenin nedeni değildi. Bununla birlikte, ortaya çıkan icatların birçoğu, büyük yeni sermaye ilavelerini ve uzun dönemli sermaye yükümlülüklerini zorunlu kılmıştı. **Hicks'e göre, on sekizinci yüzyıl İngiltere'sinde büyümeyi ateşleyen kritik neden, sermaye piyasası likiditesiydi.** Likit sermaye piyasalarının varlığında, tasarruf sahipleri tasarruflarını değerlendirmek için araştırma yaptıklarında, hisse senedi, tahvil veya vadesiz mevduatlar gibi çabucak ve kolayca satabilecekleri varlıkları tutabilirler. Aynı zamanda, bu likit finansal araçları likit olmayan üretim süreçlerindeki uzun dönemli sermaye yatırımlarına dönüştürürler. *Sanayi devrimi uzun dönemli büyük sermaye yükümlülüklerini zorunlu kıldığı için, bu likidite dönüşümü olmaksızın sanayi devrimi meydana gelemezdi. Bu nedenle, Hicks'e göre sanayi devrimi finansal devrimi beklemek zorunda kalmıştı* (Levine, 1997a, s.692; Bencivenga vd., 1995b).

Levine (1991, s.1446–1459)'in modelinde hisse senedi piyasaları, girişimcilere likidite şoklarını gözleyip hisselerini diğer yatırımcılara satma olanağı vererek likidite riskini azaltmalarına yardımcı olmakta, yatırımcılara çok sayıdaki firmaya yatırım yapma ve duruma özel verimlilik şoklarını çeşitlendirme imkânı vermektedir. Hisse senedi piyasaları, firma yatırımlarının likiditesini arttırarak, verimlilik riskini azaltarak ve firma etkinliğini arttırarak firma yatırımlarını teşvik eder. Bundan dolayı, kişi başına çıktıdaki büyüme oranı hızlanır. Modelde, hisse senedi piyasalarının yokluğunda likidite şoklarıyla karşı karşıya kalan bireyler, sermayelerini firmalardan olgunlaşmadan çeker ve çok düşük likit getiriye sahip olurlar. Likidite şokları sadece firma yatırımlarını engellemez, ayrıca firma verimliliğini de düşürür. Sonuç olarak hisse senedi piyasaları, direkt olarak firma verimliliğini arttıran olgunlaşmamış sermaye likiditasyonunu önleyerek ve dolaylı olarak firma yatırımlarını teşvik eden likidite riskini düşürerek büyümeyi hızlandırır.

Menkul kıymetler piyasaları gibi finansal araçlar (bankalar) da likiditeyi arttırabilir ve likidite riskini azaltabilirler. Schreft ve Smith (1997, s.160), bankaların likidite sağlamak için ortaya çıktığını ileri sürmektedir.

Diamond ve Dybvig (1983), piyasa tarafından sağlanmayan, araçlar (bankalar gibi) tarafından sağlanan yatay kesit risk paylaşımını örnekleyen bir model kurmuştur. Diamond ve Dybvig (1983)'in geliştirdiği öncü likidite modelinde, tasarruf edenler likit olmayan yüksek getirili bir yatırım projesi ile likit olan düşük getirili bir yatırım projesi arasında seçim yapmaktadırlar. Uzun süreli likit olmayan yatırımlar, kısa süreli likit yatırımlardan daha fazla getiri sağlamakla birlikte, bireyler kısa dönemdeki belirsiz likidite ihtiyaçları nedeniyle, uzun süreli yatırımların yüksek getiri avantajından yararlanamamaktadır. Bireyler seçim yaptıktan sonra şoklara maruz kalmaktadırlar. Bu maruz kalınan şoklar nedeniyle bireyler, likit olmayan projeleri ürün vermeden önce kullanmak istemektedirler. Bu risk, likit ve düşük getirili projelerde yatırımda bulunma isteği yaratmaktadır. Araçlar, belirsiz likidite ihtiyacına sahip geniş sayıdaki yatırımcıyı bir araya toplayıp, likidite sağlayarak büyük sayılar yasasının avantajından faydalanır ve aynı zamanda alacaklarını erken likidite etmek isteyen yatırımcıların uzun dönemli yatırımlardan elde ettiği yüksek getiriyi paylaşabilir. Diamond ve Dybvig (1983)'e göre piyasalar, likidite şoklarına karşı güvence sağlama yeteneğine sahip değildirler, çünkü gerçekten likidite ihtiyacı olan yatırımcı ile arbitraj kârı elde etmeye çalışan yatırımcıyı ayırt edemez. Burada asimetrik bilgi, araçlara, likidite şoklarına karşı güvence biçiminde yatay-kesit risk paylaşımı sağlayarak, avantaj vermektedir (Levine, 1997a, s.692; Allen ve Gale, 1994, s.11–12).

Bankalar, çok sayıdaki bireyden mevduat kabul eder ve ödünç verir, öngörülebilir geri çekme talebine karşı likit rezervler tutar, kendi temel varlıklarından daha likit yükümlülükler ihraç eder ve yatırımların bireysel finansman ihtiyaçlarını azaltırlar. Özellikle, bankalar, riskten kaçınan tasarruf sahiplerine likidite sağlayarak, likit ama verimsiz varlıklar yerine banka mevduatı tutma olanağı sağlarlar. Ayrıca bankalar, sermaye birikimine katkıda bulunmayan likit rezerv tutma konusunda ekonomik olmayı sağlarlar. Bankalar, her bir bireyin öngörülemez likidite ihtiyaçlarına karşı bireysel güvence sağlamak zorunda olan finansal araçların olmadığı ekonomilere nazaran likit varlıklara olan yatırımları azaltır. Sonuç olarak bankalar, bireysel olarak finanse edilen sermaye yatırımlarını azaltarak likidite ihtiyacı duyan girişimciler tarafından yapılan bazı yatırımların gereksiz likiditasyonunu engeller. Kısaca, *finansal aracılık endüstrisi, ekonominin tasarruflarının verimsiz likit varlıklar şeklinde tutulan kısmını azaltır ve likidite ihtiyacından kaynaklanan yatırım yapılmış*

sermayenin hatalı tahsisini engeller. Bu argüman, finansal araçların doğal olarak sermaye birikimine uygun şekilde tasarrufların kompozisyonunu değiştirme eğiliminde olduğunu ileri sürmektedir. Tasarrufların kompozisyonu, reel büyüme oranını etkilerse, araçlar da büyümeyi arttırma eğiliminde olacaktır. Bencivenga ve Smith (1991), bu konu için bireylerin üç dönem yaşadığı kuşaklararası modeli (overlapping-generation model) kullanmaktadır. Bütün bireyler, doğrudan verimli olmayan likit yatırımlara ve verimli sermaye getirisi sağlayan likit olmayan yatırımlara girişmektedirler. Tek tüketim malını üretmek için, yaşlı girişimcinin sermayesini ve genç bireyin emeğini kullanmaktadır. Tasarruf düşüncesindeki genç birey, aynı zamanda belli bir olasılıkla uygunsuz bir zamanda (bir dönem sonra) likidite edilmek zorunda olan yatırımla karşı karşıyadır. Bu gibi bireylerden geniş sayıda bulunmaktadır. Bundan dolayı mevduat sahiplerine likidite sağlayacak ve riski çeşitlendirecek bankalar için teşvikler mevcuttur. Bankalar'a çeşitlendirme için olanak sağlanırsa, öngörülebilir geri çekme taleplerine karşı likit rezervler tutacaklardır. Bankaların olmadığı duruma nispeten (finansal otarşı), bankalar tüm ekonominin likit rezerv tutma gereksinimini azaltacak ve ayrıca verimli sermayenin likiditasyonunu düşüreceklerdir. Böylece, üretimdeki dışsallıklar da göz önüne alındığında, aktif aracılık sektörünün olduğu ekonomilerde yüksek denge büyüme oranları gözlenebilecektir. Bencivenga ve Smith (1991)'e göre, finansal piyasaların gelişmesi genellikle, dışsal olarak, yasalarla ve devlet düzenlemeleri ile belirlenmektedir. Nispeten az gelişmiş ekonomilerde, organize olmuş piyasaları bankalar oluşturmaktadır. Hisse senedi ve tahvil piyasası küçük bir rol oynamaktadır. Yatırım harcamaları ve sermayeden elde edilen getiriler arasındaki uzun gecikmeler vurgulanmaktadır. Bankaların yokluğunda birçok yatırım bireysel olarak finanse edilecek, yatırım harcamaları ve sermayeden elde edilen getiriler arasında uzun dönemler olmasından dolayı problemlere neden olacaktır. Ayrıca finansal araçların yokluğunda bireyler tesadüfî likidite ihtiyaçlarına karşı bireysel güvenceler sağlamalıdır. Bu durum ise, verimsiz likit varlıklara aşırı yatırımla sonuçlanmaktadır. Araçların yokluğu, sermaye birikiminde uygun olmayan tasarruf kompozisyonu ile sonuçlanmaktadır. Sonuç olarak, bankaların en önemli görevi, likidite sağlayarak büyümenin desteklenmesi ve böylece tasarrufların kompozisyonunun da iyileştirilmesidir. Çoğunlukla, iyi gelişmiş finansal sistemlere sahip ekonomiler, bundan yoksun ekonomilere nazaran daha hızlı büyümektedir (Bencivenga ve Smith, 1991, s.195–197; Levine 1997a).

Pagano (1993, s.616), bankaların yokluğunda, hanehalkının duruma özel likidite şokları karşısında, sadece çabucak likide çevirebileceği verimli varlıklara yatırım yaparak durabileceğini, böylece daha verimli ancak daha az likit yatırımlardan çoğunlukla vazgeçmek zorunda kalacağını belirtmiştir. Pagano, mevduat sahiplerine likidite riskini dağıtma ve

yatırımcılara fonlarının büyük bir bölümünü daha az likit ve daha verimli projelere yatırma olanağı sağlayan bankaların, bu etkinsizliği epeyce azaltabileceğini ileri sürmektedir.

Greenwood ve Smith (1997, s.149–163), finansal piyasaların likidite sağladığını ve duruma özel riskleri etkin bir şekilde elimine ettiğini göstermektedir. Bu faaliyetler, uygun olarak sermaye birikimini arttıran tasarrufların sosyal kompozisyonunu değiştirmektedir. Bireylere, tasarruflarını daha verimli yatırımlar doğrultusunda yeniden tahsis imkânı tanıyan finansal piyasalar, ekonomik sistemde kaynakları sosyal getirisi en yüksek kullanım alanına tahsis etmektedirler. Greenwood ve Smith (1997), finansal aracılıkla büyüme arasındaki ilişkiyi Bencivenga ve Smith (1991)'in modelinin değişik bir biçimiyle göstermektedir. Burada araçlar, tasarrufların sosyal kompozisyonunu değiştirmektedir. Bu durum, likidite sağlanması yoluyla daha verimli ve likit olmayan sermaye yatırımları için uygundur. Greenwood ve Smith (1997) modeli, Bencivenga ve Smith (1991) modeline göre bazı yenilikler içermektedir. Özellikle aracılık, zorunlu olarak büyüme arttırıcıdır (Bencivenga ve Smith (1991)'de gerekli değildir). Ayrıca, hisse senedi piyasalarının varlığının bankalar gibi büyüme arttırıcı olması zorunlu değildir. Hisse senedi piyasaları için gerekli ve yeter koşul, artan büyümenin hızlandırılmasıdır. Finansal piyasalar, kaynakları en yüksek getiri sağladığı kullanım alanına yönlendirerek ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Burada geliştirilen yapıda, tasarruflar en yüksek getiriyi likit olmayan sermaye yatırımlarından elde etmektedirler. Finansal piyasalar tarafından sağlanan likidite, tasarruf sahiplerinin karşı karşıya kaldığı duruma özel riskleri sınırlar ve olgunlaşmamış uzun dönemli sermaye yatırımlarını maliyetli likiditasyonundan korur. Sonuç olarak tasarrufların büyük kısmı, gerçekten olgunlaşmış yatırımlara aktarılmaktadır.

Birçok teori, likidite artışının ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkilerini modellemektedir. Ancak bazı teoriler (Bencivenga ve Smith, 1991; Pagano, 1993; Jappelli ve Pagano, 1994), likidite artışının tasarruf oranları ve ekonomik büyüme üzerinde belirsiz bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Jappelli ve Pagano (1994, s.102), hanehalkı üzerindeki likidite kısıdının, tasarruf oranlarını arttırdığı, tasarruflar üzerinde büyümenin etkisini genişlettiği ve verimlilik artışını teşvik ettiğini iddia eden içsel büyüme modelinin bu üç önermesinin doğruluğunu değerlendirmektedir. Modele göre, hanehalkı üzerindeki likidite kısıtlamaları, hanehalkını daha fazla tasarruf yapmaya zorlamakta ve yüksek büyüme oranlarına izin vermektedir. Çalışmada, firmalara verilen kredilere odaklanmak yerine, hanehalkına verilen kredi arzının

rolü göz önünde bulundurulmaktadır. Bankalar, firmaların etkin bir şekilde kredi elde etmesine olanak sağlarken, kredilerden hanehalkına da pay ayırırlarsa, sermaye birikimi ve ekonomik büyüme yavaşlamaktadır. Çünkü, çalışmada sermaye piyasaları ile ekonomik büyüme bağlantısında vurgulanmaya çalışılan husus, firmalara verilen kredilerdeki artış ile ilişki olmasına hiç gerek duyulmaksızın, mortgage piyasası (ipotekli konut piyasası) ve tüketici kredilerindeki eksikliklerin etkisine işaret edilmesidir. *Analize göre, finansal gelişme hanehalkı üzerindeki likidite kısıdını elimine ederek, hanehalkına belli şartlar altında kredi alma olanağı sağlamaktadır. Bu durumda, ekonomideki tasarruf oranı ve toplam tasarruf hacmi düşmektedir. Bu da, ekonomideki yatırımların düşmesine neden olarak, ekonomik büyümeyi yavaşlatmaktadır* (Jappelli ve Pagano, 1994, s.83–109).

Finansal sistemler, likidite riskini azaltmanın ötesinde, bireysel projelerin yanısıra firmaların, sanayilerin, bölgelerin ve ülkelerin risklerini de azaltabilirler. Bankalar, yatırım fonları ve menkul kıymetler piyasalarının tamamı ticaret, sermayenin bir araya toplanması, risk çeşitlendirmesi için araçlar sağlarlar. Finansal sistemin risk çeşitlendirme hizmetlerini sağlama yeteneği, kaynak dağılımını ve tasarruf oranlarını değiştirerek uzun dönem ekonomik büyümeyi etkileyebilir (Levine, 1997a, s.694).

Finansal piyasaların temel fonksiyonlarından biri olan risk paylaşımı için fırsatlar yaratılması, bireylerin risk toleranslarına uygun olarak, portföylerini çeşitlendirme, duruma özel risklere karşı korunma ve portföylerinin risklerini düzeltme olanağı sağlar. Bu durum, yatay kesit risk paylaşımı olarak adlandırılmaktadır. Çünkü farklı bireyler zamanın veri noktasında risklerini mübadele etmektedirler (Allen ve Gale, 1994, s.11–12; Levine 1997a).

Tasarrufların ve yatırımların tahsisi görüşü birimlere güvence sağlamaktadır. Riskin çeşitlendirilmesi, finansal piyasalar tarafından sağlanan çeşitli mekanizmalar yoluyla bireylerin duruma özel risklerini açığa çıkarmayı ve sistematik risklerin etkilerinin en uygun olarak paylaşımını sağlar. Denge durumunda (en uygun paylaşım) sadece sistematik risk tasarrufları ve yatırımları etkiler. Finansal sistemin tasarrufların ve yatırımların çekiciliğini arttırması ve nihai olarak büyümeye katkıda bulunması, riskin etkisinin azaltılması yoluyla meydana gelir (Gertler ve Rose, 1994, s.16).

Finansal araçlar, bireysel tasarruf sahiplerinin katlandıkları riski azaltır. Tasarruflarını bir araçta mevduat olarak tutan tasarruf sahibinin bireysel projelerinin riskleri otomatik olarak ortalama bir düzeye ulaşırken, oysa, her bir küçük tasarruf sahibi iyi gelişmiş bir finansal sistem olmaksızın çeşitlendirme fırsatından mahrumdur. Finansal sistem genişlerken daha

fazla kaynak, finansal sistem kanalıyla tasarruf sahiplerinin düşük riskte ve daha fazla fonunu mevcut yatırımlara yönlendirilir. Bu nedenle, sermaye birikiminin artması beklenmektedir (Hansson ve Jonung, 1997, s.277).

Bencivenga ve Smith (1991)'in geliştirdiği modelde, finansal araçlar bireylere portföy çeşitlendirmesi yoluyla duruma özel, sistematik olmayan riskleri hafifletme olanağı tanımaktadır. Daha yüksek getiri oranlı projelere doğru nihai kayma, ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Modelde, risk çeşitlendirmesinin ölçeği ve büyüme üzerindeki nihai pozitif etki finansal sistemin büyüklüğü arttıkça genişlemektedir. Saint-Paul (1992)'e göre finansal piyasaların olmaması durumunda bireyler, yüksek riskten kaçınmak amacıyla yüksek verimlilikteki, yüksek riskli uzmanlaşmış teknolojilerin yerine düşük getirili ancak daha az riskli esnek teknolojileri tercih etmektedirler. Birimlere risk çeşitlendirme fonksiyonu sağlayan finansal piyasaların ortaya çıkışıyla birlikte birimler kendilerine şoklara karşı güvence veren çeşitlendirilmiş portföy tutabilecek ve yüksek risk ve getiriye sahip teknolojileri seçerek ekonomik büyümeyi arttırabilecektir. Finansal piyasaların ortaya çıkışıyla birlikte riskten hoşlanmayan tasarruf sahipleri, portföylerini düşük riskli ve daha az getiriye sahip projelerden daha yüksek riske sahip, yüksek getirili projelere kaydırmaktadırlar. Bu nedenle, finansal piyasalar bir portföyü, yüksek getiriler beklenen projelere doğru kaydırmayı teşvik ederek risk çeşitlendirmesini kolaylaştırır (Saint-Paul, 1992, s.763–781; Levine 1997a). Devereux ve Smith (1994)'e göre finansal piyasaların bütünleşmesi, risk paylaşımının bir sonucu olarak tasarruf oranlarını etkileyebilmektedir. Tasarrufların yüksek riskli ve yüksek getirili projelere yeniden tahsisi büyümeyi arttırmaktadır (Devereux ve Smith, 1994, s.535–547; Levine 1997a). Devereux ve Smith (1994, s.536)'e göre, finansal bütünleşme tasarruf oranlarını düşerse bile, tasarrufların yüksek riskli ve yüksek getiriye sahip projelere yeniden tahsisine neden oluyorsa finansal bütünleşme büyüme oranını arttırır. Obstfeld (1994) de uluslararası risk çeşitlendirmesinin dünya portföyünün güvenli ama düşük getirili yatırımlardan, riskli ve yüksek getirili yatırımlara kaymasını beraberinde getirdiğini ifade etmektedir.

Acemoğlu ve Zilibotti (1997, s.709) kalkınmanın ilk dönemlerindeki büyük projelerin varlığının, ekonominin başarabileceği riskin yayılma derecesini sınırladığını ileri sürmektedir. Yüksek riskli yatırımlardan kaçınma arzusu, sermaye birikimini yavaşlatacak ve özel durumlardan kaynaklanan risklerin çeşitlendirilememesi, büyüme sürecinde büyük miktarda belirsizliğe neden olacaktır. Acemoğlu ve Zilibotti (1997, s.711), sadece şanslı ülkelerin kalkınmanın ilk dönemlerinde daha fazla sermayeye sahip olacağını ve böylece daha iyi risk

çeşitlendirme olanağını sağlayarak daha yüksek verimliliğe ulaşabileceğini iddia etmektedir. Modelde, bireyler paralarının ne kadarını tasarruf edeceklerine ve ne kadarını düşük getiriye sahip güvenli varlıklara yatıracıklarına karar verirler. Geri kalan fonlarını riskli projelere yatırım yapmak için kullanırlar. Bununla birlikte, zamanın tüm noktalarında bireyler için tüm riskli yatırımlar mevcut değildir, çünkü sektörlerin bazılarını zorunlu minimum büyüklük etkiler. Açık olan daha fazla sektörde, bireyler tasarruflarının daha büyük parçalarını riskli yatırımlara koyma gönüllüğündedir. Bunun sonucunda, ekonominin sermaye stoku geniş olduğu zaman, daha fazla tasarruf olacak ve daha fazla sektör açılacaktır. Böylece, büyüme, piyasaların genişlemesi ve daha iyi çeşitlendirme fırsatları ile kol kola gidecektir. Daha iyi risk çeşitlendirme fırsatları, büyümenin değişkenliğini düşürürken, fonların en verimli kullanıldıkları alana kademeli olarak tahsisine olanak tanıyarak büyümeyi arttıracaktır (Acemoğlu ve Zilibotti, 1997, s.711–712).

Bununla birlikte, daha büyük risk paylaşımı ve daha etkin sermaye dağılımı tasarruf oranları üzerinde teorik olarak belirsiz etkilere sahiptir. Dışsal temelli ya da doğrusal büyüme modeliyle bağlantılı olan tasarruf oranı yeterince düşebildiği zaman bütünüyle ekonomik büyüme düşer. Dışsallıklarla birlikte, büyüme yeterince düştüğü için daha büyük risk çeşitlenmesiyle birlikte bütünüyle refah da azalır (Levine, 1997a, s.694).

Bencivenga ve Smith (1991), Levine (1991), Greenwood ve Jovanovic (1990), Obstfeld (1994) ve Saint-Paul (1992), tasarrufların yeniden tahsisinin büyüme üzerindeki pozitif etkisinin tasarruf oranlarındaki azalmadan kaynaklanan negatif etkiye baskın geldiğini göstermektedir. Levine (1991)'de tasarruf oranı sabittir. Çünkü, genç bireyler tüketim yapmamaktadır. Saint-Paul (1992) nispi riskten kaçınma katsayısının birin altında olduğunu varsayarak getiri oranı riskinin tasarruf oranlarını arttıracığını garanti eder. Obstfeld (1994)'e göre ise, getiri oranı riskindeki azalmadan dolayı finansal piyasalardaki bütünleşme, tasarruf oranlarını düşürebilecektir. Ancak portföydeki riskli varlıklara kayma bu düşüşe üstün gelmektedir. Bundan dolayı ekonomik büyüme artmaktadır. Bu durumda finansal piyasalardaki bütünleşmeden kaynaklanan refahın artışı büyük olmaktadır (Devereux ve Smith, 1994, s.548).

Risk çeşitlenmesi ve sermaye birikimi arasındaki bağlantıdan başka, risk çeşitlenmesi teknolojik değişmeyi de etkileyebilir. Birimler kârlı bir piyasa talebi elde etmek için sürekli olarak teknolojik ilerlemeler yapmaya çabalamaktadırlar. Yenilikçiye kârlar kazandırmaya ilave olarak, başarılı yenilik teknolojik değişmeyi hızlandırır. Bununla birlikte, yenilikteki

çekicilik risklidir. Yenilikçi girişimlerin sonuçları belirsiz olduğundan finansal sistemin bireyler ve girişimciler için bu tip riskleri çeşitlendirmesi arzu edilmektedir. Finansal sistem, mevcut ürünlerin mevcut tekniklerle üretimine devam edilmesine oranla, yenilikçi faaliyetlere girişilmesinden elde edilecek potansiyel kazancı açıkça gösterir. Böylece, daha gelişmiş finansal sistemler yüksek kalitedeki girişimcileri ve projeleri seçerek, bu girişimciler için dışsal finansmanı daha etkin bir biçimde mobilize ederek, yenilikçi faaliyetlerin riskini çeşitlendirmek için çeşitlendirilmiş portföy tutma kabiliyeti sağlayarak ve yenilikçi faaliyetlerle ilgili potansiyel büyük kârları doğru biçimde açıklayarak büyüme artırıcı yenilikçi faaliyetlerde yatırım yapmayı ve verimlilikte artışı teşvik etmektedir. Bu nedenle, risk dağıtmayı kolaylaştıran finansal sistemler, teknolojik değişmeyi ve ekonomik büyümeyi hızlandırabilmektedirler (King ve Levine, 1993b, s.516–540; Levine, 1997a, s.694).

Allen ve Gale (1994, 2000), bankacılık-temelli finansal sistemler ile piyasa-temelli finansal sistemleri risk paylaşımı ya da risk çeşitlendirmesi yönünden karşılaştırmaktadır. Allen ve Gale (2000, s.9–11; 1994, s.11–12), hanehalkının piyasa-temelli sistemde bankacılık-temelli sistemden daha fazla riske maruz kaldığını iddia etmektedir. Aracılar, bu riski dönemlerarası yumuşatmalar yani dönemler arasında risk paylaşımı yoluyla bertaraf etmekte, bu da tersi durumda dezavantajlı fiyatlardan varlıklarını likidite etmek zorunda kalan yatırımcılara güvence sağlamaktadır. Yatırımcılar için piyasa-temelli finansal sistemlerde büyük çeşitlilikteki finansal ürünler mevcuttur. Finansal araçların ve piyasaların çeşitliliği yatay kesit risk paylaşımı için birçok fırsat sağlar. Bankacılık-temelli finansal sistemde ise yatay kesit risk paylaşımının olanağı daha sınırlıdır. Nispeten daha az sayıda hisse senedi borsaya kote olmuştur ve yüksek işlem maliyetleri olmaksızın hisselerin doğrudan sahipliğini sağlayan az sayıda yatırım fonu ve diğer araçlar mevcuttur. Bu bakımdan, tercihlere dair piyasa-temelli sistemdeki liste, bankacılık-temelli sistemden daha zengindir. Bundan dolayı Allen ve Gale (1994, 2000), piyasa-temelli sistemin bankacılık-temelli sistemden daha iyi risk paylaşım fırsatları sunduğunu iddia etmektedir. Ancak, piyasaların kendi sınırları vardır. Piyasalar ya da piyasadaki katılımcılar eksikse, bankacılık-temelli sistem risk paylaşımında ya da riski dönemlerarası yumuşatmada bazı avantajlar sağlar.

1.2.2. Yatırımlar ve Kaynakların Tahsisi Konusunda Bilgi Elde Etme

Tasarruf sahibi bireyler geniş bir girişimciler, yöneticiler ve ekonomik şartlar takımı üzerinde bilgi toplamak için zamana, kapasiteye veya araçlara ve sürece sahip olmayabilirler. Tasarruf sahipleri, hakkında az güvenilir bilgi olan faaliyetlere yatırım yapmak için isteksiz

olacaklardır. Sonuç olarak, yüksek bilgi maliyetleri, sermayeyi en üst değerli kullanıma akıtmaktan alıkoyabilir (Levine, 1997a, s.694–695).

Modigliani-Miller teoreminde büyüme, yalnızca teknolojide ve verimli girdilerdeki değişiklik gibi reel faktörlere bağlı olarak değişir. Çünkü bilgi elde etme ve sözleşme yapma maliyetsizdir, bireyler kurumların yardımına ihtiyacı olmaksızın finansal ilişkilere girebilir (Gertler ve Rose, 1994, s.16–17; Levine 1997a).

Boyd ve Prescott (1985, s.3–4), bilgi ve işlem maliyetlerinin finansal aracılardan içsel olarak ortaya çıkışı için teşvikler yarattığını ileri sürmektedir. Boyd ve Prescott (1985)'a göre finansal aracılardan, çok sayıda çeşitlendirme yaparak tasarruf sahiplerinin portföylerini iyi şekilde çeşitlendirirler. Finansal aracılardan, bilgi seti kendisinden daha farklı olan ödünç alanlarla ilgilenirler. Ödünç alanlar sıklıkla kendi kredi riskleri ile ilgili olarak finansal aracılardan daha iyi bilgiye sahiptir. Finansal aracılardan, ödünç alanlara atfedilen maliyetli bilgiyi üretmektedir. Bu bilgi, ödünçleri dağıtmak için kullanılmaktadır (Boyd ve Prescott, 1985, s.1; Levine 1997a).

Bilgi kaynağının olmadığı durumda (tüm bireylerin aynı donanıma sahip olduğu-ters seçim probleminin olmadığı durum ya da sözleşmeden sonra bilgi üretmenin yasaklandığı-bilgi üretmenin mümkün olmadığı durumu varsayarak) finansal aracılardan gereksizdir. Bu bağlamda basit piyasa yapısıyla eş tahsislere ulaşılabilir. Bu nedenle, finansal aracılardan proje sahiplerinin yatırım fırsatları ile ilgili bilgi edinme maliyetlerinin olduğu durumda etkin bilgi üretmek için ortaya çıkmaktadır. Boyd ve Prescott (1985)'a göre finansal aracılardan ortaya çıkışında bu bilgi edinme maliyetleri önemli rol oynamaktadır diyebiliriz (Boyd ve Prescott, 1985, s.3–4; Levine, 1997a). Çalışmaya göre finansal aracılardan, bireylerin beraberce projeleri değerlendirdiği, projelerde yatırım yaptığı ve proje getirilerini paylaştığı bireylerden oluşan bir gruptur. Basit ifade ile firmalar, müşterek teşebbüsler ve kooperatifler aracılardan olarak adlandırılmaktadır (Boyd ve Prescott, 1985, s.9).

Levine (1997a, s.695)'e göre aracılardan olmadığı bir ekonomide her bir yatırımcı, verimli yatırım projeleri hakkında bilgi elde etmek için belirli bir sabit maliyet ödemek zorundadır. Tasarruf sahipleri veya yatırımcılardan, bu maliyetli bilgi yapısına karşılık bilgiyi elde etme maliyetleri ve süreci konusunda ekonomik davranmak için finansal aracılardan oluşturabilirler, ortak olabilirler ya da kullanabilirler. Aracılardan, her bir bireyin bireysel olarak bilgiyi değerlendirme yeteneğini kazanması ve daha sonrasında bu değerlendirmeleri yürütmesi yerine bütün üyeleri için bu maliyetli işlevi yerine getirirler. Bilgi elde etme maliyetleri

konusunda ekonomik davranma, yatırım fırsatları hakkındaki bilginin elde edilmesini kolaylaştırır ve bundan dolayı kaynak dağılımını iyileştirir.

İyi fonksiyona sahip bir finansal sistem, yatırım projelerine girme yeteneğinin artmasına öncü olur. Büyük ölçekli ödünç vermeye girişmek üzere oluşmuş finansal araçlar, finanse edilmeye değer projelere karar verme kapasitelerini geliştirirler. Finansal araçlar, farklı yatırım fırsatlarını değerlendirmede uzmanlaşacaklar ve mevcut fonları en umut verici olanlara doğru yönlendireceklerdir. Sonuç olarak, yatırımların ortalama verimleri artacaktır (Hansson ve Jonung, 1997, s.277–78).

Greenwood ve Jovanovic (1990) finansal araçların, ekonomide en yüksek sosyal getiriye sağlayan yere fonların göçünü kolaylaştıran bilgiyi toplaması ve analiz etmesi sonucu yüksek getiri sunduğunu ifade etmektedir (Greenwood ve Jovanovic 1990, s.1085). Çalışmada bireylerin ekonomide gözlenemeyen toplam şoklarla karşı karşıya olduğu varsayımı vardır. Modelde finansal araçlar, belirli bir ücret karşılığı şokları gözleyemeyen bireylere bilgi satmaktadırlar. Böylece finansal araçlar ekonomide daha iyi kaynak tahsisine imkân sağlamakta ve bundan dolayı sermaye birikimini ve büyümeyi teşvik etmektedir. Bencivenga ve Smith (1991,s.197) de bankaların bilgiye ilişkin pürüzlerin üstesinden gelmedeki rolünün inkâr edilemeyeceğini belirtmektedir (Levine, 1997a).

Lee (1996), yaparak-öğrenme yoluyla sağlanan bilgi birikimi tarafından belirlenen finansal gelişmeyi analiz etmektedir. Finansal araçlar endüstriyel projelere kaynak ayırarak iyi yatırım fırsatlarını araştırırlar ve böylece tasarrufların tahsisini iyileştirirler. Az bilginin olduğu başlangıçtaki denge durumunda endüstriyel yatırımlar olmayacak ve finansal az gelişmişlik durumunda ekonomi tuzağa düşecektir. Böyle tuzaklar bilgiseldir ve bilgisel dışsallıklar sağlanarak bu tuzağa çare bulunabilir. Lee (1996), borç verme kararını, ödünç verenlerin yatırım kararı vererek proje temelli bilgi elde ettiği, yaparak öğrenmenin süreci olarak modellemiştir.

King ve Levine (1993b, s.513–517) finansal araçların sadece risk çeşitlendirmesi yoluyla değil aynı zamanda projeleri değerlendirip başarma şansı olan girişimcileri belirleyerek teknolojik yenilikleri teşvik edeceğini ileri sürmektedir. Yatırım projeleri geleceği en parlak projenin belirlenmesi için değerlendirilmelidir. Özellikle gelecek vaat eden girişimcilerin projelerinin değerlendirilmesinde büyük sabit maliyetler vardır. Bundan dolayı bu görevi yerine getirmeye yönelik uzmanlaşmış organizasyonların ortaya çıkmasına teşvikler yaratılmalıdır. Finansal sistem muhtemel girişimcileri değerlendirir ve en ümit vaat eden

projeyi seçmektedir. Finansal kurumlar bireysel yatırımcılara göre, inceleme, değerlendirme ve izleme hizmetlerini daha etkin ve daha ucuz sağlayabilmektedir. Ayrıca, bankalar kredi başvurularını başarılı bir şekilde eleyebilirler, kredileri sadece en fazla umut veren yatırım fırsatlarına tahsis edebilirler ve böylece teknolojik yenilikleri ve ekonomik büyümeyi teşvik ederler.

Hisse senedi piyasaları da firmalar hakkında bilgi elde edilmesini ve elde edilen bu bilginin yayılmasını etkilerler. Greenwood ve Smith (1997)'e göre finansal piyasalar, fiyat işaretleri ve sağladıkları diğer bilgilerle ekonomik sistemde kaynakları sosyal getirisi en yüksek yerlere tahsis ederek büyümeyi arttırmışlardır (Greenwood ve Smith, 1997, s.145–146).

Finansal piyasalar, etkin karar almak için gerekli bilgi üzerinde ekonomiklik ve bilginin yayılmasını sağlarlar. Finansal piyasalar, dağıtılan bilgi tarafından nitelendirilmektedir ve bu dağıtılmış pay sahipliği, geniş sayıdaki kitleye firmalar hakkında bilgi toplama ve performanslarının izlenmesi için teşvik sağlamaktadır. Ancak hisse senedi piyasasında dağıtılan bilgiye ait temel eksiklik, bedavacılık problemidir. Bilgi, piyasa tarafından sağlanmaktadır ve hiç kimsenin toplamak için bir eğilimi yoktur. Bu nedenle finansal piyasalar, bilgideki yetersiz yatırımlar tarafından tanımlanabilmektedir (Allen ve Gale, 2000, s.11–12).

1.2.3. Yöneticilerin İzlenmesi ve Şirket Kontrolü

Finansal anlaşmalar, piyasalar ve aracılar, bilgi elde etme maliyetlerini azaltmaya ek olarak, finansal faaliyetten sonra bilgi elde etme, firma yöneticilerini izleme ve şirket kontrolü uygulamasının maliyetlerini hafifletmek için ortaya çıkabilmektedirler (Levine, 1997a, s.696).

Ödünç alan yatırımcı, kendi yatırım projesinin finansmanına kendi servetinden daha az katkıda bulunurken, kendisine ödünç veren, ilgisi yatırımcının ilgisinden daha farklı olan insanlar daha fazla katkıda bulunmaktadır. Ödünç sahibinin projesi hakkında üstün bilgiye sahip olduğu ya da proje getirisinin dağılımını etkileyen gözlenemez faaliyetleri yüklenilme kabiliyetine sahip olduğu zaman, birbirine uymayan ilgiler, yatırım süreci ile ilişkili temsil maliyetlerini artırır. Yatırım projelerini değerlendirme süreci, girişimcilere projelerinin kalitesi hakkında potansiyel ödünç verenlerin mevcut bilgilerinden daha iyi bilgi sağlamaktadır. Bu bilgi asimetrisi, ödünç alan girişimci ile ödünç veren arasında temsil problemi yaratmaktadır. Bu temsil problemi, yatırım finansmanının beklenen maliyetini

arttırır. Bu maliyet artışı da girişimcinin projeyi değerlendirme isteğini etkiler (Bernanke ve Gertler, 1990, s.87–88).

Diamond (1984), ödünç alanlar ve ödünç verenler arasındaki teşvik problemlerinin çözümlenmesi için faydalı olan, izleme bilgisi maliyetlerinin minimize edilmesi üzerine kurulu, finansal aracılığa ait teori geliştirmektedir. Aracılar (bankalar gibi), kendinden borç alan firmalarla yaptıkları borç sözleşmelerinin maliyetli izlenmesinin görevini yerine getirirler. *Alternatif olarak her bir ödünç sahibinin doğrudan izlemesi, izleme maliyetlerini arttıracaktır, ya da hiç bir ödünç sahibi izlemezse bedavacılık problemi ortaya çıkacaktır için, bilginin toplanmasının büyük maliyet avantajı vardır.* Finansal aracılık teorileri, genel olarak aracılardan bazı maliyet avantajları üzerine kurulmaktadır. Schumpeter, yöneticilerin izlenmesi rolünü bankalara atfetmektedir. Schumpeter (1939, s.116)'a göre; “banker, sadece işin ne olduğunu, nasıl finanse edildiğini ve muhtemelen nasıl yapıldığını bilmek zorunda değildir, banker ayrıca müşterini, işini ve hatta özel alışkanlıklarını, onunla konuşacağı şeyleri de bilmeli, durumun açık bir resmini ortaya koymalıdır” (Diamond, 1984, s.393–394). Çalışma, temsil maliyetlerinin belirleyicilerini analiz etmekte ve finansal aracılığın, doğrudan ödünç vermeye ve almaya oranla net maliyet avantajlarının olduğu bir model geliştirmektedir. Aracılık dâhilinde çeşitlendirme, aracılığın olası net avantajı için anahtardır. Çünkü, bireysel ödünç sahipleri ve alacaklılar arasındaki teşvik problemleri ile aracılardan ve mevduat sahipleri arasındaki teşvik problemleri arasında güçlü benzerlikler bulunmaktadır. Aracılık dâhilinde mümkün olan çeşitlendirme, aracı birimi kiralayarak, borçlu birimi izleme olanağı tanıyarak, teşvik problemlerini uygun şekilde farklılaştırmayı sağlar. Sonuç olarak finansal aracılık dâhilindeki çeşitlendirme, neden mevduat sahipleri tarafından izlenmediğini, neden izleme yetkisinin aracılara verilmesinin faydalı olduğunu anlamak için anahtar rol oynar. Diamond (1984)'a göre finansal aracılardan kullanılması, daha iyi sözleşmelere olanak tanıyarak pareto etkin tahsise olanak tanır. Bu fonksiyon, finansal aracılardan için pozitif bir rol sağlar.

Stiglitz (1991), finansal sistemin bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmenin yanında, finansal sözleşmeler, piyasalar ve aracılardan kanalıyla yöneticilerin ve firmaların izleme maliyetlerini de düşüreceğini ileri sürmektedir. Kredi sahiplerinin yöneticileri gün be gün denetlemeleri çok maliyetlidir. Bu durum kredi sahiplerinin güven sorunu yaşamalarına neden olur ve dolaylı olarak yatırım kararlarını engeller. Yatırım kararlarının engellenmesi sonucunda ekonomide etkinlik kaybı meydana gelecektir. Finansal piyasaların yöneticileri ve firmaları denetlemeye yönelik finansal fonksiyonları (finansal piyasalar ve düzenlemeler), firma yöneticilerini ve sahiplerini, kredi sahiplerinin menfaatlerini koruyacak şekilde şirketi yönetmeye

zorlamaktadır. Finansal sistemin bu fonksiyondan mahrum olması durumunda, tasarrufların hareketliliği ve sermayenin yatırımlara aktarılması gerçekleşmeyecektir (Şentürk, 2005, s.115).

Blackburn ve Hung (1998, s.107–108), asimetrik bilginin varlığında finansal aracılardan riskli yatırım projelerini izleme fonksiyonunu ele almaktadır. Modellerinde finansal araçlar, projenin değerinin tahmin maliyetini düşürdüğü için büyümeyi desteklemektedir. Doğrudan ödünç alma ve ödünç verme durumunda, her bir nihai ödünç sahibi projeyi bireysel olarak gözlemek zorundadır. Bu da izlemenin maliyetini ikiye katlamaktadır. Uygun koşullar altında, araştırmaları engelleyici bu maliyetler, ekonominin kendini az gelişmişlik tuzağında bulmasına neden olur. Bununla birlikte, finansal aracılardan ödünç alan ve veren arasında ödünç sözleşmeleri imzalayıp, izleme görevini temsil etmesiyle izleme maliyetlerinin katlanmasından kaçınılmaktadır. Bu izleme maliyetleri nedeniyle modellerinde finansal araçlar içsel olarak ortaya çıkmaktadır. Proje sayısı arttıkça ve ekonomi büyüdükçe, finansal araçlar artan çeşitlilikle meşgul olmakta ve bu artan çeşitlilik de mevduat sahiplerine borç kredilerini her zaman geri ödeyecek yeterlilikte fona sahip olma ihtimalini arttırmaktadır. Yetkili izleyici, doğrudan izleme üzerinde net maliyet avantajlarına sahip olduğu ve finansal araçlar toplum için finansal düzenlemelerin seçimi haline geldiği sürece, finansal aracılık izleme maliyetlerini düşürmektedir.

Sharpe (1990)'a göre, finansal araçlar çeşitlendirilmiş bir portföye sahipse, tasarruf sahipleri aracıyı izlemek zorunda kalmazlar (ve birimler aracının portföyünün iyi çeşitlenmiş olduğunun doğruluğunu kolayca araştırabilirler). İyi çeşitlendirilmiş bir portföyle birlikte aracı, mevduat sahiplerine mevduat faizini ödeme vadini daima yerine getirebilir ve bu nedenle mevduat sahipleri bankayı izlemek zorunda kalmazlar. Bundan dolayı, iyi çeşitlendirme yapmış finansal araçlar, izleme maliyetlerini düşürerek yatırım etkinliğini destekleyebilirler. Ayrıca, finansal araçlar ve firmalar uzun dönem ilişkilerini geliştirerek, bilgi elde etme maliyetlerini daha da düşürürler. Bilgi asimetrilerindeki azalma, sırasıyla dışsal finansman kısıtlamalarını ve daha iyi kaynak dağılımını kolaylaştırır (Levine, 1997a, s.697).

Hisse senedi piyasaları şirket kontrolü için ortam sağlamaktadır. Özellikle, şirket ele geçirme ihtimalinin varsayılması, yöneticilerin disiplini için bir araçtır. Baskıncı, kötü yönetilen şirketin tüm hisselerini alıp, yönetimin yerine geçerse, sermaye kazancı elde edebilir. Amerika'da ve İngiltere'de şirket kontrolü için, yöneticilerin disiplinini ve yüksek

şirket performansını zorlamada piyasaların önemli bir parçayı temsil ettiği varsayılmaktadır. Kötü yönetilen ya da kötü performansla çalışan şirketler ya ele geçirilmekte veya yönetim yer değiştirmekte ya da şirketin idaresi değişmektedir. Şirket ele geçirmeleri, bankacılık-temelli finansal sisteme sahip Almanya'da ve Japonya'da yasal olarak mümkün, ama pratikte gerçekleşmemektedir. Bankalar tarafından izlemenin de, büyük oranda, ele geçirme gibi aynı içsel denetim rolünü yerine getirdiği ileri sürülmektedir (Allen ve Gale, 2000, s.5–9).

Bununla birlikte, çok likit sermaye piyasalarının ekonomik büyümeye zarar vereceğini iddia eden bazı iktisatçılar, yatırımcılara hisselerini kolayca satma imkânı tanıyan likit sermaye piyasalarının, yatırımcıların yatırım yapma isteklerini ve hisse sahiplerinin, yöneticilerin ve firmaların performansını izleyerek şirket kontrolünü sağlama teşviklerini azaltacağını göstermektedir. Bu görüşe göre, daha likit sermaye piyasaları şirket kontrolüne engel olarak, ekonomik büyümeyi engeller (Levine, 1997b, s.2).

1.2.4. Tasarrufları Harekete Geçirme

Tasarrufların harekete geçirilmesi, sermayenin yatırım için farklı tasarruf sahiplerinden toplanmasını ihtiva etmektedir. Çoklu yatırımcıları kabul etmeyen bir çok üretim süreci, ekonomik olarak etkin olmayan ölçeklerle kısıtlanmaktadır (Sirri ve Tufano, 1995; Levine, 1997a, s.699). Projelerin ölçekleri gereği, birçok tasarruf sahibinin fonlarının önemli oranda toplanması gerekmektedir. Bu nedenle, projelere gerekli kaynakların harekete geçirilmesi finansal sistemler için önemlidir (King ve Levine, 1993b, s.516).

Finansal araçlar, yatırım faaliyeti için yeterli fonların sağlanmasını kolaylaştırırlar. Finansal araçların olmadığı bir ekonomi, birçok küçük tasarruf sahiplerinden oluşmaktadır. Bu durumda firmalar, çok sayıda kişiyle ödünç anlaşmalarını düzenleme ve finansman sağlama problemiyle karşılaşırırlar. Finansal piyasalar, küçük tasarruf sahiplerine fonlarını bir havuzda toplama imkânı tanır ve tasarruf sahipleri, tasarrufları teşvik eden çok sayıdaki finansal araçlara erişir. Tasarruf sahiplerinin fonları, bankalar veya diğer araçlar tarafından bir havuzda toplanmışsa, yatırımcıların fonlara erişim sağlanmasıyla birlikte maliyetler önemli oranda azalmaktadır. Finansal piyasaların genişlemesi ve çeşitlenmesi ile ortaya çıkan finansal sektör gelişmesi, tasarrufları harekete geçirerek ve bu tasarrufların yatırım projeleri arasında etkin olarak dağıtımını sağlayarak, kaynakların daha etkin tahsisine neden olur ve böylece ekonomik büyümeye katkıda bulunur. Fonların etkin olarak akışının sağlanması, riskten kaçınan yatırımcılara ve tasarruf sahiplerine güvence sağlamaktadır (Hansson ve Jonung, 1997, s.277; Gertler ve Rose, 1994, s.15; Ahmed ve Ansari, 1998, s.504–505).

Ayrıca, tasarrufların harekete geçirilmesi küçük türdeki araçların yaratılmasını içermektedir. Bu araçlar, hanehalklarının çeşitlenmiş portföyler tutmaları, etkin ölçekli firmalarda yatırım yapmaları ve varlık likiditesini arttırmaları için fırsatlar sağlar. Tasarruflar bir havuzda toplanamaz ise, hanehalkları firmaların tamamını satın almak ve satmak zorundadırlar. Bu nedenle, tasarrufların harekete geçirilmesi, risk çeşitlendirmeyi, likiditeyi ve uygun firmaların büyüklüğünü arttırarak kaynak dağılımını iyileştirir. Bununla birlikte, birçok farklı tasarruf sahibinin tasarruflarının harekete geçirilmesi maliyetlidir. Bu durum, farklı bireylerden toplanan tasarruflarla birlikte, işlem maliyetlerinin üstesinden gelmeyi ve tasarruf sahiplerinin tasarruflarının kontrolünden vazgeçmede kendilerini rahat hissetmelerini sağlamanın yanında, bilgisel asimetriğin üstesinden gelmeyi de içermektedir. Birçok birimden tasarrufların harekete geçirilmesi ile birlikte işlem ve bilgi maliyetlerinin ışığında pek çok finansal düzenlemeler, bu güçlükleri yumuşatmak ve tasarrufların toplanmasını kolaylaştırmak için ortaya çıkabilirler. Spesifik olarak, harekete geçirme, sermaye arttıran üretken birimler ve fazla kaynaklı birimler arasındaki çok yönlü, iki taraflı anlaşmaları kapsayabilir. Çok yönlü, iki taraflı anlaşmalarla birlikte, işlem ve bilgi maliyetlerini ekonomik kullanmak için tasarrufların birleştirilmesi, araçlar vasıtasıyla binlerce yatırımcının servetlerini yüzlerce firmada yatırım yapan aracılar aracılığıyla de meydana gelebilir (Sirri ve Tufano 1995; Levine, 1997a, s.699).

Bireylerin tasarruflarını toplamada daha etkin olan finansal sistemler, ekonomik gelişmeyi derinden etkileyebilirler. Tasarrufları daha iyi harekete geçirmenin sermaye birikimi üzerindeki doğrudan etkisine ek olarak, kaynak dağılımını daha iyi hale getirebilir ve teknolojik yeniliği ilerletebilir. Bagehot (1873, s.3–4) Kraliçe Elizabeth dönemindeki Londra halkının demiryolları yapmak için sermaye toplayabilme kabiliyetinde olmadığını ileri sürmektedir. Bagehot'a göre, transfer edilebilir büyük para toplamının ve borç alınabilecek fonların olmaması çok büyük işler yapmayı engellemektedir. Bu nedenle finansal sistem, projeler için kaynakları etkin biçimde harekete geçirerek daha iyi teknolojilerin benimsenmesinde olanak sağlayabilir ve bundan dolayı büyümeyi teşvik edebilir (Bagehot, 1873, s.3–4; Levine, 1997a, s.699–700; Greenwood ve Smith, 1997, s.147).

Ahmed ve Ansari (1998)'ye göre finansal tasarrufların toplam içindeki oranı arttıkça, sermayenin etkin tahsisine ulaşılabilecektir. Finansal araçlar, tasarrufları bireylerden ve düşük büyüyen sektörlerden hızlı büyüyen sektörlerle yeniden yönlendirdikçe, daha fazla servet yaratılacaktır (Ahmed ve Ansari, 1998, s.504–505).

1.2.5. Ticareti Kolaylaştırma

İşlem maliyetlerini düşüren finansal düzenlemeler, tasarrufları harekete geçirmeyi kolaylaştırma ve bu nedenle bir ekonomi için mevcut üretim teknolojileri setini genişletmeye ek olarak, uzmanlaşmayı, teknolojik yeniliği ve büyümeyi ilerletebilir (Levine, 1997a, s.701).

Hicks (1969) ve North (1981), sanayi devriminin arkasındaki etkenleri araştırmışlar ve sanayi devriminin yeni teknolojilerin gelişmesinin sonucu olmadığını ileri sürmüşlerdir. Çünkü, sanayi devriminde göze çarpan buhar makinesi ve diğer bazı yenilikler, sanayi devriminden daha önce icat edilmişti. Çalışmalar, sanayi devriminde teknolojik ilerlemenin sağlanmasında likit sermaye piyasalarının rolünü vurgulamaktadır. Çünkü yeni teknolojiler, uzun dönemler boyunca likit olmayan sermayeye büyük ölçekli yatırımları gerektirmektedir. Aynı zamanda yeni teknolojilerdeki yatırımların seviyesi, en zengin bireylerin yapabileceğinden daha geniştir. Bu durum, fonların bir havuzda toplanmasını gerekli kılar. Hicks (1969) ve North (1981), finansal piyasaların likidite sağlama, risk paylaşımı ve fonların birleştirilip hareketinin sağlanması gibi işlevlerine ilave olarak, gelişme sürecinin merkezinde uzmanlaşmayı arttırdığını ileri sürmektedirler. Ekonomideki uzmanlaşma, ekonomideki bireylerin tüketmediği mal ve hizmetleri ürettiğini ve üretmediği mal ve hizmetleri de tükettiğini göstermektedir. Ayrıca, finansal piyasaların yokluğunda, üreticiler iyi bir şekilde çeşitlendirilemeyecek ve böylece bazı piyasalar tarafından sağlanan risk paylaşım hizmetlerine ve dışsal finansmana erişime ihtiyaç duyacaklardır. Bu nedenle, artan uzmanlaşma, çeşitli ticaret kurumlarının desteğini gerektirmektedir (Greenwood ve Smith, 1997, s.147–148).

Hicks (1969) ve North (1981), artan uzmanlaşmanın ekonomik gelişmenin merkezi olduğunu belirtmektedir. Uzmanlaşmayı arttırmada finansal piyasalar açıkça gereklidir. Ayrıca McKinnon (1973), uzmanlaşmanın yaparak öğrenmeyi desteklediğini ve büyüme arttırıcı olduğunu iddia etmektedir. Bu durum Cooley ve Smith (1992) tarafından formüle edilmiştir. Modellerinde, finansal araçların yokluğunda bireyler, girişimcilik faaliyetlerine girmeyi ertelerler. Bu durum, ödünç alma mümkün değilken girişimciliğe katılmadan önce gelirin birikimini zorunlu kılmaktadır. Cooley-Smith'in modelindeki bu gecikme, uzmanlaşmaya ve yaparak öğrenmeye mani olmaktadır. Finansal piyasaların ortaya çıkışıyla birlikte, girişimci faaliyetlerinde uzmanlaşma mümkün olmaktadır. Daha fazla yaparak öğrenme sonucunda ekonomi, daha yüksek büyüme oranına sahip olacaktır. Cooley ve Smith ayrıca, finansal piyasaların oluşumunun maliyetsiz olduğu durumda bile, içsel sebeplerden

dolayı finansal piyasaların oluşamayabileceğini göstermektedir. Bu durum, finansal piyasaların olmadığı bir ortamda, faiz oranları çok düşük olduğu zaman gerçekleşecektir (büyüme oranından düşükken). Eğer faiz oranları çok düşükse, bireylerin uzmanlaşması için yetersiz teşvikler sağlanacaktır. Uzmanlaşmanın olmaması, yaşamda kazanılan gelirin nispeten gecikmeyle sonuçlanma eğilimi nedeniyle teşvik ortaya çıkmaz ve faiz oranları arttıkça daha az arzulanan durum ortaya çıkar. Bu nedenle, faiz oranları düşük olduğu zaman bireyler uzmanlaşamayacak ve sonuç olarak ödünç almaya ihtiyacı olan uzmanlaşmış girişimciler olmayacaktır. Benzer olarak, düşük tasarruf oranları potansiyel ödünç verenleri bireysel yatırım yapmaya teşvik edecektir. Bu durumda finansal piyasaların hizmetlerine arz veya talep olmayacaktır (Greenwood ve Smith, 1997, s.174).

Greenwood ve Smith (1997, s.146–164), finansal piyasaların girişimcilikte, girişimcilik ile ilgili gelişmelerde ve yeni teknolojilerin benimsenmesindeki uzmanlaşmayı hızlandırdığını iddia etmektedir. Bunu, gelişmiş ekonomilerde az sayıdaki bireyin yapabileceğine oranla, büyük ölçekteki yatırımları kolayca çaba sarf ederek üstlenebilecek potansiyel yatırımcıların faaliyetleri için fonları elde edilebilir kılarak yapmaktadır. Piyasa oluşumları uzmanlaşmadaki artışa izin vermektedir. Zaman içinde üretim teknolojileri ilerledikçe, uzmanlaşmış girdi gereksinimi artma eğilimindedir. Bu uzmanlaşmış girdiyi kullanan uzmanlaşmış çıktıdaki kazanç da artma eğilimindedir. Bu teknolojik ilerlemelerden yararlanma, piyasaları gerektirmektedir. Böylece bireyler, piyasaların oluşumu ile birlikte uzmanlaşmış mal ve hizmet ticareti yapacaktır.

Modelde birey, ekonomide iki teknoloji ile karşı karşıyadır. Birey, bu iki teknolojiden herhangi birini kullanarak tek bir nihai mal üretmektedir. İlk teknoloji, bireye kişisel olarak belirli miktarda ara malı ve bu ürettiği ara malının sonucunda nihai mal üretme olanağı sağlamaktadır. Alternatif olarak, daha verimli olan ikinci teknolojide birey, başkaları tarafından üretilmiş, piyasa faaliyetlerini gerektiren uzmanlaşmış ara mallarını kullanarak üretim yapmaktadır. Modelde, verimli yeni üretim teknolojilerinin benimsenmesi, uzmanlaşmış aramalı kullanımını gerektirmektedir. Uzmanlaşmış ara mallarının üretimi de ticaret kurumlarının desteğini gerektirmektedir. Ancak kurumsal sermayede yatırım yapmak maliyetlidir. Özellikle piyasaların açılması ve işlem yapması ile ilişkili önemli sabit maliyetler vardır. Analizde, uzmanlaşmadan elde edilecek getirilere ve piyasanın oluşum maliyetlerine dair belirsizlikler bulunmaktadır. Piyasaların oluşumu ile ilgili sabit maliyetler, piyasalar kurulmadan tam olarak bilinemezler. Bundan dolayı piyasaların açılacağı dönem, uzmanlaşmadan elde edilecek gelire, piyasaların oluşumunun maliyetinin muhtemel

dağılımına ve ekonominin başlangıç seviyesine bağlıdır. Ekonomi, piyasaları destekleyecek kadar servete sahip olduğunda piyasalar açılacaktır. Bu nedenle, potansiyel piyasa büyüklüğündeki bir artış, bu piyasada aktif halde bulunan her bir piyasa katılımcısının maliyetini düşürecektir. Ekonomi, piyasaların kendi faaliyetlerini maliyet etkinliği sağlayarak yeteri kadar sürdürebileceği noktaya kadar gelişmedikçe, ekonomideki bazı piyasalar gelişmeyecektir. Diğer bir ifadeyle, piyasaların oluşumunda eşik etkileri görülecektir. Büyüme, finansal piyasaların oluşumuna öncü olacak ve piyasaların oluşumu da ekonominin denge büyüme oranını arttıracaktır. Nihai olarak, piyasa oluşturma işlemi rekabetçi ise Pareto optimal dengeye ulaşılacaktır (Greenwood ve Smith, 1997, s.163–174).

Özetle, Greenwood-Smith modeli, piyasaların oluşumunun içsel ve rekabetçi özelliği gibi iki noktayı aydınlatmaktadır. Ekonominin gelişmesi piyasaların gelişmesine katkıda bulunurken, piyasaların gelişmesi de geri besleme etkisi ile ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Ayrıca, ticareti düzenleyen ve etkileyen faaliyetlere giriş engellerinin olmaması ihtimali, Pareto optimal tahsislere neden olacaktır. Özellikle dengede, potansiyel piyasa yapıcılarları arasındaki rekabet, sağlanan piyasa hizmetlerinden etkin olarak yararlanmayı sağlamaktadır. Greenwood ve Smith (1997)'e göre asıl önemli konu, sağlanan hizmetlerin rekabetçi olarak sağlanıp sağlanamamasıdır (Greenwood ve Smith, 1997, s.173–174).

Finansal piyasaların risk çeşitlendirme fonksiyonunun daha verimli uzmanlaşmaya neden olacağı, Saint-Paul (1992) tarafından ortaya konmuştur. Saint-Paul, modelinde finansal gelişmenin ekonomilere daha uzmanlaşmış ve daha riskli teknolojilerin kullanımına olanak verdiğini iddia eder. Bireyler, kendisine daha iyi risk çeşitlendirme olanağı tanıyan finansal gelişme ile birlikte, daha yüksek risk ve verimliliğe sahip uzmanlaşmış teknolojileri seçerek ekonomik büyümeyi arttırmaktadır.

Acemoğlu ve Zilibotti (1997), finansal sistemin risk çeşitlendirme fonksiyonunun tasarruf sahiplerinin riskli yatırımlara yatırım yapmama isteksizliğinin üstesinden geleceğini ve bu fonların en etkin kullanıldığı alana tahsis edilerek ekonomide uzmanlaşmaya neden olacağını ifade etmektedir.

1.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasında Aktarma Mekanizması

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki literatür, sadece ilişkinin varlığı, yönü ya da ilişkinin derecesini değil aynı zamanda bu ilişkinin hangi kanallarla sağlandığını da açıklamaya çalışmaktadır. Schreft ve Smith (1997, s.157), finansal piyasaların, sermaye

birikimini, tasarrufların getiri oranını ve reel faaliyetlerin seviyesini etkileyerek ekonomik gelişmeye etki eden birçok fonksiyona sahip olduğunu ileri sürmektedir.

Kişi başına gelirdeki büyüme iki maddeden meydana gelmektedir: fiziki sermaye birikimi ve kaynakların daha etkin kullanımı. Kaynakların etkin kullanımı, üstün teknikler ve önemli oranda politikalar ve kurumlar tarafından da desteklenmektedir. Ekonomik kalkınmada finansal faktörler, potansiyel olarak her iki kanalla bir etki meydana getirirler: mevcut tasarrufları etkilerler, ayrıca bu tasarrufların aracılığıyla en yüksek getirili yatırım fırsatlarına doğru etkiler (Dornbusch ve Reynoso, 1989, s.204).

Adam Smith (1776, s.349), bankaların reel sektörün etkinliğine ve üretkenliğine büyük katkı yaptığını ileri sürmektedir: *“En gerekli ve doğru olan bankacılık işlemleri, ülkedeki çalışmayı, ülke sermayesini arttırarak değil, bu sermayenin büyük bir bölümünü, tersi durumda olabileceğinden, daha etkin ve verimli kılmaktadır. Zaman zaman karşılaşacağı ödeme talepleri için bir girişimcinin sermayesinin yanında bulundurmamak zorunda kaldığı bölümü, yani nakit parası, öylesine ölü bir mal mevcuttur ki bu durumda kaldığı sürece, ne bu işadama için ne de ülke için hiçbir şey üretmez. Yerinde bankacılık işlemleri, işadaminin, bu ölü mal mevcudunu, etkin ve üretken, işlenecek malzemelere, çalışılacak aletlere ve karşılığında çalışılacak besin ve geçim maddesine, yani hem kendisi hem de ülkesi için bir şeyler üreten mal mevcuduna dönüştürmesini mümkün kılar”*.

Schumpeter ve izleyicilerine göre, finansın büyümeye öncü olduğu iki farklı kanal bulunmaktadır. İlki, kaynakların daha etkin tahsisinde finansal araçların rolünü vurgulamaktadır. Toplam faktör verimliliği olarak adlandırılan bu kanal, bilgi asimetrisini düzelterken, daha iyi proje seçimine ve izlemeye neden olan yenilikçi finansal teknolojiler yoluyla işlemektedir. Diğer kanal olan faktör birikimi kanalı, bireysel finansman yerine organize olmuş finansmanın yayılması ve araçların başka suretteki verimsiz kaynakları mobilize etmedeki ve proje bölünmezliğinin üstesinden gelmek için firmalara yardım etme kabiliyetindeki nihai ilerlemeler üzerine odaklanmıştır (Rousseau ve Vuthipadadorn, 2005, s.88–89).

Gurley ve Shaw (1955), finansal araçların bireylere çeşitlendirilmiş portföy tutarak, riski azaltma ve yatırımların etkinliğini artırma olanağı tanıdığını ileri sürmektedir. Goldsmith (1969, s.391)’in analizinde ise, endüstriyel ve finansal teknolojinin, tüketici zevklerinin ve riske karşı tutumun değişmeden kaldığı durumda, finansal kurumların oluşumunu takip eden bir dizi finansal varlıktaki genişleme, yatırımların etkinliğini ve sermaye birikiminin ulusal

gelire oranını arttırır. Bu iki kanal aracılığı ile gerçekleşen finansal faaliyetler, denge ekonomik büyüme oranını arttırır. Başka bir ifade ile Goldsmith (1969), ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki pozitif ilişkinin, finansal gelişmenin sermaye stokunun daha etkin kullanımından kaynaklandığını iddia etmektedir. Goldsmith (1969) bu durumu şu sözleriyle ifade etmektedir; “Başka türlü olmanın ötesinde, toplam tasarruf ve yatırım hacmini arttıran ve bu nedenle ekonomik büyüme oranını hızlandıran finansal üst yapının varlığını ve gelişmesini göz önüne almaksızın ya da alarak, hiç şüphesiz ki sektörler, maddi varlık tipleri ve bölgeler arasında sermaye harcamalarının farklı dağılımıyla sonuçlanır” (Goldsmith, 1969, s.398).

Patrick (1966), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin çeşitli kanallarla sağlanabileceğini ileri sürmektedir. Çalışmaya göre, finansal sistemin ekonomik büyümeyi arttırma amacı, reel sermaye stokunun optimal nitelikleriyle uygun ve hatta teşvik edici çeşitli finansal varlıkların ve yükümlülüklerin büyüme oranlarını ve yapısını elde etmektedir. Patrick, finansal sistemin sermaye stokunu etkilediğini ve bunu üç kanalla sağladığını iddia etmektedir. Bunlardan ilki, finansal kurumlar, veri miktardaki maddi sermayeyi çeşitli tipteki varlık sahipleri arasında aracılık yoluyla sahipliğinde ve bileşiminde değişikliklere neden olarak daha etkin bir şekilde tahsisini teşvik edebilir. İkinci olarak, finansal kurumlar, tasarruf sahipleri ve girişimci yatırımcılar arasında aracılık yaparak sermaye stokuna ek yeni yatırımların daha az verimliden daha çok verimliye doğru daha etkin tahsisini teşvik edebilir. Üçüncüsü; finansal kurumlar tasarruf, yatırım ve çalışma güdüsünün artışı sağlayarak sermaye birikim oranında artışa neden olur (Patrick, 1966, s.177–178).

Patrick (1966, s.178–181) ilk durumda, finansal gelişmenin veri sermaye stokunun tahsisini iyileştireceğini göstermektedir. Finansal gelişmenin olmadığı durumda, bireyler portföy seçimlerinde arzu edilen finansal varlıkları seçememeleri nedeniyle servet bileşimlerini verimsiz varlıklar şeklinde tutacaktır. Finansal gelişmeyle birlikte, alternatif finansal varlık tutma olanağının ortaya çıkması ve daha çeşitli finansal varlıkların yaratılması, daha etkin portföy seçimi için fırsat yaratmaktadır. Böylece, finansal gelişme veri sermaye stokunun verimsiz varlıklar şeklinde tutulan kısmını azaltacak ve verimli varlıklara kaymasını sağlayacaktır. Veri sermaye stokunun bileşimindeki bu iyileşme, çıktı seviyesini arttıracaktır. İkinci olarak, finansal gelişme, yatırımların daha etkin tahsisini sağlama kanalıyla ekonomik büyümeyi etkileyebilir. Finansal araçlar, ekonomik birimlerin karşı karşıya olduğu riskleri azaltarak, daha güvenli, likit ve kısa dönemli finansal taleplerin, daha riskli, daha az likit ve uzun dönemli reel varlıklara dönüşümünü sağlamaktadır. Böylece finansal araçlar, tasarruf

sahiplerinden en etkin yatırımcılara kaynakların transferini sağlayarak, yatırımları en uygun olarak tahsis edecek ve ekonomik büyümeyi arttıracaktır (Patrick, 1966, s.182–183). Üçüncü kanal ise tasarrufların artışıdır. Analize göre, finansal sistemin verimli reel yatırım projelerinin riskini düşürmesi, kârlılığını arttırması, sadece büyümeye uyum sağlamaz, aynı zamanda tasarruf sahiplerinin tasarruflarını arttırmasına, girişimcilerin daha fazla yatırım yapmasına ve üreticilerin daha sıkı çalışmasını teşvik ederek ekonomik büyümeyi arttırır (Patrick, 1966, s.183–185).

Jayaratne ve Strahan (1996, s.643), içsel büyüme literatürüne benzer sonuçlara ulaşmaktadır. Çalışmaya göre Amerika'daki eyalet içi şube reformları sonrasında bankaların ödünç portföyünün kalitesi anlamlı olarak artmaktadır. Bundan dolayı, banka ödünçlerinin kalitesindeki artış, şube reformunun faydalı büyüme etkilerinde anahtardır. Bankalar daha fazla ödünç vermek zorunda değildir, ödünçlerinin kalitesini iyileştirmelidirler. Finansın büyümeyi etkilediği temel kanal, yatırım hacmindeki artış değil yatırımların etkinliğindeki ilerlemelerdir.

Rioja ve Valev (2004a, s.138–139)'e göre, düşük gelirli ülkelerde finansın büyümeyi etkilediği temel kanal sermaye birikimi, yüksek gelirli ülkelerde verimlilik artışıdır. Yüksek gelirli ülkelerde fiziki sermayedeki artışa da katkıda bulunmaktadır, ancak etki düşük gelirli ülkelerin altındadır. Çalışmanın sonuçlarına göre, ülke belirli gelir seviyesine ulaştıktan sonra finansal gelişme verimlilikteki büyümeye katkıda bulunabilmektedir.

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği kanalları göstermeye çalışan en kapsamlı çalışma Pagano (1993) tarafından yapılmıştır. Pagano'ya göre finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkide iki problem mevcuttur. İlk problem, nedensel ilişkinin finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru mu olduğu, tersinin mi geçerli olduğu, yoksa bu ilişkinin her iki yönde de geçerli mi olduğudur. İkinci problemde ise, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi arttırdığı kabul edilmekte, ancak bunu yatırımların etkinliğini arttırarak mı yoksa yatırım oranını arttırarak mı yaptığı (tasarruf oranını ya da tasarrufların yatırıma dönüşme oranı) sorunu ortaya çıkmaktadır. Pagano (1993), finansal araçların, tasarrufların yatırımlara aktarılma oranını (ϕ), sermayenin sosyal marjinal verimliliğini (A) ve özel tasarruf oranını (s) etkileyerek ekonomik büyümeyi (g) etkileyebileceğini ortaya koymuştur (Pagano, 1993, s.614–615).

$$g = A \frac{1}{Y} - \delta = A \phi s - \delta \quad (1.7)$$

1.3.1. Tasarrufların Firmalara Aktarılması

Tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi sürecinde, finansal aracilar kaynakları massederler, böylece hanehalkı tarafından tasarruf edilen bir dolar, bir dolardan daha az değerli, eşitlik (1.7)'deki ϕ oranında yatırım meydana getirir. Kalan $1 - \phi$ oranındaki kısım, ödünç alma ve verme arasındaki fark olarak bankalara, komisyon olarak menkul kıymetler broker ve dealerlarına, ücret ve benzerleri olarak gider. Ayrıca, finansal baskı durumunda, finansal araciların faaliyetleri sıklıkla vergilendirmeye ağırlaştırılmakta (yüksek rezerv gereksinimi, işlem vergileri vs. şeklinde) ve düzenleyici kısıtlamalarla daha yüksek birim maliyetleriyle işlem yapılmaktadırlar. Eğer finansal gelişme bu kaynak sızıntısını azaltırsa, yani eşitlik 1.7'deki ϕ 'yi arttırsa aynı zamanda büyüme oranı g 'yi de arttıracaktır (Pagano, 1993, s.615).

1.3.2. Sermaye Tahsisinin İlerletilmesi

Finansal araciların ikinci en önemli fonksiyonu, sermayenin marjinal ürününün en yüksek olduğu projelere fonları tahsis etmesidir. Modelde aracilar, sermayenin verimliliğini (A 'yı) arttırarak büyümeyi iki yolla ilerletirler: (1) alternatif yatırım projelerini değerlendirmek için bilgi toplarlar ve (2) risk paylaşımıyla bireylerin daha riskli ancak daha verimli teknolojilere yatırım yapmasını teşvik ederler (Pagano, 1993, s.615). İçsel büyüme literatürünün, finansal sistemin bu iki fonksiyonunu modelleyerek sermayenin tahsisini, verimliliğini nasıl arttırdığı yukarıdaki bölümlerde ayrıntılı olarak anlatılmıştır.

1.3.3. Tasarruf Oranlarına Etkisi

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkileyebildiği üçüncü yol, tasarruf oranı s 'i değiştirerek olur. Bu durumda ilişkinin işareti belirsiz olabilir ve finansal gelişme tasarruf oranlarını ve böylece büyümeyi düşürebilir. Sermaye piyasaları geliştikçe, tüketici kredileri daha hızlı ve daha ucuz elde edilebilirken, hanehalkları donanım şoklarına karşı daha iyi garanti elde ederler ve getiri oranı risklerini daha iyi çeşitlendirirler. Finansal gelişme ayrıca firmalar tarafından ödenen ve hanehalkı tarafından alınan faiz farkı ayırımının daralmasına neden olabilir. Bu faktörlerden her biri tasarruf davranışını etkiler, ama her bir durumda etkinin yönü belirsizdir (Pagano, 1993, s.616–617).

1.3.3.1. Risk Paylaşımının Tasarruf Oranına Etkisi

Finansal piyasalar, insanlara hem donanım risklerini hem de getiri oranı risklerini paylaşma olanağı sağlar. Tipik olarak sigortacılık piyasası mevcut ise, insanlar birinci tipteki risklere sigortacılık piyasası yoluyla karşı dururlar. Pagano (1993), analizinde, bu piyasaların yeni ortaya çıktığı bir ekonomiyi göz önünde bulundurmaktadır. Tüketicilerin fayda fonksiyonunun üçüncü derece koşulu, fayda fonksiyonu için sabit nispi riskten kaçınma ile birlikte gerçekleşiyorsa tüketiciler daha az tasarruf edecektir. Sigorta piyasalarının ortaya çıkması ihtiyat tasarruflarına olan ihtiyacı azaltır. İçsel büyüme modellerinde tasarruf oranlarındaki bu düşüş, büyüme oranını düşürür. Bu koşulun sağlandığı durumda finansal gelişme ekonomik büyümeyi geciktirir. Getiri oranı riski ise, menkul kıymet piyasalarının portföy çeşitlendirmesi yoluyla azaltılabilir. Yine tasarruflar üzerindeki etki belirsizdir: sabit nispi riskten kaçınmanın faydası ile birlikte, riskten kaçınma katsayısı birin üzerinde, başka bir ifadeyle pozitif ve esnekse tasarrufların tepkisi negatif olacaktır. Finansal aracılardan sağladığı risk paylaşımının sonucunda tasarruf oranlarındaki azalışın büyümeye olan olumsuz etkisi, daha verimli yatırımların büyümeye arttırıcı etkisi ile kısmen dengelenebilecektir (Pagano, 1993, s.617).

1.3.3.2. Hanehalkı Ödünçlerinin Tasarruf Oranlarına Etkisi

Sermaye piyasaları ayrıca tasarruf eden hanehalkından elde ettiği fonları, tüketici kredileri, ipotekli konut piyasası (mortgage) ödünçleri şeklinde harcanabilir gelirinden fazla tüketim yapanlara aktarır. Ödünç arzı, ödünç talebini karşılamıyorsa, bazı hanehalkları likiditeyle kısıtlanmıştır: tüketimleri sürekli gelirden daha ziyade cari kaynaklarla sınırlandırılmıştır. Jappeli ve Pagano (1994), hanehalkının üç dönem yaşadığı, üst üste geçmiş kuşaklararası (overlapping generation)⁵ modeli kullanarak bağlayıcı likidite kısıtlarının tasarruf oranlarını arttırdığını göstermiştir. Çünkü, genç hanehalklarının istedikleri kadar çok tüketimleri gelirlerini aşmamaktadır. Eşitlik (1.7)'de tarif edilen teknolojiyle birlikte toplam tasarruf oranında (s) meydana gelen bu artış, daha hızlı büyümeye (g) dönüşür. Aynı özellik ışığında, liberalizasyonla birlikte, tüketici ve ipotekli konut piyasası kredilerindeki artış, tasarruflarda ve büyümede azalışa neden olur (Pagano, 1993, s.617–618).

⁵ Genç kuşak, orta kuşak ve yaşlı kuşağın birlikte oluşturduğu hanehalkı modeli.

1.3.3.3. Faiz Oranının Tasarruf Oranına Etkisi

Finansal baskı ve rekabetin yokluğu durumunda, payların (marjların) genişletilmesi, finansal aracilar tarafından yerine getirilir. Direkt kaynak maliyetinden (ϕ) başka, hisseler tasarruflar üzerindeki teşvik edici etkisi yoluyla sermaye birikimini etkiler. Finansal baskı ve aksak rekabet piyasaları tasarruf sahiplerine ödenen faiz oranının mükemmel sermaye piyasalarının varlığı durumunda geçerli olan faiz oranının altında olmasına neden olur. Bu durumda, sermayenin marjinal ürünündeki net değer kaybı $A - \delta$ olur (Pagano, 1993, s.618–619).

2. FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME: UYGULAMALI LİTERATÜR

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk çalışmalar, teorik düzeyde olup analitik temelden uzaktır. Ancak son yirmi otuz yılda ölçme tekniklerinin, ekonometrik araçların ve veri setlerinin gelişmesi ile birlikte finans-büyüme ilişkisine ilgi artmaya başlamıştır. Birçok ekonomist finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tartışmışlar, King ve Levine (1993a,b,c) ise bir dizi çalışmayla ekonomi literatüründe bu konuyu ön sıralara taşımıştır.

Yakın geçmişte finans ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik dikkate değer uygulamalı çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların küçük bir kısmı tek ülke örneğine yönelik yapılırken, büyük kısmı grup ülke örneklerine yönelik olarak yapılmaktadır. Finans ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran çalışmalar incelendiğinde, yapılan uygulamalı çalışmalarda kullanılan yöntem ve modellerin farklılıklar içerdiği de ayrı bir olgudur. Finans ve ekonomik büyüme ilişkisine yönelik çalışmalarda dikkat çeken bir diğer özellik ise ilişkinin belirlenmesinde kullanılan veri setine aittir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemek için kullanılan yöntemlerden her biri bazı zayıflıklara ve güçlüklerle sahiptirler. Yatay-kesit çalışmaları, geniş sayıda ülkeyi ve toplam büyüklükleri geniş zaman periyodunda inceler ve böylece uzun dönemli ekonomik büyümeye odaklanır. Panel çalışmalar, yatay-kesit çalışmaların istatistiksel zayıflıklarını düzeltir ve verileri zaman serisi boyutunda kullanır. Panel çalışmalar, yüksek frekanslı verileri kullanmakla beraber uzun dönemli büyümeyle doğrudan daha az ilişkilidir. Aynı zamanda bu çalışmalar, konjonktürel dalgalanmaların ve kısa dönemli etkilerin sonuçlarını tamamen gösteremeyebilir (Levine, 2003, s.43). Geniş sayıdaki zaman serisi literatürü ise çeşitli zaman serisi tekniklerini kullanarak (özellikle Granger nedensellik testi) finans-büyüme ilişkisinde daha çok nedensellik konusuyla ilgilenmektedir. Levine ve Zervos (1996, s.4–5)'a göre yatay-kesit çalışmaları nedenselliği önemsemezken, zaman serisi çalışmaları ilişkinin nedensellik boyutuyla da ilgilenmektedir.

Finans ve büyüme çalışmalarında kullanılan tüm yöntemlerde finansal gelişmeyle alakalı kukla değişken rahatsız edici bir problemdir. Teori, finansal sistemin bilgi ve işlem maliyetlerini kolaylaştırarak sermayenin tahsisini, şirket yönetimini, risk yönetimini ve finansal işlemleri geliştirdiğini öne sürerken, uygulamalı çalışmalardaki finansal gelişme göstergeleri doğrudan bu finansal fonksiyonları ölçmemektedir (Levine, 2003, s.43).

Finans ve büyüme arasındaki ilişkiye yönelik uygulamalı araştırmaların büyük bir kısmı, geleneksel aracılık kanalı olan bankacılık üzerinde yoğunlaşmaktadır. Sonuçlar, iyi işleyen bankaların ekonomik büyümeyi hızlandırdığını ileri sürmesine rağmen, eşanlı olarak hisse senedi piyasası gelişmesini incelememektedir. Bununla birlikte, yaklaşık son yirmi yılda birçok ülkedeki yeni unsur olarak ve bilhassa gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyon önlemlerinden kaynaklanan menkul kıymetler piyasalarının artan aracılık rolü de finans ve büyüme ilişkisinde önem kazanmaktadır. Hisse senedi piyasası gelişmesinin ihmal edilmesi: (a) hisse senedi piyasası gelişmesi kontrol edilirken bankacılık gelişmesi ile büyüme arasındaki pozitif ilişkinin sağlanıp sağlanmadığının, (b) bankaların ve piyasaların her birinin ekonomik büyüme üzerinde bağımsız etkisinin olup olmadığının ve (c) tüm finansal gelişme ekonomik büyüme için önemliyken hisse senedi piyasalarının ve bankaların ekonomik başarı üzerindeki ayrı ayrı etkilerinin incelenip değerlendirilmesini güçleştirmektedir. Sonuç olarak, menkul kıymetler piyasalarının ekonomik büyümeyi uyarıcı rolüne yönelik olarak araştırma ilgisi de canlanmaktadır (Beck ve Levine, 2004, s.424).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki son otuz yılda birçok çalışmaya konu olmuş, bu çalışmalar finans-büyüme arasındaki ilişkinin varlığı konusunda çelişkili sonuçlara ulaşmış olsalar da, uluslararası kanıtların ağırlığı finans-büyüme ilişkisinde finansın önemli, kilit bir rol oynadığını göstermektedir. Ancak finans-büyüme ilişkisinin varlığı yönündeki kanıtlardaki görüş birliği, ilişkinin yönü konusunda henüz sağlanamamıştır. Finans-büyüme arasındaki uygulamalı çalışmaları, Levine (2004) ve Blum vd. (2002)'nin sınıflandırmasına göre ayrıntılı olarak inceleyeceğiz.

2.1. Yatay-Kesit Regresyon Analizi

Yatay kesit analizler, ülkeler arasındaki ortalama büyüme oranlarındaki farklılıkları, ülkelerin finansal gelişme seviyelerindeki yatay-kesit farklılıklara bağlamaktadır. Bu analizler genel olarak, geniş sayıdaki ülke için regresyon analizi şeklindedir. Test edilen temel eşitlik şu şekildedir:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 FD_i + \beta_2 X_i + e_i \quad (2.1)$$

y_i i ülkesinin büyüme oranı, FD_i finansal derinleşme göstergesi, X_i kontrol değişkenler seti ve e_i hata terimidir (Khan ve Senhadji, 2000, s.4).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilk çalışma Goldsmith (1969) tarafından yapılmıştır. Goldsmith (1969, s.48), otuz beş ülkeye ait 1860–1963 yılları arasında tüm finansal araçların değerinin ulusal servete oranını (finansal karşılıklı ilişkiler oranı) kullanarak, finansal yapı ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Goldsmith (1969, s.44–48), ekonomi geliştikçe ekonominin büyüklüğüne oranla finansal aracılığın büyüklüğünün artacağını, finansal gelişme ile ekonomik faaliyetlerin seviyesi arasında kabaca bir paralelliğin olduğunu göstermiştir. Ancak Goldsmith (1969)'in çalışmasının bazı eksiklikleri bulunmaktadır. Levine (1997a, s.703–704; 2004, s.40), Goldsmith (1969)'in çalışmasının hatalarını şöyle özetlemektedir:

- (1) Çalışma sadece otuz beş ülkeyi içermektedir ve ekonomik büyümeyi etkileyen diğer faktörler sistematik olarak kontrol edilmemiştir.
- (2) Teorinin vurguladığı finansal gelişmenin verimlilikteki büyüme ve sermaye birikimi ile ilişkisi incelenmemiştir.
- (3) Finansal aracılık sektörünün büyüklüğünü ölçen finansal gelişme göstergesi tamamıyla finansal sistemin işlevini yansıtmamaktadır.
- (4) Finansal sistemin büyüklüğü ve büyüme arasındaki bağlantı, nedenselliğin yönünü belirtmemektedir ve çalışma finansal piyasaların, bankacılık dışı finansal araçların ya da piyasaların ve araçların karışımlarının ekonomik büyüme için önemi olup olmadığına ışık tutmamaktadır.

Bu bölümde yatay-kesit regresyon analizini kullanan çalışmaların yanı sıra literatürün sistematikliğini ve bütünlüğünü bozmamak için bazı panel regresyon analizlerine de yer verilmektedir.

2.1.1. Bankacılık Piyasası Ağırlıklı Yatay-Kesit Regresyon Analizi

Uygulamalı literatürdeki gelişmeyle birlikte, araştırmacılar Goldsmith (1969)'in analizinin zayıflıklarının bazılarını düzeltmeye yönelik adımlar atmışlardır.

King ve Levine (1993a), finansal gelişmeye ait değişik finansal gelişme göstergelerini kullanarak Schumpeter'in finansal sistemin ekonomik büyümeyi desteklediği görüşünü, seksen ülkeye ait 1960–1989 yılları arası veriler ve yatay-kesit regresyon analizini kullanarak incelemektedir. Çalışmada, finansal gelişmenin yüksek seviyelerinin ekonomik gelişmeyle pozitif olarak ilişkilendirilip ilişkilendirilemeyeceği, özellikle de finansal gelişmenin yüksek seviyelerinin şimdiki ve gelecekteki ekonomik büyüme oranı, fiziki sermaye birikimi ve

ekonomik etkinlikteki ilerlemeler ile anlamlı ve sağlam bir ilişki gösterip göstermediği araştırılmaktadır (King ve Levine, 1993a, s.717–718). Finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetlerin ölçümü için finansal gelişmeye ait sadece bankacılık piyasasını kapsayan dört finansal gelişme göstergesi kullanılmaktadır. Birinci ölçü, resmi finansal aracılık sisteminin tüm hacmini gösteren geleneksel finansal derinlik ölçüsü, likit yükümlülüklerin GSYİH'ya (Gayrisafi Yurt İçi Hasıla) oranına eşittir. Likit varlıklar, bankacılık sisteminin dışında tutulan nakit ile bankalar ve banka dışı finansal araçların talep edilen ve faiz getiren yükümlülüklerinin toplamına eşittir. Bu göstergenin arkasında, finansal sektörün hacminin sağlanan finansal hizmetlerle pozitif ilişki göstermesi varsayımı vardır. İkinci finansal gelişme ölçüsü, mevduat bankalarının yurt içi varlıklarının, mevduat bankalarının yurt içi varlıkları artı merkez bankası yurt içi varlıklarının toplamına oranına eşittir. Bu gösterge, aracılık yapan finansal kurumlar arasında ayırım yapmayı sağlamakta ve yurt içi kredilerin tahsisinde mevduat bankalarının merkez bankasına oranla önemi incelenmektedir. Mevduat bankaları, risk yönetiminde ve yatırım bilgisi hizmeti sağlamada merkez bankasından daha iyi hizmet vermektedir. Bu göstergenin yüksek seviyeleri, daha fazla finansal hizmet ve daha yüksek seviyede finansal gelişmeyi vurgulamaktadır. Üçüncü ve dördüncü finansal gelişme göstergesi finansal sistemin tahsis ettiği kredileri kimin kullandığını ölçmektedir. Üçüncüsü, finansal olmayan firmalara (özel girişimcilere) açılan kredilerin toplam krediler içindeki payına eşittir (bankalara verilen krediler hariç). Dördüncü gelişme ölçütü ise finansal olmayan firmalara açılan kredilerin GSYİH'ya oranıdır. Temel olarak özel firmaların finansmanını sağlayan finansal sistemler, kredileri kamuya veya kamu teşekküllerine aktaran finansal sistemlerden daha iyi hizmet vermektedirler (King ve Levine, 1993a, s.720; 1993b, s.528–529).

King ve Levine (1993a)'nin kullandığı model aşağıdaki gibidir:

$$G_{(j)} = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon \quad (2.2)$$

$G_{(j)}$, büyüme seviyesi (kişi başına GSYİH büyümesi, kişi başına sermaye stokundaki büyüme, verimlilikteki büyüme), 1960–89 yılları arası ortalama $F(i)$, finansal gelişme göstergesi ve X , ekonomik büyümeyle ilişkili diğer faktörlerle (kişi başına gelir, eğitim, politik kararlılık, döviz kuru, ticaret, maliye ve para politikasına ilişkin çeşitli göstergeler) ilgili kontrol sağlayan koşullu bilgi setidir. Sonuçlar finansal gelişmenin yüksek seviyelerinin hızlı ekonomik büyüme, fiziki sermaye birikimi ve ekonomik etkinlikteki ilerleme ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Finansal gelişmenin 1960 başlangıç seviyesi, gelecek on-

otuz yıl için uzun dönem ekonomik büyümenin iyi bir kestiricisidir. Ayrıca, finansal gelişmenin yüksek seviyeleri, sermaye birikiminin gelecek büyüme oranıyla ve ekonominin kullandığı sermayenin etkinliğindeki artışın gelecek değerleri ile güçlü bir şekilde ilişkilendirilmektedir. Finansal gelişme, basitçe ekonomik aktiviteyi takip etmemektedir. Finansal gelişme seviyesi ile ekonomik büyüme oranı arasındaki güçlü ilişki, finansal ve ekonomik gelişmenin her ikisine yönelik eşanlı şokların arasında basitçe pozitif bir birlik yansıtmamaktadır. Sonuçlar, Schumpeter'in önerdiği finansal gelişme ve uzun dönem büyüme arasındaki bağlantıyı desteklemektedir (King ve Levine, 1993a, s.717–734).

King ve Levine (1993a)'nin seksen ülkeye yönelik 1960–1989 dönemindeki analizini inceleyen ve geliştiren King ve Levine (1993b, s.513–540), dört finansal gelişme göstergesi (King ve Levine, 1993a ile aynı) ile dört büyüme göstergesi (çıktıdaki büyüme, sermaye stokundaki büyüme, verimlilikteki büyüme ve yurt içi yatırımların GSYİH'ya oranı) arasındaki ilişkiyi panel regresyon yöntemiyle incelemektedir. Sonuçlara göre, her bir finansal gelişme göstergesi, her bir büyüme göstergesi ile pozitif ve önemli derecede ilişki göstermektedir. Finansal gelişme, ekonomik büyüme ile güçlü şekilde ilişki içindedir. Bulgular, finansal sistemdeki gelişmelerin gelecekteki ekonomik büyümeyi ve gelecekteki teknolojik yenilikleri destekleyeceğini öne sürmektedir. Model ayrıca, yenilikçi sektörlerdeki bozulmaların finansal hizmetlere talebi düşürdüğü ve finansal gelişmeyi geciktirdiğini yani nedenselliğin ters kanalını da göstermektedir. Bulgular, ekonomik büyümeyle ilişkili birçok göstergenin kontrolünden sonra dahi, 1960'da yüksek derecede finansal derinliğe sahip ülkelerin, az gelişmiş finansal sistemlere sahip ülkelere 1960–1989 periyodu boyunca daha hızlı büyüdüğünü, daha büyük fiziki sermaye birikim oranına sahip olduğunu, daha yüksek yatırım oranlarına sahip olduğunu ve daha hızlı teknolojik ilerleme oranına sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca, 1960, 1970 ve 1980'de iyi gelişmiş finansal sistemlere sahip ülkelerin gelecek on yıl boyunca daha yüksek kişi başına GSYİH'daki büyüme oranına ve verimlilikteki büyümeye sahip olacağını ileri sürmektedir. Ancak, King ve Levine (1993a,b)'nin çalışmalarına bazı eleştiriler vardır. King ve Levine, nedensellik problemini araştırmışlar ve finansal gelişmenin önceden belirlenmiş bileşeninin, büyümenin iyi bir tahmin edicisi olduğunu göstermişlerdir. Ancak, nedensellik nitelemesine ilişkin birçok eleştirel kanıt ortaya çıkmıştır. İlki, finansal gelişmenin ve ekonomik büyümenin, ekonomideki hanehalkının tasarruf meyli gibi ortak ihmal edilen değişken tarafından belirlenmesidir. Eğer içsel tasarruflar (bazı büyüme modellerinde) ekonominin uzun dönem büyüme oranını etkilerse, büyümenin ve başlangıç finansal gelişmenin karşılıklı ilişki göstermesi sürpriz olmayacaktır. Bu kanıt, basit yatay-kesit ülke regresyonlarının

Tablo 2.1. Bankacılık Piyasasını Kapsayan Yatay-Kesit Çalışmaları

| Makale | Örneklem Kütle ve Dönem | Bağımlı Değişken | Açıklayıcı Finansal Değişken (Bankacılık Piyasası Verileri) | Yöntem | Temel Bulgular |
|--------------------------------|--|---|--|-------------------------------|---|
| Gelb (1989) | 34 Ülke, 1965–1985 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme, Marjinal Sermaye Katsayısı, Yatırım Oranı | Kredi Faiz Oranı | OLS Regresyon Analizi | Finansal Liberalizasyonun Neden Olduğu Yüksek Faiz Oranları Reel Ekonomik Gelişmeyle Pozitif İlişkilidir. Yüksek Kredi Faiz Oranları Yatırımlara Zarar Vermemektedir. |
| Ghani (1992) | 52 Gelişmekte Olan Ülke, 1965–1989 | Kişi Başına Reel Büyüme | M3/ GSYİH | Büyüme Regresyon Analizi | Başlangıç Finansal Derinleşme ve Reel Büyüme Arasında Pozitif İlişki Vardır. |
| King ve Levine (1993a) | 80 Ülke, 1960–89 | GSYİH'daki Büyüme, Sermaye Stoku, Verimlilik | Likit Yükümlülükler / GSYİH, Ticaret Bankaları Varlıkları/ Ticaret+Merkez Bankası Varlıkları, Özel Sektöre Verilen Krediler/ Toplam Krediler, Finansal Olmayan Firmalara Verilen Krediler/ GSYİH | Yatay-Kesit Regresyon Analizi | Finansal Aracılıkla Ekonomik Büyüme Arasında Pozitif Bağlantı. Finansal Gelişimin Seviyesini Ölçen Çeşitli Göstergeler Kullanarak Tüm Finansal Gelişme Göstergelerinin Gelecek Ekonomik Büyüme Oranı, Fiziksel Sermaye Birikimi Ve Ekonomik Etkinlikteki İlerleme ile Sağlam Şekilde İlişkili Olduğunu Göstermişlerdir. |
| King ve Levine (1993b) | 80 Ülke, 1960–89 | Çıktıdaki Büyüme, Sermaye Stokundaki Büyüme, Verimlilikteki Büyüme | Likit Yükümlülükler / GSYİH, Ticaret Bankaları Varlıkları/ Ticaret+Merkez Bankası Varlıkları, Özel Sektöre Verilen Krediler/ Toplam Krediler, Finansal Olmayan Firmalara Verilen Krediler/ GSYİH | Panel Regresyon Analizi | Finansal Aracılıkla Ekonomik Büyüme Arasında Pozitif Bağlantı. |
| Gertler ve Rose (1994) | 69 Gelişmekte Olan Ülke, 1950–88 | Reel Kişi Başına GSYİH | Finans Dışı Sektörlere Verilen Banka Kredileri / GSYİH, (M2-M1) / GSYİH | Panel Regresyon Analizi | Aracılık ve Reel Ekonomi Arasında Pozitif İlişki Vardır. |
| Jappelli ve Pagano (1994) | 30 Ülke, 1960–1985 | Reel Kişi Başına Gelirdeki Büyüme | Hanehalkının Erişebileceği Maximum Kredi Miktarının Teminatlı Varlıklara Oranı | Büyüme Regresyon Analizi | Hanehalkının Erişebileceği Kredi Miktarı ile Reel Ekonomik Büyüme Arasında Negatif İlişki. |
| De Gregorio ve Guidotti (1995) | 95 Ülke, 1960–85. 12 Latin Amerika Ülkesi, 1950–1985 | Reel Kişi Başına Gelirdeki Büyüme | Finans Dışı Sektöre Verilen Banka Kredileri | Büyüme Regresyon Analizi | Tüm Ülkeler, Özellikle de Orta Gelir Düzeyine Sahip Ülkeler için Aracılık ve Reel Büyüme Arasında Pozitif Bağlantı. Latin Amerika Ülkelerinde ise Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasında Negatif İlişki. |

| | | | | | |
|---------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|--|---|--|
| Odedokun (1996) | 81 Gelişmekte Olan Ülke, 1961–1989 | Marjinal Sermaye Verimliliği | M1 / BIP, M2 / BIP, M1 / (M2-M1) | Yatay-Kesit Regresyon Analizi | Finansal Derinleşme ve Marjinal Sermaye Verimliliği Arasında Negatif İlişki |
| Berthelemy ve Varoudakis (1996) | 85 Ülke, 1960–90 | Reel Kişi Başına Gelirdeki Büyüme | M2 / GSYİH | Panel Regresyon Analizi | Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme Arasında Negatif İlişki |
| Ram (1999) | 95 Ülke, 1960–1989 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Likit Yükümlülükler/ GSYİH | Yatay-Kesit Regresyon Analizi | Baskın Kanıtlar, Finansal Gelişme Göstergesi ile Ekonomik Büyüme Arasında Önemsiz ya da Zayıf Negatif İlişki Olduğunu Öne Sürmektedir. |
| Beck vd. (2000) | 77 Ülke, 1960–95 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Özel Krediler / GSYİH, Likit Yükümlülükler / GSYİH, Mevduat Bankaları Tarafından Verilen Krediler / GSYİH | Yatay-Kesit ve Dinamik Panel Regresyon Analizi (Yasal Göstergeler Araçsal Değişken Olarak Kullanılmaktadır) | Finansal Gelişmenin Dışsal Bileşeni ile Reel Büyüme Arasında Pozitif İlişki, Finansal Araçlar GSYİH'yı Etkileyen Toplam Faktör Verimliliğindeki Büyüme Üzerinde Geniş, Pozitif Etki Göstermektedir. Finansal Aracılıktaki Gelişme ile Hem Fiziksel Sermayedeki Büyüme Hem de Özel Tasarruf Oranları Arasındaki İlişki Seyrektiler. |
| Levine vd. (2000) | 71 Ülke, 1960–1995 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Likit Yükümlülükler / GSYİH, Ticari ve Merkez Bankası Varlıkları / GSYİH, Özel Krediler / GSYİH (Merkez Bankasının Verdiği Kredileri İçermemektedir) | Yatay-Kesit OLS ve Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) | Dışsal Finansal Sektör Bileşeni Ekonomik Büyüme ile Pozitif İlişki Göstermektedir. Eşanlı Eğilimlerden-Yanılıktan Kaynaklanmayan Finansal Aracılıktaki Gelişmenin Seviyesi ile Uzun Dönem Ekonomik Büyüme Arasında Güçlü Pozitif İlişkiyi Göstermektedir. |
| Rousseau ve Sylla (2001) | 17 Ülke, 1850–1997 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Geniş Tanımlı Para Arzının GSYİH'ya Oranı | Yatay-Kesit Regresyon Analizi | Finansal ve Reel Sektör Arasında Güçlü-Kuvvetli Pozitif İlişki, Gelişmenin Olgunlaşma Evrelerinde Finans ve Reel Büyüme Arasındaki Pozitif İlişki Azalmaktadır |

Kaynak: Blum vd. (2002, s.17–19) ve diğer kaynaklardan derlenmiştir.

yalanlanması için güçlü bir kanıttır. İkinci olarak, tipik olarak kredilerin seviyesi ile ölçülen finansal gelişme, basitçe ekonomik büyümeyi tahmin edebilir, çünkü finansal kurumlar, sektörlerin büyüyeceklerini düşünüp daha çok ödünç verirlerse, finansal piyasalar gelecek büyümeyi tahmin ederler. Bundan dolayı, finansal gelişme basitçe, nedensel faktörden çok öncü bir göstergedir (Rajan ve Zingales, 1998, s.559–560).

De Gregorio ve Guidotti (1995), finansal gelişmenin göstergesi olarak, özel sektöre verilen bankacılık kredilerinin GSYİH'ya oranını kullanarak, finansal gelişme ve uzun dönem büyüme arasındaki uygulamalı ilişkiyi yeniden test etmişlerdir. Çalışma ilk olarak, Barro tipi regresyona ilave bir açıklayıcı değişken olarak finansal gelişme göstergesini dâhil ederek, 1960–1985 döneminde 98 ülke örneği için yatay-kesit büyüme regresyonlarını genişletmektedir. İkinci olarak, 1950–1985 döneminde 12 Latin Amerika Ülkesi için panel veri setini kullanarak, Latin Amerika'daki finansal aracılık ve büyüme arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmaktadır. Ayrıca çalışma, önceki çalışmalardan farklı olarak, finansal gelişmenin yatırımın hacmini, etkinliğini ya da her ikisini artırarak büyümeyi pozitif olarak etkileyip etkilemediğini test etmektedir. İlk modelin sonuçları, finansal gelişme ile uzun dönem ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkiyi önermektedir. Bu pozitif ilişki, özellikle orta ve düşük gelirli ülkelerde güçlüdür. Ayrıca çalışma, 1960'lardaki ilişkinin 1970'ler ve 1980'lerdekinden daha güçlü olduğuna dair açık kanıtlar sunmaktadır. Bulgular, finansal aracılığın büyüme üzerindeki etkisinin temel olarak yatırımın hacminden ziyade yatırımın etkinliği üzerindeki etkisinden kaynaklandığını ortaya koymaktadır. Modelde, finansal gelişme ölçüsünün büyüme üzerindeki etkisinin yalnızca dörtte biri yatırımın hacminden oluşmakta, geri kalanı (dörtte üçü) yatırımın etkinliğinin artması ile açıklanmaktadır. Artan yatırım etkinliğinin nispi önemi, düşük ve orta gelirli ülkelerde yüksek gelirli ülkelerekinden daha yüksektir. Latin Amerika Ülkelerinin kullanıldığı çalışmada ise, finansal aracılık ve ekonomik büyüme arasında sağlam ve anlamlı negatif bir ilişkiye rastlanmaktadır. Şaşırtıcı olarak ortaya çıkabilen bu etki, 1970'ler ve 1980'lerde Latin Amerika'da yaşanmış ve daha sonra başarısızlığa uğramış, aşırı finansal liberalizasyon deneyimleri ışığında yorumlanmaktadır (De Gregorio ve Guidotti, 1995, s.433–445).

Gertler ve Rose (1994, s.39–42) ise, 1950–1988 döneminde 69 ülkeye ait panel verileri kullanarak yaptığı çalışmada finansal derinleşme ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişkiyi önermektedirler. Bulgular, kişi başına gelirdeki %1'lik bir artışın finansal derinleşmenin çeşitli ölçülerinde yaklaşık olarak %1,5'lük bir artışa neden olduğunu göstermiştir.

Ram (1999), yakın geçmişteki birçok yatay-kesit çalışmanın aksine, uygulamalı kanıtların, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi arttırdığı görüşünü desteklemediğini ileri sürmektedir. Çalışmada finansal gelişme ve finansal derinlik, likit yükümlülüklerin GSYİH'ya oranı şeklinde gösterilmektedir. Büyüme ise, kişi başına reel GSYİH büyümesi ile gösterilmektedir. Her bir ülke için, 1960–1989 yılları arasındaki yıllık gözlemlerden, finansal derinlik ve kişi başına reel GSYİH'daki büyüme arasındaki ilişkinin katsayıları hesaplanmaktadır. Hesaplamalar sonucunda, 95 ülkenin 39'u pozitif ilişki ortaya koymakta, bunlardan 9'u geleneksel %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Geriye kalan 56 ülkede ise ilişki negatiftir ve bunlardan 16'sı %5 seviyesinde anlamlıdır. Baskın kanıtlar, finansal gelişme göstergesi ile ekonomik büyüme arasında önemsiz ya da zayıf negatif ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Tek ülke çalışmalarının sonuçları, yatay kesit regresyon sonuçlarına keskin bir şekilde zıt olmaktadır. 95 ülkenin bulunduğu bu çalışmadaki yatay kesit analizi, King ve Levine (1993a,b)'nin 80 ülkeli çalışmasına benzemektedir. Tek ülke çalışmaları kanıtları, finansal gelişmenin büyüme üzerinde pozitif olarak etkili olduğunu ya da iki değişken arasında pozitif ilişkinin olduğu görüşünü güçlü bir şekilde reddetmektedir (Ram, 1999, s.164–174).

2.1.2. Hisse Senedi Piyasalarının Dâhil Edildiği Yatay-Kesit Regresyon Analizleri

Atje ve Jovanovic (1993)'in çalışması, hisse senedi piyasası göstergelerini yatay-kesit regresyon çalışmalarına dâhil eden ilk çalışmadır. Çalışma, finansal gelişmenin özellikle de hisse senedi piyasası gelişmesinin, ekonomik faaliyetlerin seviyesini ve/veya büyümesini etkileyip etkilemediğini araştırmaktadır. Sıradan en küçük kareler yöntemini kullanan çalışma, bankacılık gelişme ölçütü olarak özel ve kamu bankaları tarafından verilen kredilerin GSYİH'ya oranını kullanırken, hisse senedi piyasası göstergesi olarak hisse senedi piyasası işlemlerinin yıllık değerinin GSYİH'ya oranını kullanmaktadır. Ekonomik büyüme, reel kişi başına gelirdeki büyüme ile gösterilmektedir. Gecikmeli yatırım oranı ve nüfus artışı, kontrol değişkenleridir. Bankacılık göstergesinin 94 ülke için 1970–1988 değerleri mevcutken, hisse senedi piyasası göstergesinin sadece 40 ülke için 1980'den 1988'e kadarki değerleri mevcuttur. Atje ve Jovanovic (1993)'e göre bankacılık piyasasının ekonomik büyümeyi arttırmada hiçbir rolü yokken, 1980–1988 dönemi için hisse senedi piyasası gelişmesi büyümeyi açıklamaktadır. Sonuçlara göre, hisse senedi piyasalarındaki gelişmenin ekonomik büyümeyi arttırıcı etkisi, bankacılık piyasasından daha fazladır (Atje ve Jovanovic, 1993, s.632–640). Harris (1997, s.139–146), Atje ve Jovanovic (1993)'in ele aldığı hisse senedi piyasası ile ekonomik gelişme arasındaki uygulamalı ilişkileri, 1980–1991 dönemindeki 49

ülke için yeniden incelemektedir. Çalışmanın amacı Atje ve Jovanovic (1993)'in sonuçlarının yanıltıcı olduğunu göstermektir. Harris (1997, s.141–142)'e göre cari yatırımlar için gecikmeli yatırım değişkeninin kullanılması doğru değildir. İçsellik probleminin çözümü için gecikmeli değişkenin kullanılması, modeli etkin bir yatırım değişkeninden noksan bırakmaktadır. Bu ihmal edilen değişken, geri kalan parametrelerin yanlış kestirimlerine neden olur. Atje ve Jovanovic (1993)'in modelini, gecikmeli yatırım değişkeni yerine cari yatırımları ve cari yatırımların muhtemel içselliğinin önüne geçmek için iki basamaklı en küçük kareler yöntemi kullanarak tahmin eden çalışma, hisse senedi piyasasının etkisini Atje ve Jovanovic (1993)'in sonuçlarından daha zayıf bulmaktadır. Örnek ülkeler, gelişmiş ve az gelişmiş ülkeler olarak iki alt gruba ayrıldığında, az gelişmiş ülkeler için hisse senedi piyasasının etkileri tüm örneklem ile karşılaştırıldığında nihai olarak çok zayıftır. Gelişmiş ülkeler için, hisse senedi piyasası faaliyetlerinin biraz açıklayıcı gücü vardır, ancak istatistiksel olarak anlamlılığı zayıftır. Sonuçlara göre, Atje ve Jovanovic (1993)'in çalışmasındaki bulguların aksine, kişi başına çıktıdaki büyümeyi açıklamaya çalışan hisse senedi piyasası faaliyetlerinin seviyesine ait herhangi bir kuvvetli kanıt bulunmamaktadır.

Levine ve Zervos (1998), hisse senedi piyasalarının likiditesinin, büyüklüğünün, değişkenliğinin ve uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşmesinin ölçülerinin, şimdiki ve gelecek büyüme oranlarıyla, sermaye birikimiyle, verimlilikteki artışla ve tasarruf oranlarıyla sağlam bir ilişki gösterip göstermediğini, 1976–1993 yılları arasında 47 ülke verisini kullanarak araştırmışlardır. Atje ve Jovanovic (1993) modeli üzerine kurulu çalışma, hisse senedi piyasası ile uzun dönemli büyüme arasındaki ilişkiye yönelik kanıt sağlamakta ve ayrıca, finansal aracılıkla büyüme arasındaki ilişkiyi bankacılık verilerini kullanarak inceleyen King ve Levine (1993a)'nin yatay-kesit analizini, hisse senedi piyasası verileriyle genişletmektedir. Levine ve Zervos (1998) bu çalışmada, Atje ve Jovanovic (1993)'e çeşitli katkılar yapmaktadır. Ülke sayısı yüzde yirmi oranında arttırılmış, yıl sayısı hemen hemen iki katına çıkmış, hisse senedi piyasası likidite oranlarına eklemeler yapılmış, hisse senedi piyasası değişkenliği ve iki tane hisse senedi piyasası bütünleşme ölçüsü eklenerek, hisse senedi piyasası ve bankacılık ile büyüme arasındaki ilişki inceleyen çalışmaya dâhil edilmiştir. Ayrıca büyümeyi etkileyebilecek ekonomik ve politik faktörlerin kontrolü için geniş bir koşullu bilgi setine de (başlangıç gelir düzeyi, başlangıç eğitim yatırımları seviyesi, politik sağlamlık, maliye politikaları, ticarete açıklık, makroekonomik sağlamlık ve geleceğe yönelik hisse senedi fiyatlarının niteliğinin kontrolü) yer verilmektedir. Büyüme ile kurulan doğrudan ilişkinin yanında, hisse senedi piyasası ile fiziki sermaye birikimi, verimlilik artışı ve özel tasarruf oranları arasındaki ilişki de araştırılmaktadır. Çalışmada hisse senedi

piyasaının büyüklüğü, yurt içi işlemlerdeki yurt içinde listelenmiş payların değerinin GSYİH'ya oranına eşit olan piyasa kapitalizasyonları tarafından ölçülmektedir. Hisse senedi piyasalarının likiditesini ölçmek için iki ölçü kullanılmıştır. İlki, devir oranı (turnover ratio), yurt içi işlemlerdeki yurt içi payların ticarete konu olan değerinin, listelenmiş yurt içi payların değerine oranına eşittir. Devir oranı, yurt içi işlemlerde ticarete konu olan yurt içi hisse senetlerinin hacminin, piyasa büyüklüğüne nispi bir ölçüsüdür. Yüksek devir oranı, düşük işlem maliyetlerinin bir göstergesi olarak sıklıkla kullanılmaktadır. Önemli olarak, geniş hisse senedi piyasalarının likit bir piyasa olması gerekmektedir, geniş ama aktif olmayan piyasalar, büyük kapitalizasyon ve düşük devir oranına sahip olacaktırlar. Piyasa likiditesinin ikinci ölçüsü, işlem hacmi, yurt içi işlemlerdeki yurt içi payların ticarete konu olan değerinin GSYİH'ya oranına eşittir. Ticaret maliyetlerinin veya belirli işlemlerde ticaretle ilişkili belirsizliklerin doğrudan bir ölçüsü yokken, hisse senedi piyasası likiditesi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen teorik modeller, işlem hacmi ölçüsünü kullanır. İşlem hacmi, ticaret hacmini ulusal gelirin bir payı gibi ölçer ve ekonomi büyüklüğü temelinde likiditeyi pozitif olarak yansıtır. İşlem hacmi göstergesi, ekonominin genişliğine nispeten ticareti ölçmeyi kapsarken, devir oranı, ticareti hisse senedi piyasası hacmine nispeten ölçer. Böylece, küçük ve likit piyasaların yüksek devir oranı ama düşük ticarete konu olan değeri olacaktır. Ayrıca ilave olarak, uluslararası finansal piyasalarla bütünleşme ve hisse senedi piyasalarındaki oynaklığın ölçüsü olan bütünleşme ve değişkenlik göstergeleri kullanılmaktadır. Bankacılık gelişme göstergesi, ticaret bankaları ve diğer mevduat kabul eden bankalar tarafından özel sektöre verilen ödünçlerin değerinin GSYİH'ya oranı olarak tanımlanmaktadır. Yatay-kesit analiz sonuçları, uzun dönemli büyüme performansı ile ilişkili diğer faktörlerin kontrollünden sonra dahi, hem bankacılık gelişmesinin hem de hisse senedi piyasalarının likiditesinin başlangıç seviyesi ile, çıktıdaki, sermaye stokundaki ve verimlilikteki büyümenin gelecek değerleri arasında pozitif, ekonomik olarak büyük ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir. Bankacılık büyümesinin ve hisse senedi piyasalarının likiditesinin ikisi de, ekonomik büyümenin, sermaye birikiminin ve verimlilikteki büyümenin iyi birer kestiricisidir. Diğer hisse senedi piyasası göstergesi, uzun dönemli büyüme ile sağlam bir ilişki göstermemektedir. Değişkenlik ile büyüme arasındaki ilişki anlamsızdır. Benzer olarak, piyasa büyüklüğü ve uluslararası bütünleşme göstergeleri, büyüme, sermaye birikimi ve verimlilikteki artışla sağlam bir ilişki göstermemektedir. Finansal göstergelerden hiçbiri özel tasarruflarla sağlam bir ilişki göstermez. Sonuçlara göre finansal faktörler, büyüme sürecinin ayrılmaz parçasıdır ve finansal gelişme-ekonomik büyüme arasında güçlü, pozitif ilişki vardır. Hem bankacılık hem de hisse senedi piyasası gelişme göstergeleri anlamlı olarak büyüme regresyonuna

katılmaktadır. Bu bulgular, bankaların, hisse senedi piyasaları tarafından sağlanan hizmetlerden farklı hizmetler sağladığını göstermektedir. Bundan dolayı, bankacılık ve hisse senedi piyasalarının birbirinin rakibi değil, tamamlayıcısı olduğu ileri sürülmektedir (Levine ve Zervos, 1998, s.537–558).

Khan ve Senhadji (2000, s.1–23), hem yatay-kesit hem de panel regresyon yöntemini kullanarak 159 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede, 1960–1999 döneminde finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisini incelemektedir. Finansal gelişme göstergeleri: özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı, özel sektöre verilen krediler artı hisse senedi piyasası kapıtilizasyonlarının GSYİH'ya oranı, özel sektöre verilen krediler artı hisse senedi piyasası kapıtilizasyonları artı kamu ve özel tahvil piyasası kapıtilizasyonlarının GSYİH'ya oranı ve hisse senedi piyasası kapıtilizasyonlarıdır. Regresyon sonuçları, ülkeler arasındaki büyüme oranlarındaki farklılığın önemli bir açıklayıcısının finansal gelişme olduğunu göstermektedir. Büyüme eşitliği panel verilerle tahmin edildiğinde, finansal derinleşme göstergeleri istatistiksel olarak anlamsız olmaktadır. Regresyon analizi sonuçları, bankacılık, hisse senedi ve tahvil piyasasını kapsayan finansal derinleşme göstergeleri ile büyüme arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiyi öngörmektedir.

Fink vd. (2004, s.3–23), çoğunluğu geçiş ülkesi olan dokuz Avrupa Birliği ülkesinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, 1996–2000 döneminde üretim fonksiyonu yaklaşımını kullanarak incelemekte ve elde edilen bulguları on sekiz gelişmiş ülkeyle kıyaslamaktadır. Finansal sektörün tek parçalı gelişme ölçülerinin yanında, finansal gelişmenin toplam ölçüleri de kullanılmaktadır. Finansal piyasa yapılarındaki değişiklikten daha az etkilenen toplulaştırılmış finansal gelişme ölçüsü, kredi, tahvil ve hisse senedi piyasasını kapsamaktadır. Çalışma, finansal gelişme ve ekonomik büyümenin yanı sıra finansal piyasaların yapısı ve ekonomik büyüme arasındaki karşılıklı bağımlılığı da ele almaktadır. Ekonometrik yöntem olarak hem geleneksel yatay-kesit regresyon hem de panel veri yaklaşımı kullanılmaktadır. Üretim fonksiyonu yaklaşımında sermaye stoku, emek ve beşeri sermaye açıklayıcı değişken olarak kullanılmaktadır. Sermaye stokunun açıklayıcı değişken olarak kullanılmasının nedeni, sermaye stokunun büyümeyi etkileyen önemli bir kanal olmasıdır.

Çalışmada, 18'i gelişmiş ve 9'u geçiş ülkesinden oluşan toplam 27 ülke bulunmaktadır. Sonuçlar, yurt içi banka kredilerinin ve tahvil piyasalarının reel sermaye stoku ile birlikte geçişin ilk dönemlerinde ekonomik büyümeyi uyardığını ileri sürmektedir. Birleşmedeki

Tablo 2.2. Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasasını Kapsayan Yatay-Kesit Çalışmaları

| Makale | Örnekleme Kütle ve Dönem | Bağımlı Değişken | Açıklayıcı Finansal Değişken (Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasası Verileri) | Yöntem | Temel Bulgular |
|--------------------------|--|--|--|---------------------------------------|---|
| Atje ve Jovanovic (1993) | 94 Ülke İki Grup, 1970–1988 ve 1980–1988 | Reel Kişi Başına Gelirdeki Büyüme | Özel Krediler / GSYİH, Yatırım Oranı Çarpı Hisse Senedi Piyasası Devir Oranının GSYİH'ya Oranı | OLS Regresyon Analizi | Sermaye Piyasaları ile Büyüme Arasında Pozitif İlişki, Aracılığın Etkisi ise Yoktur. |
| Harris (1997) | 49 Ülke, 1980–1991 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Yatırım Oranı Çarpı Hisse Senedi Piyasası Devir Oranının GSYİH'ya Oranı | 2SLS Regresyon Analizi | Atje ve Jovanovic (1993)'in Aksine Sadece Yüksek Gelire Sahip Ülkelerde Sermaye Piyasaları ile Büyüme Arasında Sınırlı Pozitif İlişki Vardır. |
| Levine ve Zervos (1998) | 47 Ülke, 1976–1993 | Reel GSYİH'daki Büyüme, Sermaye Stoku, Verimlilik ve Tasarruflar | Banka Kredileri / GSYİH (Ticaret Bankaları ve Diğer Mevduat Kabul Eden Bankalar Tarafından Verilen Krediler) Yurt İçinde Listelenmiş Şirketlerin Kapitalizasyonları / GSYİH, İşlem Hacmi / GSYİH, Hisse Getirilerinin Oynaklığı | Yatay-Kesit Regresyon Analizi | Hem Hisse Senedi Piyasası Likiditesi Hem de Bankacılıktaki Gelişme Büyüme, Sermaye Birikimi ve Verimlilikteki Artışı Açıklamaktadır. Hisse Senedi Piyasası Büyüklüğü, Değişkenliği ve Uluslararası Entegrasyon Büyümeyle Sağlam İlişki İçinde Değildir. |
| Khan ve Senhadji (2000) | 159 Ülke, 1960–1999 | Reel GSYİH Büyüme Oranı | Özel Sektöre Verilen Krediler/GSYİH, Özel Sektöre Verilen Krediler Artı Hisse Senedi Piyasası Kapitalizasyonları/GSYİH, Özel Sektöre Verilen Krediler Artı Hisse Senedi Piyasası Kapitalizasyonları Artı Kamu ve Özel Tahvil Piyasası Kapitalizasyonları/ GSYİH', Hisse Senedi Piyasası Kapitalizasyonlarıdır. | Yatay-Kesit Regresyon ve Panel Analiz | Sonuçlar Bankacılık, Hisse Senedi ve Tahvil Piyasasını Kapsayan Finansal Derinleşme Göstergeleri ile Büyüme Arasında Pozitif ve İstatistiksel Olarak Anlamlı Bir İlişkiyi Öngörmektedir. |

Kaynak: Blum vd. (2002, s.21–24) ve diğer kaynaklardan derlenmiştir.

ilerleme ile birlikte yurt içi krediler anlamsız hale gelirken, ekonomik büyümeye katkıda eğitim, reel sermaye birikimi ve tahvil piyasaları ile birlikte en önemli faktörlerden biri haline gelmektedir. Gelişmiş ülkelerde, hiçbir finansal gelişme göstergesi büyüme sürecinde anlamlı bir rol oynamazken, emek, reel sermaye birikimi ve eğitim ile birlikte anlamlı hale gelmektedir (Fink vd., 2004, s.3–23).

2.2. Zaman Serisi Çalışmaları

Geniş sayıdaki finans-büyüme literatürü, çeşitli zaman serisi tekniklerini kullanarak finans-büyüme ilişkisini incelemektedir. Bu çalışmalar finans-büyüme ilişkisinin niteliğini araştırmak için Granger nedensellik testleri ve VAR (Vector Autoregression) prosedürünü kullanmaktadır. Araştırmalar, finansal gelişmenin daha iyi ölçülerini, daha güçlü ekonometrik teknikleri kullanmakta ve tek ülke çalışmaları ile daha fazla derinlik kazanmaktadır.

Kulatrane (2001, s.9)'ye göre, yatay kesit çalışmalardaki nedensel sonuçlar, zamanın veri bir noktasında, daha büyük finansal derinleşmeye sahip ekonomilerin, daha düşük başlangıç finansal faaliyet seviyesine sahip ülkelere, sonraki zaman dönemlerinde daha hızlı büyüyeceği gözlemiyle kısıtlanmaktadır. Bundan dolayı, bu konudaki zaman serisi çalışmalarının sonuçlarını incelemek yararlı olmaktadır. Rousseau ve Wachtel (1998) ise, zaman serisi çalışmalarının yatay-kesit çalışmalarından daha kesin nedensel sonuçlar verdiğini ifade etmektedir. Yatay-kesit çalışmaları, çoğunlukla finanstan reel ekonomiye doğru gitmek zorunda olan, finansal sektör ve reel sektör arasındaki bağlantıyı varsayarken, zaman serisi analizleri önemli olarak nedensellik soruna odaklanmaktadır. Bu da en fazla Granger nedensellik testi kullanılarak yapılmaktadır.

2.2.1. Bankacılık Piyasası Ağırlıklı Zaman Serisi Çalışmaları

Jung (1986)'un çalışması, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini inceleyen ilk kapsamlı çalışmalardan birisidir. Jung (1986), çalışmasında arz-öncü ve talep-izleyici hipotezleri Granger nedensellik testini kullanarak, gelişmiş ve gelişmekte olan 56 ülke için incelemiştir. Analizde ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına GSMH ya da GSYİH kullanılmaktadır. İki değişik finansal gelişme ölçüsünden ilki, nakit oranı, nakit'in, nakit artı vadesiz mevduat toplamından oluşan dar tanımlı para arzına oranına eşittir. Bu değişken, finansal yapının karmaşıklığının bir göstergesidir. Nakit oranındaki bir azalma, ekonomideki reel büyümeye eşlik etmektedir. Özellikle ekonomik gelişmenin ilk dönemlerinde, finansal varlıkların ve yükümlülüklerin daha fazla çeşitlendirilmesi ve daha

fazla işlem, nakit dışı biçiminde yapılmaktadır. Finansal gelişmenin ikinci ölçüsü, parasallaşma göstergesi olarak sayılan geniş tanımlı para arzının nominal GSMH'ya (ya da GSYİH) oranıdır. Parasallaşma göstergesi, büyüyen ekonomilerde reel sektörün reel büyüklüğünü göstermektedir. Eğer zaman içinde finansal sektör reel sektörden daha hızlı (daha yavaş) büyürse oran artacaktır (azalacaktır). Nakit oranı ve parasallaşma göstergesi gibi iki alternatif finansal gelişme göstergesinin kullanıldığı nedensellik testi sonuçları, az gelişmiş ülkelerde arz-öncü nedensellik şeklinin talep-izleyici nedensellik şekline göre daha fazla sıklıkta görüldüğünü göstermektedir. Geçici nedensellik şeklinde ise, Schumpeter hipotezine yönelik karışık sonuçlar bulunmaktadır. Nakit oranı, finansal gelişme göstergesi olarak kullanılırsa, ekonomik gelişme sürecinde arz-öncü ve daha sonra talep-izleyici nedensellik şeklinin verilerle az çok desteklendiği görülmektedir. Böylece, hangi nedensellik anlayışı kullanılırsa kullanılsın, ***az gelişmiş ülkeler finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru hareket eden nedensellik yönü ile nitelendirilirken, gelişmiş ülkeler ters yönlü nedensellik ilişkisi ile nitelendirilmektedir.*** Diğer yandan, parasallaşma göstergesi nedensellik yönü ile ilgili olarak gelişmiş ülkeleri az gelişmiş ülkelere ayırmamaktadır. Az gelişmiş ülkelerde, GSMH (ya da GSYİH)'nin ortalama büyüme oranından daha yüksek büyüme oranına sahip olan ülkelerde, finansal gelişme göstergesi olarak nakit oranı kullanıldığı zaman, arz öncü olguyla daha güçlü bir şekilde ilişkili olmaktadır. Parasallaşma göstergesi kullanıldığı durumda, az gelişmiş ülkeler arasında ters yönlü nedensellik biçimi görülmesine rağmen, tüm sonuçlar Schumpeter hipotezi için az çok destek sağlamaktadır (Jung, 1986, s.333–344).

Thornton (1994, s.41–50), 9 Asya ülkesinde, finansal derinleşmenin uzun dönem ekonomik büyümeye etkisini, eşbütünleşme ve nedensellik testini kullanarak incelemiştir. Dokuz ülkenin sadece üçünde finansal derinleşmeden ekonomik büyümeye pozitif tek yönlü nedenselliğe rastlanmaktadır. Granger nedensellik testi sonuçları, finansal derinleşmenin kısa dönemde ekonomik büyümeyi çok fazla farklılaştırmadığını ortaya koymaktadır.

Murinde ve Eng (1994, s.391–404), Singapur'daki finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, arz-öncü ve talep-izleyici finans bağlamında, eşbütünleşme ve Granger nedensellik testini kullanarak uygulamalı olarak incelemektedir. Sonuçlar, dar tanımlı parasal büyüklüklerin ve bazı parasallaşma göstergelerinin kullanıldığı durumda, Singapur için güçlü bir şekilde arz-öncü hipotezi destekleyici niteliktedir.

Demetriades ve Hussein (1996), finansal gelişme ve reel GSYİH arasındaki nedenselliği, zaman serisi tekniklerini kullanarak test etmektedir. Çalışma, Türkiye'nin de aralarında

bulunduğu on altı ülkeye ait zaman serisi verileriyle, hem Engle-Granger iki adımlı süreci hem de Johansen en büyük olabilirlik yöntemine dayanan eşbütünleşme testlerini kullanmaktadır. Yazarlara göre eşbütünleşme testlerini kullanmanın sağladığı avantaj, finansal ve ekonomik gelişme arasındaki kararlı uzun dönem ilişkilerinin varlığına kanıt sağlamaktadır. Finansal gelişme ölçüsü olarak iki kukla değişken kullanılmaktadır. Geniş tanımlı para arzından dolaşımdaki paranın çıkarılması gerektiğini savunan yazarların kullandığı ilk finansal gelişme ölçüsü, banka mevduat yükümlülüklerinin nominal GSYİH'ya oranıdır. İkinci gösterge ise, özel sektöre verilen bankacılık kredilerinin nominal GSYİH'ya oranına eşittir. Engle-Granger test sonuçlarına göre, beş ülkede (Honduras, Güney Afrika, Sri Lanka, Türkiye ve Venezuela) finansal göstergelerin en azından bir tanesi, kişi başına reel GSYİH ile eşbütünleşme göstermektedir. Bütüne bakıldığında, Engle-Granger sonuçları, ülkelerin birçoğunda eşbütünleşme belirlemede başarısızlığa uğramıştır. Johansen test sonuçlarına göre, örnek kütledeki 16 ülkenin 13'ünde finansal gelişmenin en azından bir göstergesi ile kişi başına reel GSYİH arasında kararlı ilişkiye yönelik kanıtlara ulaşılmıştır. Kanıt, ilk finansal gelişme göstergesinde, bu göstergenin kişi başına reel GSYİH ile eşbütünleşme göstermesinde daha kuvvetlidir. Johansen analiz sonuçlarında, Pakistan, İspanya ve Sri Lanka için finansal gelişmenin herhangi bir göstergesi ile kişi başına reel GSYİH arasında eşbütünleşmeye dair hiçbir kanıt yoktur. İlginç olarak, Engle-Granger sonuçlarında da bu ülkelerin ikisi için hiçbir eşbütünleşmeye rastlanmamıştır. İkinci finansal gelişme göstergesini kullanan Engle-Granger vektör hata düzeltme modeli sonuçlarına göre, Güney Afrika ve Mauritius Adası için nedenselliğin yönü hakkında kanıt yoktur. Honduras ve Sri Lanka, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye öncü olduğu hipotezini desteklerken, Türkiye üzerindeki sonuçlar, güçlü bir ters nedensellik göstermektedir. Johansen tipi vektör hata düzeltme modeline dayanan eşbütünleşme testinin sonuçları, Kostarika, El Salvador, Yunanistan, Guatemala, Portekiz ve Türkiye için ters nedensellik göstermektedir. Bu sonuçlar, Robinson'un finansın ekonomik büyümeyi takip ettiği görüşünü desteklemektedir. Sonuçlar, ekonomik gelişme sürecinde finansal gelişmenin öncü sektör olduğuna çok az destek sağlamaktadır. Diğer yandan, birçok ülkede ekonomik büyümenin sistematik olarak finansal gelişmeye neden olduğuna dair kanıt bulmuşlardır. Ayrıca, kanıtların birçoğu finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin iki yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Nedensellik testinden elde edilen sonuçlar ülke temellidir. Sonuçlara göre, ne finansın büyümenin öncüsü olduğu görüşü, ne de finansın büyümeyi takip ettiği görüşü hakkında genel bir kabul bulunmamaktadır (Demetriades ve Hussein, 1996, s.388–407).

Thornton (1996), 22 gelişmekte olan ülkede (Asya, Latin Amerika ve Karayip), finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi mevcut uygun verilerle test etmek için Granger nedenselliği kullanmışlardır. Finansal derinleşme, toplam banka mevduatlarının nominal GSYİH'ya oranı olarak ölçülmektedir. Dolaşımdaki para, bankacılık sistemince aracılığa konu olmadığı için tanım dışı bırakılmıştır. Sonuçlar, yirmi iki ülkenin sekizi için finansal derinleşme ve ekonomik büyümenin eş anlı olarak belirlendiğini ortaya koymaktadır, yani yokluk hipotezi her iki yönde de reddedilmektedir. Finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi arttırdığı %5 anlamlılık düzeyinde beş ülkede (Filipinler, Dominik Cumhuriyeti, El Salvador, Jamaika ve Malezya) ve ayrıca %10 anlamlılık düzeyinde iki ülkede (Nepal ve Tayland) desteklenmektedir. Bu durum, finansal derinleşmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedenselliğin kanıtı olmaktadır. Yapısalcı görüş ise, yalnızca Meksika örneğinde desteklenmektedir, yani finansal derinleşmeden ekonomik büyümeye doğru negatif tek yönlü nedensellik ortaya çıkmaktadır. Ekonomik büyümeden finansal derinleşmeye doğru tek yönlü nedensellik dört ülkede (Myanmar, Peru, Uruguay ve Kore) %5 anlamlılık düzeyinde ve iki ülkede (Guatemala ve Paraguay) %10 anlamlılık düzeyinde ortaya çıkmaktadır. İki ülkede (Jamaika ve Venezuela), finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasında geri besleyici etkiler görülmektedir. Özet olarak, sonuçlar birçok durumda finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi çok farklılaştırmadığını ortaya koymaktadır. Yirmi iki gelişmekte olan ülkenin on dördünde, finansal derinleşmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedenselliğin (pozitif ya da negatif) varlığına dair hiçbir kanıt rastlanmamıştır. Yazarlara göre bu durum, her iki değişkeni birlikte etkileyen ilave bir bağımsız faktörün tahminlerdeki yokluğunun ya da alternatif olarak finansal faktörlerin yalnızca ayrı bağımsız birim olarak önemli olabileceğini yansıtır olabilir (Thornton, 1996, s.244–245).

Türkiye'nin de aralarında bulunduğu 12 ülkede (ABD, İngiltere, Almanya, Japonya, Güney Kore, Fransa, Hindistan, İspanya, Yunanistan, Türkiye, Şili ve Meksika), 1949–1992 döneminde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki uzun dönem ilişkisini inceleyen Arestis ve Demetriades (1996), kullanılan finansal gelişme ölçüsüne göre ülke temelli ilişkilerin değiştiği sonucuna ulaşmıştır. Johansen eşbütünleşme analizinin kullanıldığı çalışmadaki ilk finansal gelişme ölçüsü, geniş tanımlı para arzının (M2Y) GSYİH'ya oranıdır. İkinci ölçü, M2'den bankacılık sektörü dışında tutulan nakitin çıkarılmasının GSYİH'ya oranı ve üçüncüsü, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranıdır (Arestis ve Demetriades, 1996, s.10–11). Ekonomik gelişme ölçütü ise, kişi başına reel GSYİH'dır. İlk finansal gelişme ölçüsünün kullanıldığı eşbütünleşme analizi sonuçlarına göre, Fransa, Almanya, İngiltere, İspanya, Türkiye ve Meksika'da eşbütünleşmenin olmaması hipotezi reddedilmektedir.

Alternatif finansal gelişme göstergeleri durumunda, eşbütünleşme olmaması hipotezi, Japonya, Güney Kore, Hindistan, Yunanistan, İspanya ve Şili durumunda reddedilmiştir. Özel sektöre verilen krediler ve GSYİH arasındaki eşbütünleşme, Şili hariç bütün durumlarda reddedilmektedir. Sonuçlar, finansal değişkenlerle reel kişi başına GSYİH arasında uzun dönemli kararlı ilişkinin varlığını göstermektedir. Johansen tipi hata düzeltme modelinde, iki ülkede (İlk ölçü kullanıldığı durumda İngiltere, ikinci ve üçüncü ölçülerin kullanıldığı durumda Japonya’da) finans büyümeye neden olmaktadır. Üç durumda, üçüncü finansal gelişme ölçüsünde Yunanistan, ikinci ölçüde İspanya ve Şili ve birinci ölçüde Fransa ve bunlara ilaveten üçüncü ölçüde Hindistan, Yunanistan, İspanya ve Türkiye’de finans büyümeyi takip etmektedir. Kalan diğer durumlarda, iki yönlü nedensellik gözlemlenmektedir. Endüstrileşmiş ülkeler Almanya, İngiltere ve Amerika’da iki yönlü nedensellik varken Japonya’da tek yönlü nedensellik bulunmaktadır (Arestis ve Demetriades, 1996, s.12). Güney Kore’de ise enteresan bir sonuçla karşılaşmaktadır. Finansal gelişme ölçütlerinin ikisi, iki yönlü nedensellik önermektedir. Bu ülkenin uzun yıllar boyunca finansal olarak baskı altında kaldığı düşünüldüğünde, finansın büyümeye neden olması sürpriz bir sonuç olmaktadır. Diğer yandan bu bulgu, finansal politikaların başarılı yönetimiyle tutarlıdır.

Luintel ve Khan (1999, s.384–405), on ülkede çok değişkenli VAR (vektör otoregresif model) yaklaşımını kullanarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki uzun dönem ilişkisini, eşbütünleşme yapısını kullanarak incelemiştir. Finansal gelişme ölçüsü, toplam mevduat yükümlülüklerinin bir dönem gecikmeli nominal GSYİH’ya oranıdır. Büyüme göstergesi ise reel kişi başına GSYİH’dır. Uygulamalı literatürden farklı olarak sonuçlar, tüm örneklem ülkelerde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedenselliği ileri sürmektedir.

Rousseau ve Wachtel (1998, s.657–678), finansal ve reel sektör arasındaki bağlantının kuvvetini ve ayarlamasını daha keskin bir şekilde nitelendirmek için 1870–1929 döneminde beş sanayileşmiş ülkeye ait (Amerika, İngiltere, Kanada, Norveç ve İsveç) tarihsel verileri kullanarak, finansal araçların yoğunluğu ile uzun dönem ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin niteliğini incelemektedirler. Finansal yoğunluğun ölçüleri, kişi başına reel çıktı seviyesi ve parasal taban arasındaki uzun dönemli ilişkilerin nicel önemi için vektör hata düzeltme modeli oluşturulmuştur. İlk olarak, reel kişi başına çıktı seviyesi, para ve aracı varlıkları arasında tek bir eşbütünleşmiş ilişki bulunmaktadır. Sonuçlara göre, VAR sisteminde finansal aracılık kişi başına çıktı seviyesine Granger anlamında neden olurken, çıktı finansal aracılığa Granger anlamında neden olmamaktadır. İkinci olarak, bir dizi vektör

hata düzeltme modeli kestirilmiş ve çıktı eşitliğinde hata düzeltme teriminin çoğunlukla anlamlı olduğu, ancak aracılık eşitliğinde anlamlı olmadığı gösterilmektedir. Sonuçlar, finansal aracılığın çıktıya öncü olduğunu, ancak çıktının doğrudan aracılığa geri beslemesi olmadığını ileri sürmektedir. Bulgular, Schumpeter (1911)'in hızlı büyüyen finansal sistemlerin hem kaynak tahsisinde hem de genel ekonomik performansı ilerletmede kilit rol oynadığı görüşünü desteklemektedir. Sonuçlar, büyük depresyondan önce beş öncü ekonomide hızlı endüstriyel dönüşümün arkasındaki nedensel kuvvetin finansal gelişme olduğunu göstermektedir (Rousseau ve Wachtel, 1998, s.677–678).

Hansson ve Jonung (1997, s.275–301), eşbütünleşme tekniklerini kullanarak İsveç ekonomisi için 150 yıldan fazla bir dönemi kapsayacak şekilde (1834–1991), finans ve ekonomik büyüme arasındaki uzun dönemli ilişkiyi araştırmaktadır. Çalışma, büyüme sürecinde finansa odaklanmakla birlikte eğitimin ve teknolojik ilerlemenin rolünü de incelemektedir. Büyüme göstergesi olarak reel kişi başına GSYİH ve kişi başına toplam yatırımlar kullanılmaktadır. Finansal gelişme ölçüsü ise, finansal sektörden bankacılık dışı kesime verilen kişi başına kredilerdir. Ayrıca büyümeyi etkileyen diğer değişkenler için eğitime ilişkin bir gösterge ve teknik ilerleme için patent başvurularının sayısı kullanılmaktadır. Eşbütünleşme testi sonuçları, finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisinin en geniş olduğu dönemin 1890–1939 dönemi olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, finansal sistemin gelişmesinin, İkinci Dünya Savaşı öncesi büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Buna karşın araştırılan bütün bir dönem için finans ve büyüme arasında herhangi bir istikrarlı ilişki bulunmamaktadır. Sonuçlar, herhangi bir tek yönlü nedensel ilişkiden ziyade, değişkenler arasında karşılıklı bir ilişki ortaya koymaktadır. Patent başvurularının sayısı, 1890–1939 döneminde artmasına karşın, patentlerin finansa daha fazla cevap verici olduğu görünmektedir, finansın patente değil. İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde, GSYİH'nın patentlere dair esnekliği çok büyüktür ve bu patentlerin önemli rolüne işaret etmektedir. Bu nedenle sonuçlar, teknolojik gelişmenin İkinci Dünya Savaşı sonrası ekonomik büyümeyi açıklamadaki önemine işaret etmektedir. Bu bulgular, finansal sistemin büyümeyi ilerletmedeki rolünün ekonomik kalkınmanın ilk aşamalarında önemli olduğu, fakat son otuz yılda OECD ülkeleri arasında önemli olmadığını gösteren araştırmalarla ve Rousseau ve Wachtel (1998)'ın beş büyük sanayileşmiş ekonomi için yaptığı incelemeyle tutarlıdır.

Burhop (2006, s.41–58), Almanya'da sanayileşmenin ilk dönemlerinde ortak sermayeli kredi bankalarının (joint-stock credit bank) ekonomik büyümeye etkisini araştırmıştır. Toda-Yamamoto nedensellik testini ve etki-tepki analizini kullanan çalışma, finansal gelişmenin

etkisini, hem ekonomi hem de modern sektörler bazında ayrı ayrı incelemektedir. Sonuçlara göre, finansal sektör gelişmeleri, 1860 ve 1913 yılları arasında tüm Alman ekonomisi için hasıla, verimlilik ve sermaye birikimi için nedensel bir kuvvet olamamıştır. Ancak, on dokuzuncu yüzyıl Almanya'sında sanayi gelişimi için ortak sermayeli (joint-stock) kredi bankalarının önemli bir rolü olduğu görüşü desteklenmektedir. Kredi bankalarının toplam varlıkları, 1851 ve 1882 yılları arasında sanayi sektöründeki sermaye oluşumunu pozitif olarak etkilemektedir. Daha sonraki dönemlerde (1883–1913), tasarruf bankaları, kredi bankalarına göre sermaye oluşumuna daha fazla bir nedensel bir güç katmıştır. Bu sonuçlar, ekonominin göreceli olarak geri olduğu, Alman sanayileşmesinin ilk yıllarında kredi bankalarının modernize edici rolünü içinde barındıran Gerschenkron'un görüşüne kanıt olarak alınabilir.

Rousseau ve Sylla (2005, s.2–21), yenilikçi ve genişleyen finansal sistemin iş adamlarına ve kamuya, borç ve hisse senedi finansmanı sağlayarak yeni teknolojileri ortaya çıkardıkça, erken safhalardaki büyümenin ve modernizasyonun merkezi olduğunu iddia etmektedirler. Ekonomik büyümenin ve gelişmenin finans-öncü olduğu hipotezini test etmek için, 1790'dan 1850'ye kadar yatırımlarla ve ticaret şirketleriyle ilişkili bankacılık ve hisse senedi piyasası faaliyetlerinin ölçülerini modelleyen, çok değişkenli zaman serisi veri setini kullanarak, iki yüzyıl önce Amerika'nın modern ekonomik büyümesinin başlatılmasında finansal gelişmenin rolünü araştırmaktadırlar. Sonuçlar, finans öncülüğünde büyüme hipotezini desteklemektedir.

Ahmed ve Ansari (1998), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, üç büyük Güney Asya Ülkesi (Hindistan, Pakistan ve Sri Lanka) için incelemektedir. Ekonomik büyüme ile finansal sektör gelişmesi arasındaki nedensellik bağlantısının biçimini belirlemek için standart Granger nedensellik testi kullanılmaktadır. Finansal gelişme ölçüsü olarak, geniş tanımlı para arzının nominal GSYİH'ya oranı, para benzerlerinin (quasi-money) nominal GSYİH'ya oranı ve yurt içi kredilerin GSYİH'ya oranı kullanılırken, reel GSYİH ve reel kişi başına GSYİH olmak üzere iki gelir değişkeni kullanılmaktadır. Granger nedensellik testi sonuçları, arz-öncü hipotezi desteklemektedir. Bu sonuç, Patrick (1966)'in gelişmenin ilk dönemlerinde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu sonucu ile tutarlıdır (Ahmed ve Ansari, 1998; 507–515).

Al-Yousif (2002), 1970–1999 dönemi için otuz gelişmekte olan ülkeye ait hem zaman serisi hem de panel verilerini kullanarak, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin özelliğini ve nedenselliğin yönünü incelemektedir. Al-Yousif (2002, s.133),

literatürdeki yatay-kesit verileri kullanan çalışmaların nedensellik problemini çözemediğini ileri sürmektedir. Bu nedenle çalışmasını, hem zaman serisi hem de panel veri teknikleri üzerine tasarlamıştır. Çalışmada iki finansal gelişme göstergesi kullanılmaktadır. Bunlardan ilki olan nakit oranı, nakitin dar tanımlı para arzına bölümüne eşittir. İkinci finansal gelişme ölçüsü ise, geniş tanımlı para arzının nominal GSYİH'ya oranına eşittir (Al-Yousif, 2002, s.138). Eşbütünleşme testi sonuçlarına göre, iki finansal gelişme ölçüsü ile reel kişi başına GSYİH arasında uzun dönem ilişkisi mevcuttur. Hem zaman serisi hem de panel veri tekniklerinden elde edilen sonuçlar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin iki yönlü olduğunu güçlü şekilde desteklemektedir. Arz-öncü, talep-izleyici ve ilişki yoktur görüşüne dair bazı kanıtlar olmakla birlikte, kanıt iki yönlü nedensellik kadar güçlü değildir. Bulgular, sonuçların ülke temelli olduğunu ve finansal gelişme için seçilen göstergeye göre değişebileceğini göstermektedir (Al-Yousif, 2002, s.139–148).

Ansari (2002, s.73–89), finansal sektörün Malezya ekonomisindeki önemini araştırmak için 1997 Asya Krizinden önceki 1960–1996 dönemini incelemektedir. Zaman serisi niteliğindeki veri setine uygun olarak vektör hata düzeltme modeli kestirilmeye çalışılmaktadır. Eşbütünleşme ve Granger nedensellik testleri, finansal sektörün Malezya ekonomisindeki önemini ve finansal gelişmenin arz-öncü görüşünü açık şekilde desteklemektedir.

Hussein (1999), Mısır'da 1967–1996 dönemindeki finansal liberalizasyon, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Hussein (1999), finansal gelişmenin uzun dönemde ekonomik büyümeye neden olduğuna dair güçlü kanıtlar bulmaktadır. Özel kredilerin toplam kredilere oranındaki %1'lik bir artış ekonomik büyümede %0,17'lik bir artışa neden olmaktadır. Ayrıca, mevduat bankası finansal varlıklarının, mevduat bankası artı merkez bankası finansal varlıklarına oranındaki artış, ekonomik büyüme ile pozitif olarak ilişkilidir.

Xu (2000, s.331–344), çok değişkenli VAR yaklaşımını kullandığı çalışmasında, 41 gelişmekte olan ülkede, 1960–1993 döneminde finansal gelişmenin yatırımlar ve çıktı üzerindeki etkisini incelemektedir. Çalışmada kullanılan değişkenler, reel yurt içi yatırımlar, reel GSYİH ve finansal gelişme endeksidir (bu yılın ve geçmiş yılın toplam banka mevduatlarının geometrik ortalamasının GSYİH'ya oranıdır). Sonuçlara göre, finansal gelişme ekonomik büyüme için önemlidir ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği en önemli kanal, yatırım kanalidir. 41 ülkenin on dördünde finansal gelişme ve

ekonomik büyüme arasında negatif etki görülmekteyse de, bu ülkelerden dokuz tanesi Afrika coğrafyasındaki düşük gelirli ve düşük orta düzeyde gelire sahip Afrika Ülkesi, üç tanesi küçük ada ülkesi ve iki tanesi yoğun olarak devlet düzenlemelerinin görüldüğü ülkedir. Yirmi yedi ülkede uzun dönemde pozitif etki görülmektedir. Birçok ülkede kısa dönemde negatif etki görülmektedir. Ancak bu etkiler, uzun dönemde pozitif etkiye dönüşmektedir.

Calderon ve Lui (2003, s.321–332), finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönünü 1960–1994 dönemindeki 109 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için Geweke ayrıştırma testini kullanarak incelemiştir. Çalışma, daha önceki zaman serisi çalışmaların aksine çeşitli sonuçlara ulaşmıştır. İlk olarak, bütün ülkelerde finansal gelişme ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. İkincisi, modeldeki ülkeler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olarak sınıflandırıldığında, iki yönlü nedensellik durumu ortaya çıkmaktadır. Bu durum, finansal derinliğin büyümeyi, büyümenin de eşanlı olarak finansal gelişmeyi teşvik ettiğini göstermektedir. Üçüncü olarak, finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki etkisi gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere daha fazladır. Dördüncü olarak, örneklem aralığı büyüdükçe finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi artmaktadır. Beşincisi ise finansal derinleşme daha hızlı sermaye birikimi ve verimlilik artışına neden olarak ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Toplam faktör verimliliği kanalı daha güçlüdür. Ayrıca, finansal derinleşme daha hızlı sermaye birikimi ve verimlilik artışına neden olarak ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Toplam faktör verimliliği kanalı daha güçlüdür. Ayrıca, finansal derinleşme daha hızlı sermaye birikimi ve verimlilik artışına neden olarak ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Toplam faktör verimliliği kanalı daha güçlüdür. Ayrıca, finansal derinleşme daha hızlı sermaye birikimi ve verimlilik artışına neden olarak ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Toplam faktör verimliliği kanalı daha güçlüdür.

Rousseau ve Vuthipadadorn (2005, s.89–105), zaman serisi yaklaşımını kullanarak on Asya ülkesinde (Hindistan, Sri Lanka, Endonezya, Japonya, Kore, Malezya, Pakistan, Filipinler, Singapur, Tayland), 1950–2000 döneminde finansın yatırımlar ve büyüme üzerinde bağımsız bir etki gösterip göstermediğine dair kanıt bulmaya çalışmaktadır. Çok değişkenli analiz, hem vektör hata düzeltme modelini hem de VAR modelini kullanmaktadır. İlk finansal gelişme ölçüsü, geniş tanımlı para arzından dar tanımlı para arzının çıkarılması (M2-M1) ile elde edilmektedir. Diğer bir ölçü ise bankacılık sisteminin özel sektöre verdiği kredilerdir. Reel tarafta ise, GSYİH ve gayrisafi yurt içi sabit yatırımlar vardır. Johansen eşbütünleşme testi sonuçları, sistemdeki değişkenler arasında kararlı uzun dönem ilişkinin olduğunu göstermektedir. Sonuçlara göre, finansal yatırımlara doğru sağlam bir ilişki söz konusuysen, finansal çıktıya doğru zayıf nedensellik vardır. Neredeyse tüm durumlarda finansal gelişme yatırımlara öncü olurken, nadiren ekonomik performanstan finansal sektöre doğru tek yönlü ters nedensellik görülmektedir. Sonuçlara göre, gelişmekte olan ülkelere finansal gelişmenin

ekonomik büyümeyi etkilemesi yatırım kanalı ile olmaktadır. Bulgular, finansın büyümeyi etkilemesindeki kilit mekanizmanın kaynakların transferi olduğunu göstermektedir.

Darrat (1999), Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan üç Ortadoğu ülkesinde (Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri), ekonomik büyüme sürecinde finansal derinleşmenin rolünü uygulamalı olarak incelemektedir. Hata düzeltme modeli çerçevesinde çok değişkenli Granger nedensellik testini kullanan çalışma, bankacılık sektörü gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki nedensel ilişkiye odaklanmaktadır. Sonuçlar, finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi teşvik ettiği arz-öncü hipotezi destekler niteliktedir. Ancak kanıtların kuvveti ve açıklığı ülkeler arasında değişmektedir. Sadece Türkiye örneğinde, tüm finansal gelişme göstergeleri durumunda, kısa ve uzun dönemde arz-öncü hipotezi kuvvetli şekilde desteklemektedir. Diğer iki ülke için finansal derinleşme gerekli faktör olurken, çok kuvvetli değildir. Sonuçlara göre, kanıtların sağlamlığı ülkeler arasında ve kullanılan finansal derinleşme ölçüsüne göre değişmesine rağmen, kanıtlar finansal derinliğin ekonomik büyümede gerekli bir nedensel faktör olduğunu göstermektedir (Darrat, 1999, s.23–31).

Boulila ve Trabelsi (2004, s.123–134), Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi (MENA) için 1960'dan 2002'ye kadar uzanan farklı dönemler için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmıştır. Johansen eşbütünleşme, hata düzeltme testi ve VAR temelinde Granger nedensellik sonuçları, Umman, Suriye ve Sudan'da nedenselliğin reel büyümeden finansal gelişmeye doğru ters nedenselliği, Bahreyn, Katar ve Birleşik Arap Emirlikleri'nde iki yönlü nedenselliği ve Mısır, Moritanya ve Türkiye'de nedenselliğin finansal büyüme doğru olduğunu göstermektedir. Cezayir, Ürdün, Kuveyt ve Suudi Arabistan'da finansal gelişmenin tüm göstergelerinde nedensel bir ilişkiye yönelik kanıt bulunamamıştır. Bulgular, Mısır, Moritanya ve Türkiye'de finansın sadece kısa dönem bağlantıda öncü sektör olduğunu göstermektedir. Bu az sayıdaki ülke, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisini desteklemekte yetersiz kalmaktadır. Sonuçlar genel olarak MENA bölgesinde, nedenselliğin reel sektörden finansal sektöre doğru olduğunu göstermektedir ve bu bölgede finansal yapının gelişmesi için reel büyüme sürecinin önemini ileri sürmektedir. Ayrıca, bu bölgede uzun dönemli büyümenin belirlenmesinde finansal sektörün öncü olduğuna dair az kanıt bulunmaktadır. Çalışma, bu sonuçları dört özelliğe bağlamaktadır: çok uzun zaman için bu ülkelerdeki finansal sektörün katı kontrolü, bu ülkelerde finansal reformların uygulanmasındaki gecikmeler, reform uygulamalarındaki kalıcı konular (özellikle performans dışı ödünçler) ve finansal reformlarla olduğunda bile

kaynak arttırımını ve finansal derinleşmeyi engelleyen yüksek bilgi ve işlem maliyetlerinin varlığı.

Gürsoy ve Al-Aali (2000, s.124–134), üç Körfez Ülkesi, Bahreyn, Suudi Arabistan ve Kuveyt'te, 1973–1988 yılları arasındaki 64 üç aylık iki alt dönem boyunca (1971–1981 ve 1982–1988), finansal ve ekonomik büyüklükler arasındaki nedensellik ilişkilerini, Granger'in nedensellik tanımına dayanan Sims nedensellik testini kullanarak incelemektedir. Analiz döneminin tümü için nedensellik ilişkisi, Kuveyt'te finansal değişkenlerden ekonomik değişkenlere doğru, Bahreyn'de ise ekonomik değişkenlerden finansal değişkenlere doğrudur. Suudi Arabistan için genelleme olanağı bulunamamıştır. 1973–81 alt döneminde Bahreyn ve Suudi Arabistan'da arz-öncü hipotez saptanmış, Kuveyt'te ise net bir nedensellik ilişkisi görülememiştir. İkinci alt dönem olan 1982–88 döneminde ise her üç ülkede de talep-izleyici ilişki gözlenmiştir.

Fase ve Abma (2003), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini dokuz gelişmekte olan Güneydoğu Asya ülkesi için uygulamalı olarak incelemiştir. Sonuçlar, Schumpeter'in görüşlerini destekler nitelikte ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme için önemli olduğunu göstermektedir.

Ghirway (2004, s.420–426), sadece bankacılığa dayalı finansal sistemin olduğu Sahara çölünün altındaki on üç Afrika ülkesinde, bankacılık sistemindeki gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Çalışma, VAR yapısında eşbütünleşme ve eşbütünleşmiş değişkenlerin hata düzeltme modeline göre kestirimine dayanmaktadır. Finansal gelişme göstergesi, finansal araçlar tarafından özel sektöre verilen kredilerin seviyesidir. Sonuçlara göre, sekiz ülkede finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olurken, dokuz ülkede ters nedensellik yani ekonomik büyüme finansal gelişmeye neden olmaktadır. Altı ülkede ise iki yönlü nedenselliğe rastlanmıştır. Ülkelerin birçoğunda bulunan finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki uzun dönemli ilişkilerinin varlığı, finans-büyüme literatürü ile tutarlıdır. Bununla birlikte, nedenselliğin yönüne dair açık bir kanıt sağlanamamaktadır. Sonuçlar, düşük gelir düzeyine sahip Afrika ülkelerinde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olabileceğini ve hızlı ekonomik büyümenin desteklenebilmesi için finansal sistemin genişlemeye ve etkinliğinin artmasına ihtiyacı olduğunu göstermektedir.

Chang (2002, s.869–873), merkezi planlı ekonominin olduğu Çin topraklarında 1987Q1-1999Q4 dönemindeki çeyreklik veriler ile çok değişkenli VAR modellerini kullanarak talep-

izleyici ve arz-öncü hipotezlerini uygulamalı olarak test etmektedir. Johansen eşbütünleşme testi sonuçları, GSYİH, finansal gelişme ve dışa açıklığın derecesinden oluşan üç gösterge arasında sadece bir tane eşbütünleşmiş vektör ortaya koymaktadır. Çok değişkenli hata düzeltme modeli temelli Granger nedensellik testi sonuçları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bağımsızlığı önermektedir. Ampirik sonuçlar, Çin için talep-izleyici ve arz-öncü hipotezi desteklememektedir. Shan (2003, s.2–18) ise, varyans ayrıştırma ve etki-tepki fonksiyonu analizini kullanarak Çin'deki GSYİH, kredi, ticarete açıklık, yatırımlar ve emek girdisi arasındaki karşılıklı ilişkilerin yanında, finansal gelişme (ekonomideki toplam mevcut krediler ile ölçülmektedir) ve GSYİH'daki büyüme arasındaki ilişkiyi değerlendirmektedir. Sonuçlara göre, Çin'deki ticaret ekonomik büyümeyi arttırmaktadır, ancak kredilerdeki büyüme yatırımlardaki artışa yardımcı olamamaktadır. Çin'deki ekonomik büyüme sürecinde öncü güç emek girdisidir. Çin'deki ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişme sadece katkıda bulunan bir faktördür, kesinlikle GSYİH büyümesindeki en önemli faktör değildir.

Zhang ve Yao (2002, s.62–73), 1978'de ekonomik reformlara başlayan, hızlı biçimde merkezi planlamacı ekonomiden piyasaya yönelik ekonomiye geçişi sağlamaya çalışan, hâlâ yoğun biçimde finansal sistemin devlet tarafından düzenlendiği Çin'de, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Finansal gelişmenin ilk ölçüsü banka mevduat yükümlülüklerinin nominal GSYİH'ya oranıdır. İkinci ölçü, nakitin banka mevduat yükümlülükleri artı nakite oranına eşittir. Hem zaman serisi hem de panel veri tekniklerinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedensellik söz konusudur.

Ghali (1999), küçük gelişmekte olan bir ülke olan Tunus'ta, 1963–1993 döneminde finans ve büyüme arasındaki nedensellik ilişkisine odaklanmaktadır. Finansal gelişme ölçüsü olarak banka mevduat yükümlülüklerinin nominal GSYİH'ya oranı ve özel sektöre verilen banka kredilerinin nominal GSYİH'ya oranını ele almakta ve ekonometrik yöntem olarak, Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik testini kullanmaktadır. Test sonuçları, nedenselliğin finansal gelişme ve ekonomik büyümeye doğru olması ile tutarlı olarak, her bir finansal gelişme göstergesi ve kişi başına reel çıktıdaki büyüme arasında kararlı bir uzun dönem ilişkisinin var olduğunu ortaya koymaktadır. Tüm finansal değişkenlerdeki kısa dönem değişiklikleri ve uzun dönem hareketleri ekonomik büyüme üzerinde anlamlı katkılara sahiptir (Ghali, 1999, s.312–321).

Tablo 2.3. Bankacılık Piyasasını Kapsayan Zaman Serisi Çalışmaları

| Çalışma | Örneklem Kütle ve Dönem | Bağımlı Değişken | Açıklayıcı Finansal Değişken (Bankacılık Piyasası Verileri) | Yöntem | Temel Bulgular |
|-------------------------------|--|------------------------------------|---|--|---|
| Gupta (1984) | 14 Gelişmekte Olan Ülke, 1959–1980 | Endüstriyel Üretim Endeksi | M1, M2, M3, Özel Krediler | Granger Nedensellik Testi | 14 Ülkenin 8'inde Arz-Öcü, 6'sında İki Yönlü Nedensellik Vardır. |
| Jung (1986) | 56 Ülke, 1950–1992, Çeşitli Dönemler | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Nakit / M2, M2 / GSYİH | Granger Nedensellik Testi | Genel Bir Nedensellik Kalıbı Yoktur, Gelişmekte Olan Ülkelerde Arz-Öncü Hipotez Baskındır. Sonuçlar Patrick Hipotezi için Az Çok Destek Sağlamaktadır |
| Thornton (1994) | 9 Asya Ülkesi, 1951–1992, Çeşitli Dönemler | Reel Kişi Başına GSYİH | M3 / GSYİH, (M3-Nakit) / GSYİH | Eşbütünleşme Analizi ve Granger Nedensellik Testi | Genel Bir Nedensellik Kalıbı Yoktur. |
| Murinde ve Eng (1994) | Singapur, 1979–1990 | Reel GSYİH | Parasal Büyüklükler, Nakit Oranları, Toplam Yurt İçi Krediler, Parasallaşma Değişkeni ve Toplam Finansman | Eşbütünleşme Analizi ve Granger Nedensellik Testi | Sonuçlar, Dar Tanımlı Parasal Büyüklüklerin ve Bazı Parasallaşma Göstergelerinin Kullanıldığı Durumda, Singapur için Güçlü Bir Şekilde Arz-Öncü Hipotezi Destekleyici Niteliktedir. |
| Demetriades ve Hussein (1996) | 16 Ülke, 1960–1995 | Reel Kişi Başına GSYİH | Banka Mevduat Yükümlülükleri / GSYİH, Özel Sektöre Verilen Banka Kredileri / GSYİH | Eşbütünleşme Analizi ve Granger Nedensellik Testi | Arz-Öncü Hipotez için Az, Biraz Talep-İzleyici Hipotez ve Birçok Ülke için İki Yönlü Nedensellik Bulmuşlardır. |
| Thornton (1996) | 22 Asya Ülkesi | Reel GSYİH | Toplam Banka Mevduatları / GSYİH | Granger Nedensellik Testi | Sonuçlar Birçok Durumda Finansal Derinleşmenin Ekonomik Büyüme için Çok Farklılaştırmadığını Ortaya Koymaktadır. |
| Arestis ve Demetriades (1996) | 12 Ülke, 1949–1992 | Reel Kişi Başına GSYİH | M2/GSYİH, Özel Sektöre Verilen Krediler/GSYİH | Hata Düzeltme Temelinde Eşbütünleşme, İki Değişkenli VAR | İki Yönlü Nedensellik. |
| Hansson ve Jonung (1997) | İsveç, 1834–1991 | Reel Kişi Başına GSYİH | Kişi Başına Finans Dışı Sektöre Verilen Banka Kredileri | Eşbütünleşme Analizi ve Granger Nedensellik Testi | En Fazla Rastlanan Aracılıkla Çıktı Arasındaki Kararsız İlişki, Arz-Öncü 1890–1934, Arz-Öncü Hipotez Üzerinde Eğitimin Pozitif Etkisi Vardır. |
| Rousseau ve Wachtel (1998) | ABD, İngiltere, Kanada, İsveç ve Norveç, 1870–1929 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Parasal Taban, Banka Mevduatları ve Krediler Temelinde Aracılık için Çeşitli Kuklalar | Granger Nedensellik Testi (VAR Modeli) | Ekonomik Gelişimin İlk Dönemlerinde Arz-Öncü Bağlantı, Finans Ekonomik Büyüme Kestirirken, Çıktıdan Aracılığa Doğru Geri Besleme Etkisine Dair Az Kanıt Vardır. |

| | | | | | |
|--------------------------------|------------------------------------|--|---|---|--|
| Ahmed ve Ansari (1998) | Üç Güney Asya Ülkesi | Reel GSYİH ve Reel Kişi Başına GSYİH | Geniş Tanımlı Para Arzı/GSYİH, Para Benzerleri/ GSYİH, Yurt İçi Krediler/GSYİH | Granger Nedensellik Testi | Sonuçlar Arz-Öncü Hipotezi Desteklemektedir. |
| Luintel ve Khan (1999) | 10 Ülke | Reel Kişi Başına GSYİH | Toplam Mevduat Yükümlülüklerinin Bir Dönem Gecikmeli Nominal GSYİH'ya Oranıdır | Çok Değişkenli VAR, Eşbütünleşme, Hata Düzeltme Modeli | İki Yönlü Nedensellik. |
| Xu (2000) | 41 Gelişmekte Olan Ülke, 1960–1993 | Reel Yurt İçi Yatırımlar, Reel GSYİH | Finansal Gelişme Endeksi (Bu Yılın ve Geçmiş Yılın Toplam Banka Mevduatlarının Geometrik Ortalamasının GSYİH'ya Oranı). | Çok Değişkenli VAR | Sonuçlara Göre Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme için Önemlidir ve Finansal Gelişiminin Ekonomik Büyüme Etkilediği En Önemli Kanal Yatırım Kanalıdır. |
| Al-Yousif (2002) | 30 Gelişmekte Olan Ülke, 1970–1999 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | M1, M2 / GSYİH | Hata Düzeltme Modelinde Granger Nedensellik ve Panel Data Analiz | İki Yönlü Nedensellik için Güçlü Kanıtlar, Diğer Kalıplar İçin Sınırlı Kanıtlar. |
| Calderon ve Lui (2003) | 109 Ülke, 1960–1994 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | M2/GSYİH, Özel Sektör Kredi / GSYİH | Geweke Ayırıştırma Testi | Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme Teşvik Etmektedir. Ancak, Modeldeki Ülkeler Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkeler Olarak Sınıflandırıldığında İki Yönlü Nedensellik Durumu Ortaya Çıkmaktadır. Finansal Derinleşmenin Büyüme Üzerindeki Etkisi Gelişmiş Ülkelerde Gelişmekte Olan Ülkelerden Daha Fazladır. Finansal Derinleşme Ekonomik Büyüme Hem Daha Hızlı Sermaye Birikimi Hem de Verimlilik Artışına Neden Olarak Etkilemektedir. Toplam Faktör Verimliliği Kanalı Daha Güçlüdür. |
| Rousseau ve Vuthipadorn (2005) | 10 Asya Ülkesi, 1950–2000 | GSYİH ve Gayrisafi Yurt İçi Sabit Yatırımlar | Geniş Tanımlı Para Arzından Dar Tanımlı Para Arzının Çıkarılması (M2-M1) ve Bankacılık Sisteminin Özel Sektöre Verdiği Krediler | Çok Değişkenli Analiz, Hem Vektör Hata Düzeltme Modelini Hem de VAR Modelini Kullanmaktadır, Eşbütünleşme | Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Gelişiminin Ekonomik Büyüme Etkilemesi Yatırım Kanalı ile Olmaktadır. Bulgular, Finansın Büyüme Etkilemesindeki Kilit Mekanizmanın Kaynakların Transferi Olduğunu Göstermektedir. |

Kaynak: Blum vd. (2002, s.26) ve diğer kaynaklardan derlenmiştir.

Tayvan ekonomisi için dört değişkenli VAR modelini ve vektör hata düzeltme temelli Granger nedensellik testini kullanarak arz-öncü ve talep-izleyici hipotezleri test eden Chang ve Caudill (2005), 1962–1998 döneminde Tayvan için arz-öncü hipotezin geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır (Chang ve Caudill, 2005, s.1329–1335).

Ang ve McKibbin (2005), küçük açık bir ekonomiye sahip Malezya’da, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye öncü olup olmadığını ya da tam tersinin geçerli olup olmadığını araştırmaktadır. Çalışma, 1960–2001 yılları arasındaki zaman serisi verilerini ve bankacılık piyasasına ait bileşik bir finansal gelişme göstergesini kullanmaktadır. Johansen eşbütünleşme ve vektör hata düzeltme modeli temelindeki Engle-Granger nedensellik testi sonuçları, Robinson (1952)’un girişimcinin öncü finansın takipçi olduğu görüşünü desteklerken, bankacılık-temelli finansal sistemin reel sektörde uzun dönem büyümeye neden olacağı hipotezine destek sağlamamaktadır. Malezya’da ekonomik büyüme finansal sistemin gelişmesi üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Malezya’da finansal liberalizasyonun finansal sistemi genişletmesi, uzun dönemli büyümenin arttırılmasında etkin değildir. Sonuçlar, finansal sektörün liberalizasyonundan önce finansal reformların gerçekleştirilmesinin daha önemli olduğunu göstermektedir (Ang ve McKibbin, 2005, s.1–22).

2.2.2. Hisse Senedi Piyasalarının Dâhil Edildiği Zaman Serisi Çalışmaları

Çok ülkeli uygulamalı kanıtlar, kişi başına gayrisafi yurt içi hasıla düzeyinin arttırılmasında sadece etkin finansal araçların değil, ayrıca hisse senedi piyasası gelişmesinin de önemini belirtmektedir. Likit hisse senedi piyasaları, yatırımcıların portföylerini kolay ve etkin bir şekilde değiştirmelerine izin verirse, hisse senedi piyasası yatırımları teşvik etmektedir (Kulatrane, 2001, s.8). Çeşitli zaman serisi çalışmaları da bankacılık piyasası ölçülerine ilave olarak hisse senedi piyasası göstergelerini kullanarak, finansal sistemin bütününe ve parçalarının ayrı ayrı etkilerini dikkate almaktadır. Bu durum, ekonomik büyümede hangi piyasanın daha etkin olduğunu da ortaya koymaktadır.

Arestis ve Demetriades (1997, s.787–790), Amerika ve Almanya’ya ilişkin hem bankacılık hem de hisse senedi piyasasına ait 1979–1991 dönemindeki üçer aylık verileri kullanarak, finansal gelişmenin uzun dönem ekonomik büyümeye etkisini incelemişlerdir. Yazarlar, yatay-kesit analizlerinin finans-büyüme ilişkisini fazla basitleştirdiğini ileri sürmektedir. Eşbütünleşme ve Granger nedensellik testi sonuçları Almanya için finansal büyümeye doğru tek yönlü nedenselliği öngörürken, ABD için tek yönlü nedenselliğe dair bir kanıt bulunamamıştır.

Arestis vd. (2001), gelişmiş zaman serisi tekniklerini ve beş gelişmiş ülkeye (Almanya, İngiltere, Japonya, Amerika ve Fransa) ait üçer aylık verileri kullanarak, hem bankacılık sektörünün hem de hisse senedi piyasası sektörünün gelişmesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemektedirler. Ekonomik büyüme, reel GSYİH ile ölçülmektedir. Hisse senedi piyasası gelişmesi, hisse senedi piyasası değerinin GSYİH'ya oranına eşit olan, hisse senedi piyasası kapitalizasyon oranı ile ölçülmekteyken, bankacılık piyasası gelişmesi, bankaların yurt içi kredilerinin nominal GSYİH'ya oranına eşittir. Ayrıca hisse senedi piyasası değişkenliği için de bir ölçü kullanılmaktadır. Finansal gelişmeye ait diğer muhtemel göstergeler de bulunmaktadır. Bankacılık sektörünün gelişmesinin göz önünde bulundurulduğu durumda mevduat temelli ölçüler de kullanılabilir. Arestis ve Demetriades (1996), gelişmiş ekonomiler durumunda kredi temelli göstergelerin, çıktı ile mevduat temelli göstergelerden daha muhtemel kararlı bir uzun dönem ilişkisi gösterdiğini ileri sürmektedirler. Hisse senedi piyasasının dikkate alındığı kadarıyla, yatay-kesit çalışmalar, ticarete konu olan payların (ticaret hacminin) GSYİH'ya oranı gibi likidite temelli göstergelerin, piyasa kapitalizasyonu göstergesinden ekonomik büyüme ile daha yakın bağlantı gösterdiğini bulmuşlardır. Bunun yanında, zaman serisi bağlamında kapitalizasyon göstergesinin işlem temelli göstergelerden daha çok avantajı bulunmaktadır. İlk olarak, bankacılık-temelli gelişme göstergesi ile mukayese açısından stok değişken akım değişkenden daha anlamlıdır. İkincisi ise, temelde aynı özellikten kaynaklanmakta ve zaman serisi özelliğine sahip olmasından dolayı, eşbütünleşme analizi için daha uygundur (Arestis vd., 2001, s.16–21). Vektör hata düzeltme temelli Johansen eşbütünleşme ve nedensellik analizi sonuçlarına göre, hem bankacılık hem de hisse senedi piyasaları ekonomik büyümeyi artırma kabiliyetine sahiptir. Ancak sonuçlar, bankacılık sektöründeki gelişmenin büyümeye etkisinin, hisse senedi piyasası gelişmesinin etkisinden daha büyük olduğunu göstermektedir. Ayrıca çalışma, hisse senedi piyasası gelişmesinin ekonomik büyümeye katkısının yatay-kesit büyüme regresyonu çalışmalarında abartılmış olduğunu ileri sürmektedir. Bulgular, bankacılık-temelli sistemin uzun dönemli büyümeyi arttırmada, piyasa-temelli sistemden daha uygun olduğunu göstermektedir. Özellikle, hem Almanya, Japonya ve Fransa'daki reel GSYİH üzerindeki bankacılık sisteminin pozitif etkisi, hem de İngiltere ve Amerika'daki finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru mevcut olmayan ya da zayıf pozitif nedensel bağlantı, bu görüş ile tutarlıdır. Ayrıca, Almanya ve Japonya'da hisse senedi piyasalarının ekonomik büyümeye katkısı oldukça düşük olsa da, hem bankacılık sistemindeki hem de hisse senedi piyasasındaki gelişmeler, uzun dönem ekonomik büyümenin artırılmasında pozitif rol oynamaktadır (Arestis vd., 2001, s.24–37).

Neusser ve Kugler (1998, s.639–645), 13 OECD ülkesinde, otuz yıllık dönemi göz önünde bulundurarak, finansal sektör faaliyetleri ile imalat sektörü arasındaki uzun dönemli etkileşimi incelemektedirler. Finansal sektör faaliyetleri ile imalat sanayi GSYİH'sı ve imalat sanayi toplam faktör verimliliği ile ölçülen teknik ilerlemeler arasındaki ilişki, çok değişkenli zaman serisi analizine dayanmaktadır. Eşbütünleşme ve Granger nedensellik testi sonuçları, finansal sektörün imalat sanayi GSYİH'sı ile değil, daha çok imalat sanayi toplam faktör verimliliği ile ilişki içinde olduğunu göstermektedir.

Kulatrane (2001), finansal ve reel sektörler arasında ihmal edilen geri besleme etkisini de göz önünde bulundurarak, orta gelir düzeyindeki Güney Afrika ülkeleri için vektör hata düzeltme modeli temelindeki Johansen tam bilgi en çok olabilirlik yaklaşımını (full information maximum likelihood) kullanarak, finansal sektörün reel ekonomi üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkilerini test etmiştir. 1954–1992 dönemine ait yıllık verileri kullanan çalışma, finansal sistemin iki boyutunu ele alan finansal gelişme göstergelerini (finansal aracılık ve hisse senedi piyasası likiditesi) kullanmaktadır. Johansen vektör hata düzeltme modeli test sonuçları, hem finansal aracılığın hem de hisse senedi piyasası likiditesinin kişi başına çıktı üzerinde pozitif ve sadece dolaylı etkiye sahip olduğunu ileri sürmektedir. Likiditedeki %1'lik bir artış, yatırım oranını yüzde 0,15 arttırırken, kredi genişliğinde %1'lik bir artış, yatırım oranını yüzde 0,32 arttırmaktadır. Güney Afrika için kanıtlar, finansal baskıdan ziyade, finansal derinleşme lehinedir. Finansal araçlar, tasarrufları mobilize edip yatırıma aktarırken, likiditedeki artış yatırımcılara daha geniş bir esneklikte portföylerini oluşturma imkânı tanımaktadır. Bu durum, yatırım oranını arttırırken, bunun sonucunda çıktıyı arttırmaktadır. Kredi genişlemesinden ve likidite artışından kaynaklanan çıktıdaki büyüme, sırasıyla yüzde 0,08 ve 0,04 olmaktadır. Kanıtlar, özel kredilerdeki bir genişlemenin çıktı üzerindeki etkisinin, likidite seviyesindeki artışlardan kaynaklanan etkiden daha büyük olduğunu göstermektedir. Sonuçları genel olarak değerlendirirsek, finansal derinleşme çıktı üzerinde pozitif dolaylı etkilere sahiptir. Finansal derinleşmenin iki boyutundan biri, diğerine göre tamamlayıcıdır. Güney Afrika için finansal aracılık, yatırım oranlarının arttırılmasında daha önemli bir role sahiptir. Güney Afrika için reel sektörün teşvikinde özel kredilerdeki genişleme, hisse senedi piyasasındaki likiditenin arttırılmasından daha önemlidir (Kulatrane, 2001, s.3–25).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tavuk-yumurta ilişkisine benzeten Shan vd. (2001, s.445–452), Japonya hariç diğerlerinin tamamında finansal piyasaların gelişmiş ve açık olduğu dokuz OECD ülkesine (Avustralya, Kanada, Danimarka,

Fransa, İtalya, Japonya, Yeni Zelanda, İngiltere ve Amerika) ve finansal piyasaların baskı altında olduğu, gelişmekte olarak sınıflandırılan Çin'e ait zaman serisi verilerini kullanarak, Granger nedensellik bağlamında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönünü test etmek için, VAR temelli zaman serisi modelini geliştirmişlerdir. Granger nedensellik testi için Toda-Yamamoto tarafından geliştirilen nedensellik biçimi kullanılmıştır. Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, Amerika ve İtalya hariç OECD ülkelerinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında nedensellik yoktur. Amerika ve İtalya için ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü nedensellik vardır. Bu sonuç, bu ülkelerde ekonomik büyümenin finansal gelişmenin Granger anlamında nedensel olduğunu göstermektedir, tersinin değil. 1980 ortalarından 1998'e kadar alt örneklem kullanılarak oluşturulan sonuçlar, Avustralya, Danimarka, Japonya, Amerika ve İngiltere'de iki yönlü nedenselliği göstermektedir. Ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü nedenselliğe, Kanada, Çin ve İtalya'da rastlanmaktadır. Hiçbir yönde Granger nedenselliğinin olmadığı durum ise, Fransa ve Yeni Zelanda'da görülmektedir. Çin hariç, hisse senedi fiyat endeksi ile ekonomik büyüme ve yatırımlar arasında iki yönlü nedensellik görülmektedir. Çalışmada finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedenselliğe dair hiçbir kanıt bulunmazken, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru ve iki yönlü nedenselliğe dair kanıtlar bulunmaktadır. Sonuçlar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ülke temelli olabileceğini ve yatay-kesit veri yerine zaman serisi verilerini kullanmanın daha uygun olduğunu belirten Arestis ve Demetriades (1997) ve Demetriades ve Hussein (1996) bulgularını desteklemektedir. Çalışma, hisse senedi piyasası verilerini de kapsadığında ise, ekonomik büyüme sürecinde hisse senedi piyasasının önemini vurgulayan Levine ve Zervos (1998) ve Rajan ve Zingales (1998)'in yatay-kesit çalışmalarıyla tutarlıdır.

Kore'de 1970–1992 döneminde bankacılık, menkul kıymetler piyasası ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkilerini değerlendiren Choe ve Moosa (1999, s.1069–1082), incelenen dönemde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğunu ileri sürmektedirler. Çalışmaya göre, finansal araçların (bankalar) ekonomik büyüme sürecindeki etkisi, sermaye piyasalarının etkisinden daha büyüktür. Bundan dolayı finansal araçlar, incelenen dönemde Kore ekonomisi için sermaye piyasalarından çok daha önemlidir.

Hondroyiannis vd. (2005), Yunanistan'da 1986–1999 döneminde VAR modelini ve vektör hata düzeltme temelli eşbütünleşme ve nedensellik testlerini kullanarak finansal sistemin sanayideki ve ekonomideki toplam büyüme üzerindeki etkilerini incelemektedirler. Hem ekonominin genelinde, hem de sanayi sektöründe bankacılık ve hisse senedi piyasası temelli

finansmanın her birinin etkisi küçük olmakla beraber, uzun dönem ekonomik büyümeye katkısı söz konusudur. Bununla beraber, hisse senedi piyasalarının büyüme sürecine katkısı bankacılığın katkısından düşüktür (Hondroyiannis vd., 2005, s.173–188).

Van Nieuwerburg vd. (2006, s.13–38), Belçika’da finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisini 150 yılı aşan bir dönem için incelemektedirler. Çalışma, finansal aracılık piyasası göstergelerine yer vermesine rağmen, özellikle hisse senedi piyasası verileri ağırlıklıdır. 1830–2002 dönemini dört alt döneme (1830–1873, 1873–1914, 1914–1935, 1935–2002) ayırarak inceleyen çalışma, eşbütünleşme ve Granger nedensellik testlerini kullanmaktadır. Bulgular, Belçika’da finansal gelişmenin ve özellikle firmalar için hisse senedi piyasası temelli finansmanın ekonomik gelişmede önemli bir belirleyici olduğunu göstermektedir. Güçlü etkiler 1873 sonrası dönemde görülmüştür. Sınırlı sorumlu şirketleri düzenleyen engellerin kaldırılması, şirketlerin borsadaki paylarının ticaretindeki kısıtların kaldırılması ve 1870’lerde ticaretteki likidite gelişmesinin sağladığı son kuvvet, Brüksel Borsası’nın gelişmesinin hızlanmasına olanak sağlamıştır. Eşbütünleşme analizi, bu dönemde hisse senedi piyasasının büyümeyi arttırıcı güçlü kanıtlarını göstermektedir. Ayrıca bankacılık-temelli finansal gelişmeye göre, hisse senedi piyasası gelişmesi ekonomik büyümenin tahmininde daha iyi bir tahmin edicidir. Tarihsel betimlemelere göre uluslararası bankalar, 1873 öncesinde ekonomik büyüme için önemli bir rol oynamışlar, ama direkt olarak girişimcilik faaliyetlerini finanse etmemişler, ayrıca borsanın başlangıcında gelişmesini desteklemişlerdir. Belçika’da, borsa ekonomik gelişmede önemli bir rol oynamıştır.

Gürsoy ve Müslümov (2000, s.24–132), 20 ülkeye ait 1981–1994 dönemi zaman serisi verilerini ve sadece hisse senedi piyasası gelişme ölçülerini kullanarak hisse senedi piyasası gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Ekonomik büyümeden hisse senedi piyasasına doğru nedensellik, hem kısa hem uzun dönemde geçerlidir. Ancak hisse senedi piyasasından ekonomik büyümeye yalnızca uzun dönemde geçerlidir.

Müslümov ve Aras (2002, s.90–100), sermaye piyasası gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini, 1982–2000 yılları arasında Türkiye’nin de içinde bulunduğu 22 OECD ülkesi için Granger nedensellik tanımına dayanan Sims testini kullanarak incelemiştir. Sermaye piyasası gelişmişlik ölçütü olarak sermaye piyasası kapitalizasyonu ve likiditesi göstergelerini kullanan çalışmanın sonuçları, sermaye piyasası gelişmesinin ekonomik büyümenin Granger nedeni olduğunu göstermektedir. Bulgular, arz-öncü hipotezi desteklemektedir.

Islam vd. (2003, s.560–566), Malezya ekonomisi için Mart 1990'dan Mayıs 2001'e kadar aylık verileri kullanarak, finans-büyüme arasındaki uzun dönem ve nedensellik ilişkisini incelemektedir. Johansen çok değişkenli eşbütünleşme testi, finansal sektör ve reel sektör arasındaki uzun dönemli denge ilişkisini desteklerken, Granger nedensellik testi sonuçları, ekonomide finansal sektör ile reel sektör arasındaki tek yönlü ilişkiyi göstermektedir.

Fink vd. (2003), yakın geçmişteki literatürün reel ve finansal sektör arasındaki bağlantıda bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasasına odaklanırken, dışsal finansmanın üçüncü kaynağı olarak tahvil piyasalarını önemsemediğini belirtmektedir. Yüksek derecede gelişmiş 13 ülkede tahvil piyasalarının gelişmesi ile reel GSYİH arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışma, Granger nedensellik testi ve eşbütünleşme yaklaşımını kullanılmıştır. Tahmin edilen modeller, reel ekonomik faaliyetlerin tahvil piyasası gelişmesi tarafından anlamlı olarak etkilendiğini göstermekte, yani arz-öncü hipotezi desteklemektedir. Amerika, İngiltere, İsviçre, Almanya, Avusturya, Hollanda ve İspanya için 1950–2000 döneminde arz öncü yaklaşımını destekleyen nedensellik şekli için kanıt sağlayan çalışma, Japonya, İtalya ve Finlandiya örneklerinde tahvil piyasası kapitalizasyonlarındaki büyüme ile reel çıktıdaki büyüme arasında karşılıklı bağımlılık yönünde kanıtlar sunmaktadır. Ters nedenselliğe yönelik kanıt bulunmamaktadır (Fink vd., 2003, s.3–25). Bu çalışmada ulaşılan kanıtların sağlamlığını test etmek isteyen Fink vd. (2005b, s.1–12), ayrı ayrı farklı tahvil sektörlerinin yanında toplulaştırılmış tahvillerin net ihraç değerleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. 1994Q1-2003Q1 döneminde üçer aylık verileri ve Granger nedenselliğini kullanarak tahvil piyasalarının gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkinin varlığını 15 Avrupa ülkesi, Amerika ve Japonya için kısa bir zaman periyodunda test etmektedir. Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, ekonomik büyüme devlet tahvillerinin net ihraç değerleri için nedenseldir ve şirketlerin ve finansal kurumların tahvillerinin net ihracı ekonomik büyüme için nedenseldir. Sonuçlar, Fink vd. (2003) tarafından ortaya konulan bulguların, çalışılan dönemin kısa ve verilerin üçer aylık olması durumunda sağlam olmadığını ileri sürmektedir. Sektörel seviyede, nedenselliğin ekonomik büyümeden kamu sektörü tahvillerine doğru olduğu (talep-izleyici yaklaşım) yönünde bazı kanıtlar vardır.

Tablo 2.4. Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasasını Kapsayan Zaman Serisi Çalışmaları

| Makale | Örneklem Kütle ve Dönem | Bağımlı Değişken | Açıklayıcı Finansal Değişken (Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasası Verileri) | Yöntem | Temel Bulgular |
|-------------------------------|--|---|---|---|--|
| Arestis ve Demetriades (1997) | Amerika ve Almanya, 1979–1991 | Reel Kişi Başına GSYİH | M2 / GSYİH (Almanya için) ve Yurt İçi Banka Kredileri / GSYİH (Amerika), Hisse Senedi Piyasası Kapitalizasyonları / GSYİH, Hisse Senedi Piyasası Oynaklığı | Granger Nedensellik Testi, Sistem Dışsallık Analizi | Yatay-Kesit Analizler Sonuçları Fazla Basitleştirmektedir, Finansal Sektör ve Büyüme Arasındaki Bağlantı ABD ve Almanya İçin Farklıdır, Almanya için Nedensellik Finansal Sektörden Reel Sektöre Doğruyken, ABD için Tek Yönlü Nedenselliğe Dair Kanıt Yoktur. |
| Neusser ve Kugler (1998) | 13 Ülke, 1960–1997 | İmalat Sanayi GSYİH, İmalat Sanayinin Toplam Faktör Verimliliği | Finansal Sektör GSYİH | Eşbütünleşme, Granger Nedensellik Testi | İmalat Sanayi GSYİH'sı ve Finansal Sektör GSYİH'sı Yedi Ülkede Eşbütünleşmektedir, İmalat Sanayi Toplam Faktör Verimliliği ile Finansal Sektör GSYİH'sı Daha Sık Eşbütünleşmektedir. Finansal Sektörden Reel Sektöre Doğru Nedensel İlişki ABD, Japonya ve Almanya'da Görülürken, Finans Büyümenin İyi Bir Kestiricisidir. Finansal Sektör Gelişmesi İmalat Sanayi Toplam Faktör Verimliliği ve İmalat Sanayi Gayrisafi Yurt İçi Hasılasıyla Eşbütünleşmektedir. |
| Shan vd. (2001) | 10 Ülke, 1960–1998 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Banka Kredileri / GSYİH (Ticaret Bankaları ve Diğer Mevduat Kabul Eden Bankalar Tarafından Verilen Krediler) | Koşullu Bilgi Setiyle VAR Yapısında Granger Nedensellik Testi | 5 Ülkede İki Yönlü Nedensellik, 3 Ülkede Talep-İzleyici ve 2 Ülkede Nedensellik Yoktur. |
| Arestis vd. (2001) | Beş Gelişmiş Ülke (Almanya, İngiltere, Japonya, Amerika ve Fransa) | Reel GSYİH | Hisse Senedi Piyasası Değerinin GSYİH'ya Oranına Eşit Olan Hisse Senedi Piyasası Kapitalizasyon Oranı ile Ölçülmekteyken, Bankacılık Piyasası Gelişmesi, Bankaların Yurt İçi Kredilerinin Nominal GSYİH'ya Oranına Eşittir. | Vektör Hata Düzeltme Temelli Johansen Eşbütünleşme ve Nedensellik Analizi | Hem Bankacılık Hem de Hisse Senedi Piyasaları Ekonomik Büyüme Artırma Kabiliyetine Sahiptir. Ancak Sonuçlar, Bankacılık Sektöründeki Gelişmenin Büyüme Etkisinin Hisse Senedi Piyasası Gelişmesinin Etkisinden Daha Büyük Olduğunu Göstermektedir. |

Kaynak: Blum vd. (2002, s.28) ve diğer kaynaklardan derlenmiştir.

Fink vd (2006), reel GSYİH, tahvil, hisse senedi ve kredi piyasalarının hacminin yıllık verilerini kullanarak, 1950–2001 döneminde Amerika, Japonya, Almanya, İngiltere, İtalya, Fransa ve Hollanda’da tahvil piyasası gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki nedensel ilişkiyi değerlendirmektedirler. Çalışmaya göre finansal sözleşmeler olarak tahviller, hem banka kredilerinin hem de hisse senetlerinin özelliklerini bir araya getirmekte, ancak işlem maliyetleri, likidite, ifşa edilen bilgi seviyesi, maliyet, ölçek, pazarlanabilirlik, yatırımcı tipi, borçlu tipi ve kurumsal düzenlemeler konusunda farklılaşmaktadır. VAR yapısında Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik testlerini kullanan çalışma, tahvil ve hisse senedi piyasası finansmanı arasındaki ikame ve tamamlayıcılık etkilerini yakalayabilmek için arz-öncü ve talep-izleyici hipotezleri test etmektedir. Nedenselliğin tahvil piyasasındaki büyümeden veya hisse senedi piyasasındaki büyümeden veya kredi miktarındaki artıştan GSYİH büyümesine doğru olduğu, gelişmiş finansal piyasaların ekonomik büyümeyi arttırdığı arz-öncü hipotez, Almanya hariç bütün ülkelerde desteklenmektedir. Sadece Almanya için, ekonomik gelişmenin finansal piyasaların gelişmesini sürüklediği talep-izleyici hipotez desteklenmektedir. Japonya’da yurt içi krediler ile çıktı arasında geri besleme etkisi vardır. Japonya ve Hollanda için hisse senedi piyasaları ile reel çıktı arasında geri besleme ilişkisine yönelik kanıt bulunmaktadır. Ülke örneklerindeki piyasaların yapısındaki heterojenlik, ticarete açıklık ve sermaye piyasalarının uluslararası bütünleşme seviyesindeki farklılıklardan dolayı, nedensellik şekli ülkeden ülkeye değişmektedir (Fink vd., 2006, s.6–27).

2.3. Panel Veri Çalışmaları

Finans-büyüme literatüründeki çalışmaların bir kısmı çeşitli panel veri tekniklerinin yanı sıra son dönemde ağırlıklı olarak dinamik panel yöntemlerini de kullanmaktadır. Literatürdeki bu gelişmelerden dolayı bu bölümde dinamik panel veri yöntemini kullanan çalışmalara odaklanılmaktadır.

2.3.1. Bankacılık Piyasası Ağırlıklı Panel Veri Analizleri

Levine vd. (2000) ve Beck vd. (2000), analizlerinde genelleştirilmiş momentler yöntemi dinamik panel kestiricisini kullanmaktadırlar. Dinamik panel yönteminde kullanılan eşitlik:

$$y_{i,t} = \alpha' X_{i,t-1}^1 + \beta' X_{i,t}^2 + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2.3) \text{ şeklindedir.}$$

y , bağımlı değişken, X^1 gecikmeli açıklayıcı değişkenler seti, X^2 eşanlı açıklayıcı değişkenler seti, μ gözlenemeyen ülke temelli etki, λ zaman temelli etki, ε zamana göre değişen hata terimi, i ülke ve t zaman indisidir.

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \alpha'(X_{i,t-1}^1 - X_{i,t-2}^1) + \beta'(X_{i,t}^2 - X_{i,t-1}^2) + (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}) \quad (2.4)$$

Regresyon denkleminin ilk farkının alınması ile, ülke temelli etkiler elemine edilmektedir (Levine, 2004, s.53–54).

Levine vd. (2000, s.32–36), finansal aracılık gelişmesinin dışsal parçasının ekonomik büyümeyi etkileyip etkilemediğini ve ülkeler arasındaki yasal sistemde ve muhasebe sistemlerindeki farklılıkların finansal gelişmenin seviyesindeki farklılıkları açıklayıp açıklamadığını, geleneksel yatay-kesit ve dinamik panel yöntemini kullanarak değerlendirmektedirler. Çalışmada iki ekonometrik yöntem kullanılmaktadır. İlk yöntem, genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM, Generalized Moment Method) ve ikincisi yatay-kesit regresyon analizidir. Dinamik panel yöntemi, gözlenemeyen ülke temelli etkilerin ve büyüme regresyonu gibi gecikmeli bağımlı değişken modellerinde açıklayıcı değişkenlerin ortak içselliklerinden kaynaklanan ekonometrik problemlere yönelik olarak oluşturulmaktadır. 74 ülkeye ait, 1960–1995 yıllarını kapsayan, yedi adet, beş yıllık zaman aralıklarında her birinin ortalaması alınmış, panel veri seti oluşturmuşlardır. Finansal aracılık gelişmesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemek için kullanılan ikinci ekonometrik yöntem olan yatay-kesit analizi, 1960–1995 yılları arası 71 ülkeye ait verileri kapsamaktadır. Yatay-kesit regresyon kestiriminin üç eksikliği bulunmaktadır. Birincisi, verilerin zaman serisi boyutunu kullanmaz. İkinci olarak, bu kestirimler ülke temelli etkilerin ihmalinden dolayı sapmış olabilir. Üçüncü olarak, tüm regresyonun içsellik için kontrol sağlayamamaktadır. Yatay-kesit kestiricisi, eşanlılık, ihmal edilen değişken ya da gözlenemeyen ülke temelli etkilerin neden olduğu potansiyel eğilimler ile panel kestiricisi kadar ilgili olmadığı için, panel kestiricisinin bulgularının tutarlılığını kontrol etmek için hizmet vermektedir. Çalışmada, finansal gelişmenin ölçüsü olarak bankacılığa ait üç finansal gelişme göstergesi kullanılmaktadır. Diğer yatay-kesit çalışmaların aksine, finansal aracılığın gelişmesinin dışsal bileşeni olarak araçsal değişkenler kullanılmakta ve bu amaç için La Porta vd (1997, 1998)'nin sağladığı anlayış kullanılmaktadır. Finansal gelişmenin dışsal bileşeni olarak La Porta vd. (1998)'nin kullandığı yasal ve düzenleyici sistemlerin ölçüsü olarak üç değişken kullanılmaktadır: alacaklıların yasal hakları, sözleşme uygulamalarının sağlamlığı ve şirket muhasebe standartlarının seviyesi.

Hem yatay-kesit hem de dinamik panel yöntemi sonuçları finansal aracılığın dışsal bileşeni ile uzun dönemli ekonomik büyüme arasında pozitif ve güçlü bir ilişkiyi önermektedir. Bulgular, ekonomik faaliyetlerin finansal gelişmeyi etkilediği görüşünü reddetmemektedir. Sonuçlar, finans ve büyüme arasındaki pozitif ilişkinin sadece büyümenin finansal gelişmeyi etkilemesinden kaynaklanmadığını, finansal aracılıktaki gelişme ile uzun dönemli büyüme arasındaki güçlü pozitif ilişkinin en azından finansal gelişmenin dışsal bileşeninin büyüme üzerindeki etkisiyle kısmen açıklanabileceğini göstermektedir. Etki, ekonomik olarak da büyüktür. Ayrıca sonuçlar, alacaklı haklarındaki, uygulama kalitesindeki ve muhasebe standartlarındaki farklılıklarının, ülkeler arasındaki finansal aracılıktaki gelişme farklılıklarını açıklamaya yardımcı olduğunu göstermektedir. Sonuçlara göre, güvenli alacaklılara yüksek öncelik veren yasaların olduğu, sözleşmeleri katı biçimde uygulayan yasal sistemlerin bulunduğu, geniş ve mukayese edilebilir şirket finansal raporlarını meydana getiren muhasebe standartlarına sahip ülkeler, daha gelişmiş finansal araçlara sahip olma eğilimindedirler. Bundan dolayı, alacaklıların haklarını, sözleşmelerin uygulanmasını ve muhasebe uygulamalarını kuvvetlendiren yasal sistemdeki ve muhasebe sistemindeki reformlar, finansal gelişmeyi desteklemekte ve ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır (Levine vd., 2000, s.36–63).

Beck vd. (2000), finansal aracılık seviyesindeki gelişme ile ekonomik büyüme, toplam faktör verimliliği büyümesi, fiziki sermaye birikimi ve özel tasarruf oranları arasındaki ilişkileri değerlendirmektedir. Finansal aracılığın gelişmesinin dışsal bileşenini elde etmek için, pür yatay-kesit araçsal değişken kestiricisi ve eşanlı ve ülke temelli gözlenemeyen etkilerle ilişkilendirilen eğilimleri kontrol eden dinamik panel teknikleri kullanılmıştır. Levine vd. (2000) ile aynı teknikleri kullanarak finansal araçların uzun dönemli ekonomik büyüme üzerinde nedensel bir etki gösterdiğini ispat etmişlerdir. Ancak, finansal gelişme ile verimlilik artışı, sermaye birikimi ve özel tasarruf oranları arasındaki ilişkiyi incelememişlerdir. Çalışmanın temel katkısı, finansal gelişme ile büyümenin kaynakları arasındaki ilişkinin incelenmesidir. İlk teknik, 63 ülkeye ait 1960–1995 dönemi verilerinin kullanıldığı yatay-kesit araçsal değişken kestiricisi yöntemidir. Bağımlı değişken sırasıyla, reel kişi başına GSYİH'daki büyüme oranı, reel kişi başına sermaye stokundaki büyüme, verimlilikteki büyüme veya özel tasarruf oranlarıdır. Finansal aracılık göstergelerinin yanı sıra ekonomik gelişmeyle ilişkili birçok gelişmeyi kontrol altında tutmak için geniş bir koşullu bilgi seti içermektedir. Eşanlı eğilimleri kontrol etmek ve finansal gelişmenin dışsal bileşenini göstermek için her bir ülkenin yasal orijini araçsal değişken olarak kullanılmaktadır. Yatay-kesit regresyonuna ilave olarak, genelleştirilmiş momentler yöntemi dinamik panel kestiricisi

kullanılmıştır. 77 ülkeye ait 1960–1995 yılları arasında yedi tane beş yıllık dönemin her birinin ortalamaları alınmış verilerle, panel veri seti oluşturulmuştur. Finansal aracılıktaki gelişmenin büyüme ile ilişkisinde, büyümenin kaynakları üzerindeki etkilerinin daha etkin ve daha tutarlı kestirimlerinin gösterilmesinde dinamik panel kestiricisi kullanılmıştır (Beck vd., 2000, s.262–266).

Yatay-kesit regresyon sonuçları, basit ve politika koşullu bilgi setini kullanarak finansal aracılıktaki gelişmenin dışsal parçası ile ekonomik büyüme arasında ekonomik ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiyi göstermektedir. Finans ve büyüme arasındaki güçlü ilişki eşanlı eğilimlerden kaynaklanmamaktadır. Koşullu bilgi setinde değişkenlerin hepsinin işareti enflasyon hariç beklenen işaretlerdir. Bu sonuçlara göre, enflasyon finansal sektörün performansını etkileyerek büyümeyi etkilemektedir. Dinamik panel kestiricisi de ayrıca finansal aracılıktaki gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde ekonomik olarak geniş etkisinin olduğunu göstermektedir. Bu güçlü, pozitif ilişki eşanlı eğilimlerden, ihmal edilen değişkenlerden veya gecikmeli bağımlı değişkenin regresyona dâhil edilmesinden kaynaklanmamaktadır. Hem yatay-kesit hem de dinamik panel sonuçları, finansal araçların ekonomik büyüme üzerinde geniş bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bulgulara göre, finansal aracılıktaki gelişmeyle hem kişi başına GSYİH'daki büyüme hem de toplam faktör verimliliğindeki büyüme arasında ekonomik olarak büyük ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Finansal aracılıktaki gelişme ile büyüme ve verimlilikteki artış arasındaki sağlam ve pozitif ilişki eşanlı eğilimlerden, ülke temelli etkilerden kaynaklanmamaktadır. Finansal aracılıktaki gelişmeyle hem fiziki sermayedeki büyüme hem de özel tasarruf oranları belirsiz bir ilişki göstermektedir. Finansal aracılığın, hem fiziki sermaye büyümesi hem de özel tasarruf oranları arasındaki uzun dönemli ilişkileri önemsizdir. Sonuçlar, daha iyi işleyen finansal araçların uzun dönemli ekonomik büyüme için pozitif geri yansıma sağlayarak, kaynak dağılımını iyileştirdiği ve toplam faktör verimliliğindeki büyümeyi hızlandırdığı görüşünü desteklemektedir (Beck vd., 2000, s.266–293).

Rousseau ve Wachtel (2002), finans ve büyüme arasındaki ilişkinin sağlamlığının enflasyon oranı ile değişip değişmediğini incelemekte ve özellikle enflasyon eşliğinin varlığını göstermeye çalışmaktadır. Finansal gelişme, enflasyon ve büyümenin standart ölçülerinin⁶ beş yıllık ortalamalarını kullanarak, 1960–1995 döneminde 84 ülke için oluşturulan panel regresyon, finans-büyüme ilişkisinde yüzde 13 ile 25 arasında yer alan bir enflasyon eşliğinin

⁶ Başlangıç reel GSYİH, ortaokula erişim oranı, zaman periyodundaki sabit etkiler için kukla değişken, finansal sektör derinleşmesinin üç ölçüsü, M3, M3 eksi M1 ve toplam kredilerin GSYİH'ya oranı, ihracat artı ithalatın GSYİH'ya oranı, kamu harcamalarının GSYİH'ya oranı ve ortalama enflasyon oranı.

var olduğunu göstermektedir. Enflasyon, finansal baskının sonucu olarak finansal sektördeki gelişmeyi engellemektedir. Enflasyon, eşik değerini aştığı zaman, finansal derinleşme ekonomik büyümedeki artışı durdurmaktadır. Enflasyonun etkisi çeşitli doğrudan ve dolaylı yollarla gerçekleşmektedir. Enflasyon, ekonomik gelişmeyi doğrudan engelleyen işlem ve bilgi maliyetlerini arttırmaktadır. Ayrıca düşük enflasyon ortamında finansal derinleşme seviyesi enflasyon ile ters olarak değişmektedir ve düşük enflasyon finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki pozitif etkisi ile ilişkilendirilmektedir (Rousseau ve Wachtel, 2002, s.779–792).

Rioja ve Valev (2004a), finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği verimlilik ve sermaye birikimi kanalını ve bu kanalların gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için farklılaşmış farklılaşmadığını 74 ülke için 1961–1995 döneminde genelleştirilmiş momentler yöntemi dinamik panel tekniğini kullanarak incelemiştir. Finansal gelişme ölçüleri: özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı, ticaret bankası varlıklarının, ticaret bankası varlıkları artı merkez bankası varlıklarına oranı ve nakit artı bankaların ve bankacılık dışı kurumların vadeli ve vadesiz mevduatlarının GSYİH'ya oranına eşittir. Ekonomik büyüme ölçüleri ise, reel kişi başına GSYİH'daki büyüme, sermaye stokundaki büyüme için kişi başına fiziki sermaye stokundaki büyüme oranı ve verimlilikteki artış için artıdaki büyüme, yani sermayedeki ve emekteki büyüme oranı hesaplandıktan sonra kalan değerdeki büyümedir. Veriler beş yıl aralıklı ortalamalar şeklindedir. Ülkeler gelir gruplarına göre düşük, orta ve yüksek gelirli ülkeler olmak üzere üç alt gruba ayrılmaktadır. Rioja ve Valev (2004a), çeşitli gelişme seviyelerinde finansın ekonomik büyümeyi etkilediği farklı kanalların olduğunu öne sürmektedir. Panel sonuçlarına göre, genel olarak finansal gelişme ölçülerinin ekonomik büyüme, verimlilikteki büyüme ve sermayedeki büyüme üzerinde pozitif istatistiksel olarak anlamlı etkisi vardır. Ancak, farklı ülkelerde finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi değişmektedir. Sonuçlara göre, temel olarak daha gelişmiş ülkelerde finansın verimlilik büyümesi üzerinde güçlü pozitif etkisi vardır. Tersine daha az gelişmiş ülkelerde finansın bu etkisi temel olarak sermaye birikimi kanalı ile olmaktadır. Yüksek gelirli ülkelerde fiziki sermayedeki artışa da katkıda bulunmakta, fakat etki düşük gelirli ülkelerin altındadır. Bu nedenle, ülke belirli gelir seviyesine ulaştıktan sonra finansal gelişme verimlilikteki büyümeye katkıda bulunabilmektedir (Rioja ve Valev, 2004a, s.127–138).

Rioja ve Valev (2004b) ise, ekonomik büyüme üzerinde ülkenin finansal gelişmesinin güçlü pozitif bir etkiye sahip olduğunu, fakat bu ilişkinin finansal gelişme seviyesine göre değiştiğini önermektedir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki muhtemel eş

anlılıklara değinen ve böylece ekonomik büyüme üzerinde finansal gelişmenin dışsal bileşeninin nedensel etkilerine yoğunlaşmayı sağlayan, genelleştirilmiş momentler yöntemi dinamik panel teknikleri kullanılmaktadır. Ayrıca, panel veri tekniklerinin kullanılması ülke temelli etkilerin kontrolünün yanı sıra, zaman içinde her bir ülkeden elde edilen bilgilerin de dâhil edilmesini mümkün kılmaktadır. Rioja ve Valev (2004a) ile aynı finansal gelişme ölçülerini kullanan çalışma, ülkeleri de düşük, orta ve yüksek gelirli ülkeler diye üçe ayırmaktadır. 1960–1995 döneminde geniş sayıdaki 74 örnek ülkeye ait veriler kullanılarak elde edilen sonuçlar, finansın büyüme üzerindeki etkisinin düzenli olarak pozitif olmadığını hatta pozitif olduğu zaman, etkinin büyüklüğünün farklılaştığını göstermektedir. Sonuçlar, finansın büyüme üzerinde güçlü pozitif etki göstermesinin yalnızca orta bölge olarak tarif edilen belirli büyüklükteki eşiğe ulaştığı zaman gerçekleşeceğini ileri sürmektedir. Düşük bölgelerde (eşiğin altında) etki, farklı finansal gelişme ölçüleri için aynı değildir. Özel krediler ve likit yükümlülükler ölçülerinin kullanıldığı durumda sıfır etki varken, ticaret vs. merkez bankası ölçüsü durumunda etki pozitiftir. Diğer yandan, yüksek bölgede finansal gelişmenin büyüme etkisi, yüksek seviyelere ulaşır ulaşmaz düşmektedir. Ayrıca, veri setinde düşük gelir düzeyine sahip ülkeler olarak sınıflandırılan ülkelerin birçoğundaki ortak özellik olan yüksek enflasyonun etkisi de değerlendirilmektedir. Çalışmaya göre, düşük bölgede finansın büyüme üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamsız olması, yüksek enflasyona bağlanmaktadır. Bu hipotezi araştırmak için, çok yüksek enflasyon oranı için kukla değişken oluşturulmakta ve özel kredilerle birbirini etkilemektedir. Rousseau ve Wachtel (2002) tarafından ampirik olarak tespit edilen enflasyon eşiği %25'tir. Sonuçlar, yüksek enflasyonun varlığında özel kredilerin etkisinin azaldığı yönündedir. Bulgular, orta ve yüksek bölgelerde ekonomik olarak anlamlı pozitif etkiyi desteklerken, düşük bölgedeki ülkelerde etki açık değildir. Bu ülkelerde artan bazı finansal gelişme ölçüleri ekonomik büyüme üzerinde önemsiz etkilere sahiptir (Rioja ve Valev, 2004b, s.429–443).

Benhabib ve Spiegel (2000, s.342–356), finansal aracılıktaki gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme, yatırım ve toplam faktör verimliliğindeki artış arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Panel veri regresyon analizini kullanan çalışma finansal gelişme ölçüsü olarak resmi aracılık sektörünün büyüklüğünün ölçüsü olan finansal sektörün likit yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranını, mevduat bankalarının yurt içi varlıklarının, mevduat bankaları varlıkları artı merkez bankası yurt içi varlıklarına oranını, finansal sektör dışındaki özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranını kullanarak, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi fiziki sermaye birikimindeki artışla mı yoksa toplam faktör verimliliğindeki artışla mı etkilediğini incelemektedir. Sonuç olarak finansal gelişme göstergeleri, toplam faktör verimliliği, fiziki ve

beşeri sermaye birikimi ile ilişki göstermektedir. Finansal gelişmenin farklı ölçüleri, büyümenin farklı bileşenleri (toplam faktör verimliliği, beşeri sermaye birikimi, fiziki sermaye birikimi) ile ilişkilidir. Finansal gelişme, hem yatırım hem de toplam faktör verimliliği kanalıyla büyüme oranını pozitif etkilemektedir.

Loayza ve Ranciere (2002), finans ve ekonomik faaliyetler arasındaki uzun dönem ve kısa dönem ilişkisinin farklılaştığını ileri sürmektedir. Ayrıca, banka ödünçlerindeki kısa dönemdeki dalgalanmalar ve hücumlar, finansal krizlerin başlangıcının sinyali olmaktadır. Bu nedenle çalışma, finansal gelişmenin uzun ve kısa dönem etkisinin eşanlı olarak göz önünde bulundurulmasının önemini vurgulamaktadır. Çalışma, hem genelleştirilmiş momentler yöntemi dinamik panel kestiricisini hem de panel hata düzeltme modellerini kullanmaktadır. Finansal aracılık göstergesi olarak, toplam likit yükümlülüklerin ve özel sektöre verilen yurt içi kredilerin GSYİH'ya oranı kullanılırken, ekonomik büyüme, toplam ve kişi başına GSYİH büyüme oranı ile ölçülmektedir. Ayrıca, ekonomik büyüme ile ilişkili diğer faktörlerin kontrolü için geniş bir koşullu bilgi seti mevcuttur. 74 ülkeye ait 1960–1995 dönemi verilerinin kullanıldığı genelleştirilmiş momentler yöntemi sonuçları, daha büyük finansal derinleşmenin pozitif büyüme etkisini bildirmektedir. Etki, krize maruz kalmış ve kalmamış ülkeler için anlamlı olarak poziftir. Ancak, her iki finansal aracılık ölçüsü için de pozitif büyüme etkisi, krize maruz kalmamış ülkelere oranla maruz kalmış ülkelere daha küçüktür. Finansal derinleşmenin büyüme etkisinin, Latin Amerika ülkelerinde diğer ülkelere daha küçük olması, De Gregorio ve Guidotti (1995) ile tutarlıdır. Finansal derinleşmenin kısa ve uzun dönem büyüme etkilerini görebilmek için ikinci yöntem olan panel hata düzeltme modeli, 49 ülkeyi ve 1960–1997 dönemini kapsamaktadır. Sonuçlara göre, uzun dönemde kişi başına GSYİH büyüme oranı, başlangıç gelir seviyesi, enflasyon oranı ve devletin büyüklüğü ile negatif ilişkiyken, uluslararası ticarete açıklıkla pozitif ilişkilidir. Daha da önemlisi, ekonomik büyüme, finansal aracılık ölçüleri ile uzun dönemde pozitif ve anlamlı ilişki içindeyken, kısa dönemde farklı bir durum söz konusudur. Finansal aracılık ölçüleri ile kişi başına GSYİH büyüme oranı arasında kısa dönemdeki ortalama ilişki, özel krediler ve likit yükümlülükler durumunda kuvvetli biçimde negatiftir. Bu nedenle, kısa ve uzun dönem etkileri kıyaslandığında, ekonomik büyüme ve finansal aracılık arasındaki ilişki, işaret hareketlerinin geçici ya da kalıcı olmasına bağlıdır. Daha sonra büyüme ve finansal aracılık arasındaki kısa dönemli negatif ilişkiyi sistematik banka krizleri ile ilişkilendiren çalışma, anlamlı kısa dönem etkisine sahip ülkeleri; sistematik bankacılık krizine maruz kalanlar ve kalmayanlar şeklinde iki gruba ayırmaktadır. Krize maruz kalan ülkelerin %75'inde büyüme ile finansal aracılık arasındaki negatif kısa dönem ilişkisi mevcutken, krize maruz kalmayan

ülkelerin sadece %44'ünde bu geçerlidir. Bulgular, finansal kriz çevrelerinde ekonomik büyüme ile finansal aracılık arasındaki dinamik ilişkinin negatif olduğunu göstermektedir. Ayrıca diğerlerine göre, bankacılık krizlerine maruz kalan ülkelerde uzun dönem ekonomik büyüme ile finansal derinleşme arasındaki pozitif ilişki daha düşüktür (Loayza ve Ranciere, 2002, s.7–26).

Graff (2001), alternatif finansal gelişme göstergelerini kullanarak ekonomik büyüme sürecinde finansal sistemin önemini tartışmaktadır. Panel veri yöntemini kullanan çalışma, 1970–1990 dönemini ve 93 ülkeyi kapsamaktadır. Kullanılan finansal gelişme göstergeleri; finansal sistemde istihdam edilen çalışan sayısı, GSYİH'nın hesaplanmasındaki finansal sistemin payı ve kişi başına banka ve şube sayısıdır. Sonuçlara göre 1970–1990 döneminde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, arz-öncü hipotez ilişkisini desteklemektedir. Finansın büyüme için önemli olduğu açıktır. Nedensellik temel olarak, finansal sektörden reel sektöre doğrudur, çok az iki yönlü nedensellik ortaya çıkarken, ters nedenselliğe (reel sektörden finansal sektöre doğru nedensellik) dair kanıt bulunmamaktadır. İlave bir sonuç ise, finansın yetişkin okur-yazarlık oranının yüksek olduğu ülkelerde daha önemli olduğudur. Bununla birlikte, sonuçlar finans-büyüme arasındaki ilişkilerin kararlı bir ilişki olmadığını göstermektedir. Özellikle 1970'lerin ikinci yarısında, finansal faaliyetlerin zaman zaman ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği görülmektedir (Graff, 2001, s.83–106).

Favara (2003), gelişmiş veri seti ile, yatay-kesit ve panel veri analizini kullanarak Levine vd. (2000)'nin çalışmasını yeniden gözden geçirmekte ve genişletmektedir. 85 ülkeye ait 1960–1998 dönemi verilerini kullanan çalışma, bankacılık piyasasının likit yükümlülüklerinin seviyesi ve banka ve diğer finansal kurumlar tarafından özel sektöre verilen kredilerin miktarı şeklinde iki standart finansal gelişme ölçütünü kullanmaktadır. Yatay-kesit analizi (sıradan en küçük kareler yöntemi) sonuçları, finans ve büyüme arasındaki ilişkinin pozitif, geniş ve sağlam olduğunu ortaya koymakta ve King ve Levine (1993a)'in bulgularını desteklemektedir. Panel veri analizi sonuçlarına göre, özel sektöre verilen krediler finansal gelişme göstergesi olarak kullanılırsa, Levine vd. (2000)'nin bulgularından farklı olarak finansal gelişmenin uzun dönemli ekonomik büyüme ile anlamlı olarak ilişkili olmadığını göstermektedir. Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde birinci derece etkisi yoktur. Favara (2003)'nin bulgularına göre finansal gelişmenin dışsal bileşeni, ekonomik büyümeyi teşvik etmemektedir, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantı doğrusal değildir ve eğer dinamik nitelikler ve ülkeler arasındaki heterojenlikler hesaba katılırsa,

finansal gelişmenin GSYİH büyümesi üzerindeki kestirilen etkisi negatif olmaktadır (Favara, 2003, s.6–27).

Güloğlu (2003), finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisini, 1970–1994 dönemini finansal reformların gerçekleştirilmesinden önce ve gerçekleştirilmesinden sonra olmak üzere, 43 ülkeyi kapsayan ve beş yıl ortalamalı panel verileri kullanarak araştırmaktadır. Çalışmada, geniş tanımlı para arzının gayrisafi yurt içi hasılaya oranı, bankalardaki mevduatın toplam mevduata oranı, özel sektöre verilen kredilerin toplam kredilere oranı ve özel sektöre açılan kredilerin gayrisafi yurt içi hasılaya oranı olmak üzere, dört tane finansal gelişme ve ticari banka rezervlerinin geniş anlamda para arzına oranı olmak üzere bir tane de finansal baskı göstergesi kullanılmıştır. 1970-74’den 1990-94’e uzanan beşer yıllık beş dönemi ve 43 ülkeyi kapsayan ilk çalışma çelişkili sonuçlara ulaşmış ve finans sektöründeki gelişmenin ekonomik büyümeye etkisini açıklamakta yetersiz kalmıştır. Bu sonuca göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin zamanla değiştiği söylenebilir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin zamanla değişmesinin nedeni olarak, finansal reformların, finans sektörünün verimliliğini arttırarak, yatırımların hacmini ve verimliliğini arttırarak, ekonomik büyümeyi hızlandırdığı hipotezini ileri süren Güloğlu (2003), bu hipotezi test etmek için, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, finansal serbestleşme döneminden önce ve sonra olmak üzere iki döneme ayırarak incelemiştir. Finansal reformların yapılmasından önceki döneme ilişkin yapılan tahminler, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye anlamlı bir katkısı olmadığını göstermektedir. Güloğlu (2003)’na göre bu sonucun en önemli nedenlerinden birisi, reform öncesi uygulanan finansal baskı politikalarıdır. Faiz oranlarına getirilen kısıtlamalar nedeniyle, finans sektörünün yeteri kadar mevduat toplayamaması, mevduat munzam karşılık oranlarının arttırılması, reeskont oranlarının yüksekliği ve seçici kredi politikaları yüzünden de finans sektörünün verimli yatırım projelerine yeteri kadar kredi açamaması, finans sektörünün ekonomik büyümeye olan katkısının azalmasına yol açmıştır. Finansal serbestleşmeden sonraki döneme ait tahminler, finans sektörünün tüm ekonomi içindeki ağırlığının artmasının ve bankacılık sisteminin gelişmesinin ekonomik büyümeye olan katkısının bu dönemde olumlu ve anlamlı olduğunu göstermektedir (Güloğlu, 2003, s.39–65).

Nazmi (2005, s.448–458), bankacılık düzenlemelerinin ve finansal derinleşmenin, sermaye birikimi, yatırımlar ve büyüme üzerindeki etkisini incelemektedir. Finansal sektörü içeren genel denge modelini kullanan çalışmada kullanılan panel veri seti, 1960–1995 dönemini ve 5 ülkeyi (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya ve Meksika) kapsamaktadır. Kullanılan finansal

gelişme göstergelerinin ilki, mevduat bankaları kredilerinin toplam kredilere oranına eşittir (mevduat bankası kredileri artı merkez bankasının yurt içi varlıkları). Finansal gelişmenin ikinci göstergesi, likit yükümlülüklerin (nakit, vadesiz mevduat ve diğer finansal aracılardan faiz getiren yükümlülükleri) GSYİH'ya oranına eşittir. Üçüncü gösterge, özel sektöre verilen banka kredilerinin GSYİH'ya oranı ve dördüncü gösterge, üç finansal gelişme göstergesinin ortalamalarından oluşan finansal gelişme indeksidir. Finansal derinleşmenin ve gelişmenin büyüme ve yatırımlar üzerindeki etkilerini göstermek için genelleştirilmiş momentler yöntemi dinamik panel kestiricisi kullanılmıştır. Sonuç olarak, Latin Amerika'da finansal düzenlemelerin ve liberalizasyonun bankacılık sektörü ve kredi mevcudiyeti üzerindeki kısa dönem negatif etkileri mevcutken, uzun dönemde finansal düzenlemeler ve liberalizasyon, bankacılık ve finansal sistemi kuvvetlendirerek daha hızlı sermaye birikimini ve ekonomik büyüme oranlarını desteklemektedir.

Artan (2006), panel veri analiz yöntemini kullanarak, 1980–2002 dönemindeki yetmiş dokuz ülkeyi, ülkeleri düşük, orta ve yüksek gelirli ülkeler olarak gruplandırarak, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemektedir. Sonuçlar finansın ekonomik büyümenin en önemli belirleyicilerinden biri olduğunu göstermektedir. Ancak, orta ve yüksek gelir gruplarındaki ülkelerde görülen finansal gelişmenin pozitif etkisi, düşük gelirli ülkelerde negatif olmaktadır (Artan, 2006, s.1–24).

Christopoulos ve Tsionas (2004), finans ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1970-2000 döneminde on gelişmekte olan ülke için, panel birim kök testleri ve panel eşbütünleşme testlerine ek olarak, eşik eşbütünleşme testleri ve panel temelli vektör hata düzeltme modelinin dinamik panel veri tahmini ile araştırmışlardır. Araştırmanın sonucunda, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye tek yönlü pozitif bir nedensellik etkisinin açık kanıtını bulduklarını ileri sürmüşlerdir (Christopoulos ve Tsionas 2004, s.55-74).

Al-Awad ve Harb (2005), Türkiye'nin de aralarında bulunduğu Orta Asya Ülkelerinde 1969–2000 döneminde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi yeni geliştirilen panel eşbütünleşme ve panel FMOLS (fully modified ordinary least squares) kestiricisi yöntemlerini kullanarak incelemektedir. Tamamen düzeltilmiş sıradan en küçük kareler (FMOLS) regresyon sonuçlarına göre, sadece Mısır ve Ürdün'de finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde pozitif anlamlı etkiye sahip olduğu görülmektedir. Panel veriler için Granger nedensellik testi, kısa dönemde finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde etkisi olmadığını gösterirken finansal gelişmenin ekonomik büyümenin sonucu olduğunu

gösteren talep-izleyici hipotez desteklenmektedir. Granger nedensellik testi sonuçları, kısa ve uzun dönemde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru nedenselliğe yönelik kanıtlar sunmaktadır. Sonuçlara göre, bu coğrafyada finansal gelişme ekonomik büyüme için çok önemli değildir ve bölgedeki finansal sektör, sürekli ekonomik büyümeye neden olacak kadar gelişmiş değildir (Al-awad ve Harb, 2005, s.1044–1045).

2.3.2. Hisse Senedi Piyasalarının Dâhil Edildiği Panel Veri Analizleri

Rousseau ve Wachtel (2000), 47 ülkeye ait 1980–1995 dönemi verilerini kullanarak, hisse senedi piyasaları ile büyüme arasındaki dinamik bağlantıyı hem yatay-kesit regresyon hem de genelleştirilmiş momentler dinamik panel veri yöntemini kullanarak incelemektedir. Çalışmada, iki hisse senedi piyasası gelişme ölçüsü kullanılmaktadır. İlk ölçü, piyasaların büyüklüğünü gösteren toplam piyasa kapitalizasyonu ve ikinci ölçü, piyasalardaki büyüklük ve likiditenin bileşimi olan toplam işlem hacmidir. Her iki durumda da beklenen kârlılığın ya da diğer sebeplerin sonucu olarak, yerel pay fiyatları arttığı zaman hisse senedi piyasası faaliyetlerinin ölçüsü artacaktır. Bu nedenle, piyasaların gelişmesine odaklanmak için her bir ülkenin kendi yerel hisse senedi fiyatları endeksi kullanılarak, piyasa faaliyetlerinin ölçüsü defle edilmektedir. Ayrıca, finansal derinlik ölçüsü olarak M3'ün GSYİH'ya oranı ve ekonomik büyüme için kişi başına reel GSYİH kullanılmaktadır. Yatay-kesit sonuçları çıktıdaki büyümede finansal faktörlerin öncü rolü ile tutarlı bir kanıt sunarken, nedenselliğin yönüne dair kısıtlı görüşler önermektedir. Panel sonuçlarına göre, her iki hisse senedi piyasası ölçüsü çıktıyı pozitif etkilemektedir, ancak işlem hacminin etkisi piyasa kapitalizasyonundan daha büyük ve daha sürekli. Ayrıca, bankacılık ölçüsü de çıktıyı pozitif ve güçlü şekilde etkilemektedir. Bulguları özetlersek, kişi başına likit yükümlülüklerin (M3) yanında hisse senedi fiyatları ile düzeltilmiş kişi başına piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmi ölçülerini içeren panel analiz, piyasaların gelişiminde ve kişi başına gelirdeki büyümenin teşvikinde likiditenin önemini vurgulamaktadır. Özellikle, hem geleneksel aracılık faaliyetlerinin yoğunluğundaki hem de organize olmuş piyasalardaki hisse senedi işlem hacminin değerindeki artışların ekonomik büyüme üzerinde güçlü etkisi varken, piyasa kapitalizasyonlarının etkisi zayıftır. Bundan dolayı, sadece piyasanın büyüklüğünden ziyade piyasanın likiditesi ve bu likiditenin büyüklükle etkileşimi kişi başına gelirdeki büyüme için daha önemlidir (Rousseau ve Wachtel, 2000, s.1938–1956).

Beck ve Levine (2004), panel veri setini ve dinamik paneller için geliştirilmiş genelleştirilmiş momentler yöntemini kullanarak hisse senedi piyasası ve bankaların

ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemektedir. Çalışma, yeni veri setiyle birlikte mevcut büyüme çalışmalarında bulunan istatistiksel noksanlıkları azaltan yeni panel ekonometri tekniklerini kullanarak, eşanlı eğilimlerden, ihmal edilen değişkenden ve büyüme regresyonuna gecikmeli bağımlı değişkenin dâhil edilmesinden kaynaklanan yanlılıkları daha belirgin şekilde elemine etmektedir. Çalışmada, konjonktürel dalgalanmaların etkilerinden kurtulmak için çeyreklik ve yıllık veriler yerine ağırlıklandırılmış beş yıllık dönemler kullanılmaktadır. Aynı zamanda panel fark kestiricisiyle ilgili yanlılığı elimine eden, sistem panel kestiricilerinin birkaç çeşidinin kullanılması, sonuçların sağlamlığının değerlendirilmesi ve diğer büyümenin belirleyicilerinin kontrolünden sonra, hisse senedi piyasası ve bankacılık gelişmesinin her birinin ekonomik büyüme ile pozitif ilişkisi olup olmadığının incelenmesi bakımından diğer çalışmalardan ayrılmaktadır. Ayrıca, çalışmada hisse senedi ve bankacılık piyasası göstergelerinin birlikte büyüme regresyonuna katıldıklarında anlamlı olup olmadığı da araştırılmaktadır (Beck ve Levine, 2004, s.425–427).

Beck ve Levine (2004)'in çalışması, 1976–1998 döneminde 40 ülkeyi kapsamaktadır. Bankacılık gelişme göstergesi, mevduat bankaları tarafından özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranına eşittir. Alternatif hisse senedi piyasası gelişme göstergelerinden ilki, piyasa likiditesini ölçen devir (turnover) oranı, diğeryse, hisse senedi piyasası gelişme göstergesi olan işlem hacmidir. Bu oranın iki eksikliği vardır. İlki, piyasanın likiditesini ölçmemektedir. İkincisi, piyasalar ileriye dönükse, yüksek pay fiyatlarıyla daha yüksek ekonomik büyümeyi tahmin edebilecektir. Ayrıca listelenmiş payların değerinin GSYİH'ya oranına eşit olan piyasa kapitalizasyonu da göz önünde bulundurulmaktadır. Ancak Levine ve Zervos (1998), piyasa kapitalizasyonunun ekonomik büyümenin iyi bir kestiricisi olmadığını göstermişlerdir. Ayrıca geniş bir koşullu bilgi seti, büyüme ile ilişkili faktörler için kontrol sağlamaktadır. Büyüme göstergesi ise reel kişi başına GSYİH'dır. Üç alternatif panel modelini kullanan çalışmanın sonuçları, finansal gelişmenin ekonomik büyüme ile ilişkisiz olduğu hipotezi güçlü şekilde reddetmektedir. Alternatif koşullu bilgi seti ve alternatif panel kestiricilerini kullanan sistem panel büyüme regresyonlarının hepsine hisse senedi piyasası ve bankacılık gelişme ölçüleri müştereken anlamlı olarak katılmaktadır. Hisse senedi piyasalarının ve bankaların gelişmesinin her ikisinin birden ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel ve ekonomik olarak geniş pozitif etkisi vardır. Bu sonuçlar eşanlı eğimlerden, ihmal edilen değişkenlerden ya da ülke temelli etkilerden kaynaklanmamaktadır. Böylece ülke temelli etkilerin ve potansiyel içselliğin kontrolünden sonra veriler, ekonomik olarak büyüme sürecinde finansal gelişmenin pozitif rolünü vurgulayan teorilerle tutarlıdır. Ayrıca çalışma, hisse senedi piyasası gelişmesi ve bankacılık gelişmesinin ekonomik büyüme üzerindeki

bağımsız etkilerini değerlendirmiştir. Genel olarak farklı kestirim yöntemleri ve farklı kontrol değişkenleri arasında hem hisse senedi piyasasının hem de bankaların büyüme regresyonuna anlamlı olarak katıldığını bulmuşlardır. Bu bulgular hisse senedi piyasasının bankalardan farklı finansal hizmetler sağladığı ve hisse senedi ve bankacılık piyasalarının bağımsız olarak ekonomik büyümeyi teşvik ettiğini ortaya koymaktadır (Beck ve Levine, 2004, s.427–440).

Bir dizi gelişmekte olan ülke için finansal hisse senedi piyasalarının liberalizasyonu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik kanıtlar sunan Bekaert vd. (2001), finansal liberalizasyondan sonra ortalama reel ekonomik büyümenin yıllık %1 ile %2 arasında arttığını iddia etmektedir. Bankacılık gelişme ölçüsü olarak, özel bankalar tarafından verilen kredilerden merkez bankası kredilerini izole eden, özel kredilerin GSYİH'ya oranını kullanan çalışma, hisse senedi piyasası gelişmesi için üç ölçü kullanılmaktadır: hisse senedi piyasası büyüklüğünün ölçüsü için hisse senedi piyasası kapitalizasyonlarının GSYİH'ya oranı, yurt içi şirketlerin sayısının logaritması ve hisse senedi piyasası likiditesi için hisse senedi piyasası devir oranı (ticaret hacminin piyasa kapitalizasyonlarına oranı) kullanılmaktadır. 1980–1997 döneminde 30 ülkeye ait genelleştirilmiş momentler yöntemi sonuçlarına göre, finansal piyasaların liberalizasyonu %1'lik daha yüksek ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Finansal piyasaların liberalizasyonunun etkisi kontrol değişkenlerinin (makroekonomik çevre, bankacılık gelişmesi ve hisse senedi piyasası gelişmesi) içerildiği durumda da sağlamdır. Ayrıca, finansal liberalizasyonun etkilerinden ortalama eğitim seviyesinden daha yüksek eğitim seviyesine sahip ülkeler daha fazla yararlanmaktadır (Bekaert vd., 2001, s.465–497).

Birçok istatistiksel eğilimi kontrol etmek için, yatay-kesit analizi genelleştirilmiş momentler yöntemini kullanarak tamamlayan Levine ve Carkovic (2002), Şili'de hisse senedi piyasalarının ve bankaların her birinin ekonomik büyüme üzerinde bağımsız ve pozitif etkiye sahip olduğunu göstermektedir. İlk yöntem olan yatay-kesit büyüme regresyonunda 54 ülkeye ait 1975–1998 arası dönemin verileri kullanılmaktadır. 1976–1998 arası beş yıllık ortalama veriler kullanılarak oluşturulan panel analizinde ise 40 ülkeye ait veriler kullanılmaktadır. Hisse senedi piyasası gelişme göstergeleri, devir oranı (turnover) ve piyasa kapitalizasyonlarıdır. Bankacılık gelişmesi olarak, mevduat bankaları tarafından özel sektör üzerindeki banka alacaklarının GSYİH'ya oranına eşit olan banka kredileri ölçüsü kullanılmaktadır. 1975–1998 dönemi için yatay-kesit büyüme regresyonu sonuçlarına göre, devir oranı ve banka kredileri oranı ekonomik büyüme ile pozitif ve anlamlı olarak ilişkilidir. Finansal göstergelerin katsayıları ekonomik olarak büyüktür. Hisse senedi piyasası likiditesi, ekonomik büyüme ile pozitif ve sağlam şekilde ilişkilendirilirken, hisse senedi piyasası

Tablo 2.5. Panel Veri Çalışmaları (Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasası)

| Makale | Örneklem Kütle ve Dönem | Bağımlı Değişken | Açıklayıcı Finansal Değişken (Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasası Verileri) | Yöntem | Temel Bulgular |
|----------------------------|-------------------------|------------------------------------|--|---|--|
| Levine vd. (2000) | 71 Ülke, 1960–1995 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Likit Yükümlülükler / GSYİH, Ticaret ve Merkez Bankası Varlıkları / GSYİH, Özel Krediler / GSYİH, Araçsal Değişkenler | Yatay-Kesit OLS ve Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) | Dışsal Finansal Sektör Bileşeni Ekonomik Büyüme ile Pozitif İlişki Göstermektedir. Eşanlı Eğilimlerden-Yanlıktan Kaynaklanmayan Finansal Aracılıktaki Gelişmenin Seviyesi ile Uzun Dönem Ekonomik Büyüme Arasında Güçlü-Kuvvetli Pozitif İlişkiyi Göstermektedir. |
| Beck vd. (2000) | 77 Ülke, 1960–95 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Özel Krediler / GSYİH, Likit Yükümlülükler / GSYİH, Mevduat Bankaları Tarafından Verilen Krediler / GSYİH, Araçsal Değişkenler | Yatay-Kesit ve GMM Dinamik Panel Regresyon Analizi | Finansal Gelişmenin Dışsal Bileşeni ile Reel Büyüme Arasında Pozitif İlişki, Finansal Aracılar GSYİH'yı Etkileyen Toplam Faktör Verimliliğindeki Büyüme Üzerinde Geniş, Pozitif Etki Göstermektedir. Finansal Aracılıktaki Gelişme ile Hem Fiziksel Sermayedeki Büyüme Hem de Özel Tasarruf Oranları Arasındaki İlişki Seyrektrir. |
| Rousseau ve Wachtel (2000) | 47 Ülke, 1980–1995 | Kişi Başına Reel GSYİH | M3 / GSYİH, Toplam Piyasa Kapitalizasyonları, Toplam İşlem Hacmi. | Yatay-Kesit Regresyon, Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi Dinamik Panel Yöntemini | Panel Sonuçlarına Göre Her İki Hisse Senedi Piyasası Ölçüsü Çıktıyı Pozitif Etkilemektedir, Ancak İşlem Hacminin Etkisi Piyasa Kapitalizasyonundan Daha Büyük ve Daha Sürekli. Ayrıca Bankacılık Ölçüsü de Çıktıyı Pozitif ve Güçlü Şekilde Etkilemektedir. |
| Graff (2001) | 93 Ülke, 1970–1990 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme | Finansal Sistemde İstihdam Edilen İşçi Sayısı, GSYİH'nın Hesaplanmasındaki Finansal Sistemin Payı, Kişi Başına Banka ve Şube Sayısıdır. | Panel Regresyon Analizi | Finans Büyüme için Açıkça Önemlidir. Nedensellik Temel Olarak, Finansal Sektörden Reel Sektöre Doğrudur, Çok Az İki Yönlü Nedensellik Ortaya Çıkarken Ters Nedenselliğe (Reel Sektörden Finansal Sektöre Doğru Nedensellik) Dair Kanıt Bulunmamaktadır. İlave Bir Sonuç, Finansın Yetişkin Okur-Yazarlık Oranının Yüksek Olduğu Ülkelerde Daha Önemli Olduğudur. |
| Rousseau ve Wachtel (2002) | 84 Ülke, 1960–1995 | Reel GSYİH | Enflasyon ve Büyümenin Standart Ölçüleri, Finansal Sektör Derinleşmesinin Üç Ölçüsü, M3, M3-M1, Toplam Kredilerin GSYİH'ya Oranı ve Enflasyon Oranı. | Panel Regresyon | Enflasyon, Finansal Baskının Sonucu Olarak Finansal Sektördeki Gelişmeyi Engellemektedir. Enflasyon Eşik Değerini Aştığı Zaman, Finansal Derinleşme Ekonomik Büyümedeki Artışı Durdurmaktadır. |

| | | | | | |
|------------------------|-----------------------|--|---|--------------------------------------|--|
| Rioja ve Valev (2004a) | 74 Ülke, 1961–1995 | Reel Kişi Başına GSYİH'daki Büyüme, Kişi Başına Fiziksel Sermaye Stokundaki Büyüme Oranı ve Artıktaki Büyüme (Sermayedeki ve Emekteki Büyüme Oranı Hesaplandıktan Sonra Kalan Değer) Oranıdır. | Özel Sektöre Verilen Kredilerin GSYİH'ya Oranı, Ticaret Bankası Varlıklarının Ticaret Bankası Varlıklarına Artı Merkez Bankası Varlıklarına Oranı, Nakit Artı Bankaların ve Bankacılık Dışı Kurumların Vadeli ve Vadesiz Mevduatlarının GSYİH'ya Oranı. | (GMM) Dinamik Panel Tekniği | Finansal Gelişme Ölçülerinin Ekonomik Büyüme, Verimlilikteki Büyüme ve Sermayedeki Büyüme Üzerinde Pozitif İstatistiksel Olarak Anlamlı Etkisi Vardır. Ancak, Farklı Ülkelerde Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi Değişmektedir. |
| Rioja ve Valev (2004b) | 74 Ülke, 1960–1995 | Reel Kişi Başına GSYİH | Özel Sektöre Verilen Kredilerin GSYİH'ya Oranı, Ticaret Bankası Varlıklarının Ticaret Bankası Varlıklarına Oranı, Nakit Artı Bankaların ve Bankacılık Dışı Kurumların Vadeli ve Vadesiz Mevduatlarının GSYİH'ya Oranı. | (GMM) Dinamik Panel Tekniği | Finansın Büyüme Üzerindeki Etkisinin Düzenli Olarak Pozitif Olmadığını Hatta Pozitif Olduğu Zaman Etkinin Büyüklüğünün Farklılaştığını Göstermektedir. Sonuçlar, Finansın Büyüme Üzerinde Güçlü Pozitif Etki Göstermesinin Yalnızca Orta Bölge Olarak Tarif Edilen Belirli Büyüklükteki Eşiğe Ulaştığı Zaman Gerçekleşeceğini İleri Sürmektedir. |
| Beck ve Levine (2004) | 40 Ülke, 1976–1998 | Reel Kişi Başına GSYİH | Mevduat Bankaları Tarafından Özel Sektöre Verilen Kredilerin GSYİH'ya Oranı, Piyasa Likiditesini Ölçen Devir Oranı, Yurt İçi İşlemlerde Ticareti Konu Olan Payların Değerinin, Listelenmiş Payların Toplam Değerine Oranına Eşittir. İşlem Hacmi, Yurt İçi İşlemlerde Yurt İçi Payların Ticaretinin Değerinin GSYİH'ya Oranına Eşittir. | Genelleştirilmiş Momentler Yöntemini | Bulgular Hisse Senedi Piyasasının Bankalardan Farklı Finansal Hizmetler Sağladığını, Hisse Senedi ve Bankacılık Piyasalarının Bağımsız Olarak Ekonomik Büyüme Teşvik Ettiğini Göstermektedir. |

büyüklüğü ilişkilendirilememektedir. Bankacılık sektörünün gelişmesinin de pozitif ve anlamlı katsayısı olduğu görülmektedir. Dinamik panel sonuçları, bankacılık sektöründeki gelişmenin ve hisse senedi piyasası likiditesindeki artışın ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki gösterdiğini teyit etmektedir. Eşanlı eğilimlerin, sabit ülke etkilerinin ve regresyondaki kişi başına GSYİH gecikmeli değişkeninin neden olduğu eğilimlerin kontrolünden sonra bile, panel sonuçları bankacılık gelişmesinin hâlâ ekonomik büyüme üzerinde sağlam ve pozitif ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Sonuçlar, hisse senedi piyasalarının ve bankaların uzun dönemli büyümeyi bağımsız olarak etkilediği ve finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki bağlantının dış etkilerden, ihmal edilen değişkenden ya da içsellikten kaynaklanmadığı görüşü ile tutarlıdır (Levine ve Carkovic, 2002, s.8–16).

Ben Naceur ve Ghazouani (2003) genelleştirilmiş momentler yöntemini kullanarak Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesindeki on ülkede, hisse senedi ve bankacılık piyasası gelişmesinin büyüme üzerindeki bağımsız etkilerini test etmişlerdir. Sonuçlar bu bölgede finansal gelişmenin ekonomik büyüme sürecinde önemsiz, zayıf etkilere sahip olduğunu göstermektedir.

2.4. Endüstri ve Firma Temelli Çalışmalar

Araştırmacılar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi geniş sayıdaki ülkenin yatay-kesitlerini daha iyi anlayabilmek için, hem endüstri bazında hem de firma bazında veri kullanmaktadırlar. Bu çalışmalar, nedensellik sorununu çözmeye, daha ayrıntılı şekilde mekanizmayı ve finansın ekonomik büyümeyi etkilediği kanalları göstermeye çalışmaktadır (Levine, 2004, s.68).

Endüstri seviyesindeki en kapsamlı çalışmalardan biri Rajan ve Zingales (1998) tarafından yapılmıştır. Rajan ve Zingales (1998), finansal gelişmenin, firmaların dış finansman maliyetini düşürerek ekonomik büyümeyi kolaylaştırıp kolaylaştırmadığını, 1980–1990 döneminde 41 ülkedeki endüstrilere ait verileri kullanarak incelemektedir. Özellikle, daha gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde, nispeten daha fazla dışsal finansmana ihtiyacı olan endüstrilerin orantısız olarak daha hızlı gelişip gelişmediği incelenmektedir.

Rajan ve Zingales (1998), Amerika'daki firmalara ait verilerle endüstrilerin dışsal finansman (yatırımlar ile işlemlerden yaratılan nakit arasındaki fark) ihtiyacını incelemektedir. Analiz, Amerika'daki sermaye piyasalarının, özellikle de geniş sayıda listelenmiş firmaların nispeten pürüzsüz olduğu varsayımı altında, dışsal finansman için

endüstrilerin teknoloji talebini inceleme olanağı sağlar. Böyle teknoloji talebinin diğer ülkelere aktarıldığına ilişkin ilave varsayım altında, finansal olarak daha gelişmiş ülkelerde dışsal finansmana daha bağımlı endüstrilerin nispeten daha hızlı büyüyüp büyümedikleri incelenmektedir. Bu, diğer durumlar sabitken, finansal olarak daha gelişmiş ülkelerde, ilaç ve eczacılık gibi daha fazla dışsal finansmana ihtiyaç duyan sektörlerin, sigara gibi daha az dışsal finansmana ihtiyaç duyan sektörlerden nispeten daha hızlı gelişmesi gerektiğini ima etmektedir. Ayrıca, yeni kurulan firmalar, kurulu olan firmalardan daha fazla dışsal finansmana bağımlıdır. Bundan dolayı, dışsal finansmana bağlı endüstrilerdeki kuruluşların sayısındaki büyüme, özellikle finansal gelişmeye duyarlı olmalıdır.

Endüstri seviyesinde panel regresyon analizinin kullanıldığı çalışmadaki model aşağıdaki gibidir:

$$Growth_{i,k} = \sum_j \alpha_j country_j + \sum_l \beta_l Industry_l + \gamma Share_{i,k} + \delta(External_k * FD_i) + \varepsilon_{i,k} \quad (2.7)$$

$Growth_{i,k}$, katma değerdeki yıllık ortalama büyüme oranına veya kuruluşların sayısındaki artışa eşittir. Country ve Industry sırasıyla ülke ve endüstri kukla değişkenleridir. $Share_{i,k}$, i ülkesindeki k endüstrisinin imalattaki 1980'deki payına eşittir. $External_k$, 1980–90 arasında k endüstrisindeki ABD firması için iç fonlarla finansmanı sağlanmayan sermaye harcamalarının oranıdır. FD_i , i ülkesi için finansal gelişme göstergesi ve k endüstri, i ülke indisi (Rajan ve Zingales, 1998, s.562–563; Levine, 2004, s.70).

Rajan ve Zingales (1998), analizlerinde endüstrinin dışsal bağımlılığı (External) ile finansal gelişme (FD_i) arasındaki etkileşimin katsayısı olan δ kestirim katsayısı üzerine odaklanmaktadır. δ pozitif ve anlamlı ise finansal gelişmedeki (FD_i) bir artış, eğer endüstri yoğun olarak dış finansmana bağımlı ise endüstriyel büyüme üzerinde büyük etkiye neden olacaktır. Çalışma, dış bağımlılık ve finansal gelişmenin/yapının ülke ve endüstriye nispeten endüstri büyüme oranları üzerindeki etkisini izole etmiştir. Başlangıç endüstri paylarını içererek, bu yakınsama etkisi için kontrol sağlamaktadır: büyük paya sahip endüstriler daha yavaş büyürken, (γ) işaret negatiftir (Levine, 2004, s.70).

Endüstrilerin büyüme göstergesi olarak, endüstrideki katma değer yılın ortalama reel büyüme oranı ve net yatırımlar kullanılmaktadır. Finansal gelişme göstergelerinden ilki olan toplam kapitilizasyon ölçüsü, yurt içi krediler ile hisse senedi piyasası kapitilizasyonlarının

toplamının GSYİH'ya oranına eşittir. İkinci finansal gelişme göstergesi ise, ülkelerde uygulanan muhasebe standartlarının ölçüsüdür. Muhasebe standartları, ilk ölçünün tersine ortaya çıkan gerçek finansman çok finansı elde etmek için potansiyeli yansıtır (Rajan ve Zingales, 1998, s.567–571).

Sonuçlar, finansal gelişmenin yoğun olarak dışsal finansmana bağımlı firmaların dışsal finansman maliyetlerini düşürerek hiç olmazsa kısmen ekonomik büyüme oranı üzerinde önemli destekleyici etkiye sahip olduğunu öne sürmektedir. Ayrıca, finansal gelişme yeni firmaların ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamaktadır (Rajan ve Zingales, 1998, s.574–584).

Beck ve Levine (2002), dışsal finansmana yoğun olarak bağlı endüstrilerin genişlemesinin finansmanında, yeni kurulan firmaların oluşumunun kolaylaştırılmasında ve endüstriler arasında sermayenin etkin olarak tahsisinde, bankacılık-temelli ya da piyasa-temelli finansal sistemlerden hangisinin daha iyi finansman sağladığını alternatif finansal gelişme ölçüleriyle inceleyerek, Rajan ve Zingales (1998)'in çalışmasını geliştirmişlerdir. Beck ve Levine (2002), alternatif finansal gelişme ölçüleri kullanarak Rajan ve Zingales'in bulgularını doğrulamaktadırlar. Yüksek düzeyde toplam finansal gelişme seviyesine sahip ekonomilerde, yoğun olarak dışsal finansmana bağlı endüstriler daha hızlı büyümektedir. Ayrıca, yasal sistemin yatırımcıları etkin olarak koruduğu ekonomilerde, yoğun olarak dışsal finansmana bağlı endüstriler mukayeseli olarak daha hızlı büyümektedir. Ayrıca, toplam finansal gelişme seviyesi ve yasal çerçeve ülkeler arasındaki dışsal olarak bağımlı endüstrilerde yeni kurulan firmaların sayısındaki çeşitliliği açıklamaktadır (Beck ve Levine, 2002, s.152–175).

Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1996), hem gelişmiş (on dokuz) hem de gelişmekte olan (Türkiye'de dâhil on bir) toplam otuz ülke verisini kullanarak firmaların büyümesini kolaylaştırmada, hem hisse senedi piyasalarının hem de yasal kuruluşların geliştirilmesinin önemini vurgulamaktadır. Sonuçlar aktif hisse senedi piyasalarına sahip ve yasal normları yerine getiren yasal kuruluşların olduğu ülkelerde, firmaların dışsal fon elde edebildiğini ve daha hızlı büyüebildiğini göstermektedir.

Beck vd. (2005), finansal gelişmenin küçük firmaların büyümelerini büyük firmalardan daha fazla destekleyip desteklemediğini, bundan dolayı bilgi sağlama mekanizması yoluyla finansal gelişmenin toplam ekonomik faaliyetleri teşvik edip etmediğini araştırmaktadır. Yatay-kesit ülke ve endüstri verilerini kullanan çalışma, endüstriyel teknolojik firma büyüklüğünü, endüstrinin üretim fonksiyonu, sermaye yoğunlukları ve ölçek ekonomileri

tarafından gösterilen firma büyüklüğü olarak tanımlamaktadır. Çalışmada kullanılan model, Rajan ve Zingales (1998) modelinin geliştirilmiş halidir. Çalışmanın kullandığı model aşağıdaki gibidir.

$$Growth_{i,k} = \sum_j \alpha_j country_j + \sum_l \beta_l Industry_l + \gamma Share_{i,k} + \delta (smallfirmshare_k * FD_i) + \varepsilon_{i,k} \quad (2.8)$$

Rajan ve Zingales'den farklı olarak small firm share, küçük firmanın payını göstermektedir. Endüstrideki küçük firma payının ölçümü, firmalardaki istihdamın endüstri içindeki payına bağlıdır. Genellikle yirmi kişiden az istihdamın olduğu ve bazı diğer kıstasları sağlayan endüstriler küçük endüstri olarak nitelendirilmektedir. Endüstriyel büyüme oranı, yıllık ortalama reel katma değer büyüme oranına eşittir. Finansal gelişme ölçüsü, finansal araçlar tarafından özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranına eşittir (Beck vd., 2005, s.7-10).

Çalışma, yakın geçmişteki literatürün finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi yoğun olarak dışsal finansman sağlayan firmaların desteklenmesi yoluyla artırdığı hipotezini teyit etmektedir. Ayrıca çalışma, finansal gelişmenin teknolojik olarak daha bağımlı küçük firmalardan oluşan endüstrilerin büyümelerinde orantısız biçimde büyük etkiler gösterdiği sonucuna ulaşmıştır. Finansal gelişme, küçük firmalardan oluşan endüstrileri büyük firmalardan oluşan endüstrilere nazaran daha fazla desteklemektedir. Finansal gelişme, küçük firmalar üzerindeki kısıtları hafifleterek ekonomik büyümeyi hızlandırabilmektedir. Finansal gelişme, özellikle küçük firmaların büyümelerini engelleyen bilgi bariyerleri ve işlem maliyetlerini düşürmesi bakımından önemlidir. Bulgular, az gelişmiş finansal sistemlerin yüz işçiden düşük işçi çalıştıran firmaların büyümeleri için zararlı olduğunu göstermektedir. Nihai olarak analiz, finansal gelişmenin toplam büyümeye etkisinin yanı sıra sektörel etkisinin de olduğunu vurgulamaktadır (Beck vd., 2005, s.13-25).

2.5. Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmalar

Literatürdeki birçok çok ülkeli çalışmada Türkiye'de yer almaktadır. Ancak, bu çalışmalar ülkeleri bireysel olarak ele almak yerine genel etkiler (baskın kanıtlar) üzerine odaklanmaktadır. Yani ülkelerin finansal gelişme tarihi göz önünde bulundurularak herhangi bir değerlendirme yapılmamaktadır. Bundan dolayı, bu bölümde Türkiye'nin finansal gelişme tecrübelerini göz önünde bulunduran betimsel ve uygulamalı çalışmalara yer verilmektedir.

Saltoğlu (1998), Kar ve Tunçer (1999), Biçer (2001), Erim ve Türk (2005), Şentürk (2005) finans-büyüme ilişkisini teorik ve uygulamalı literatür ışığında ele almaktadır. Mıhçı (1999) ise, endojen büyüme modelleri ışığında finansal gelişme ve ekonomik büyümeye yönelik hipotezleri kapsayan literatür tartışmasını sadece kaba hatlarıyla dökümünü ortaya koymaktadır. Özdemir ve Sever (2004) tarafından yapılmış olan, Türk Ekonomisi'ne yönelik olarak finansal liberalleşmenin ekonomik performansa etkisini değerlendiren çalışmada, sadece finansal liberalleşme döneminde ülkemizdeki bazı temel ekonomik büyüklükler tablolar halinde ilişkilendirilmiş ve özellikle yatırımlar, sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme oranı ilişkisi ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Kargı ve Terzi (1997, s.31–37), reel sektör ve İMKB arasındaki nedensellik ilişkisini VAR modelini kullanarak araştırmışlardır. Bulgular, İMKB ve reel sektör arasında önemli boyutta bir etkileşimin mevcut olmadığını ortaya koymaktadır. Etki-Tepki analizlerinden ve varyans ayrıştırılmalarından elde edilen sonuçlara göre ise, İMKB'de meydana gelen değişimler büyük ölçüde enflasyon tarafından belirlenmektedir. Bu nedenle bulgulara göre, İMKB'deki değişimlerin kaynağı, reel sektördeki değişimlerden ziyade enflasyonist baskılardır. İMKB'nin reel kesimdeki değişimleri açıklama gücü oldukça zayıftır. Reel kesim, borsadaki değişimlere pozitif yönde tepki vermesine rağmen bu tepkinin derecesi yeterince güçlü değildir. Çalışma, İMKB endeksi ile sanayi endeksi arasında bir ilişkinin olmamasını, Türkiye'de reel sektörle borsa arasında bir kopukluk olması ile açıklamaktadır.

Kar ve Pentecost (2000, s.1–20), Türkiye'deki finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmaktadır. 1963–1995 dönemini kapsayan çalışma, bankacılık piyasası temelli beş finansal gelişme göstergesi ile gayrisafi yurt içi hasıla değişkeni arasındaki ilişkiyi eşbütünleşme ve vektör hata düzeltme modeli temelindeki Granger nedensellik testine dayanarak tahmin etmektedir. Finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan beş değişken: paranın gelire oranı, banka mevduat yükümlülüklerinin gelire oranı, özel sektör kredilerinin gelire oranı, yurt içi krediler içinde özel sektör kredilerinin oranı ve yurt içi kredilerinin gelire oranıdır. Johansen eşbütünleşme sonuçları, finans ve büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkiyi ortaya koymaktadır. Nedensellik testi sonuçlarına göre, dört değişken, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi gösterirken, özel sektör kredilerinin yurt içi krediler içindeki oranını veren gösterge çok güçlü bir nedensellik ilişkisi göstermemektedir. Bulgular, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkinin yönünün seçilen değişkene göre değiştiğini göstermektedir. Türkiye için

arz öncü veya talep-izleyici hipotez ayrımı yapılamamakla birlikte, talep-izleyici durum daha güçlüdür.

Akçoraroğlu (2000, s.14–21), Türkiye’ye ait 1970–1995 yılları arası zaman serisi verilerini kullanarak finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Engle vd. (1983) tarafından oluşturulan dışsal yapı çerçevesinde analiz etmektedir. Finansal gelişme göstergesi olarak iki ölçüt kullanılmıştır. İlk finansal gelişme göstergesi, finansal aracılığın hacmini ölçen, toplam finansal araçların GSYİH’ya oranı, ikinci ölçü ise, özel sektöre verilen kredilerin toplam yurt içi kredilere oranıdır. Dışsallık testine göre, finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olmamaktadır ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Granger nedensellik testine göre, finansal derinleşmenin ikinci ölçütü ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Ekonomik büyümeden finansal gelişmenin ilk ölçütüne (toplam finansal araçların GSYİH’ya oranı) dair hiçbir nedensellik kanıtına ulaşılamamıştır. Bu sonuç, Robinson’un büyüme sürecinde girişimcinin öncü olduğu görüşüyle tutarsızdır. İncelenen dönem için finansal sistemdeki gelişmeler Türkiye’nin ekonomik büyümesine katkıda bulunmamaktadır (Akçoraroğlu, 2000, s.14–21).

Kar ve Pentecost (2000)’a benzer olarak aynı yöntemi ve benzer veri setini kullanan Kar (2001), 1963–1995 dönemi yıllık verileri kullanarak yaptığı çalışmada Türkiye ekonomisinde finans-büyüme arasındaki nedenselliğin yönünün seçilen finansal gelişme göstergesine göre değişebileceğini belirtmektedir. Kar (2001), ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına GSMH’yi ve finansal gelişme ölçüsü olarak geniş tanımlı para arzının (M2Y) ve banka mevduat yükümlülüklerinin GSMH’ya oranını kullanmaktadır. Johansen eşbütünleşme sonuçları, finans ve büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkiyi göstermektedir. Nedensellik testi sonuçlarına göre, geniş tanımlı para arzının gelire oranı finansal gelişme ölçüsü olarak kullanıldığında, nedensellik finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olurken, banka mevduat yükümlülüklerinin kullanıldığı durumda nedensellik, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olmaktadır. Bulgulara göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü konusunda kesin bir kanaate varılamamaktadır (Kar, 2001, s.158–165).

Ünalnış (2002), Türkiye’de finansal gelişmeyle ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü, 1970–2001 döneminde yıllık verileri kullanarak incelemiştir. İlişkiyi incelerken finansal gelişmişlik göstergesi olarak beş farklı değişken kullanmışlardır: yurt içi kredilerin GSMH’ya oranı, özel kredilerin GSMH’ya oranı (özel krediler sadece reel sektöre

açılan kredileri kapsarken, yurt içi krediler finansal sektöre verilen kredileri de kapsar), özel kredilerin yurt içi kredilere oranı, geniş para arzı M2Y'nin GSMH'ya oranı, toplam mevduatın GSMH'ya oranıdır. Ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi göstermek için uygulanan ekonometrik yöntem, Granger nedensellik testidir. Ampirik sonuçlara göre, kısa dönemde nedensellik finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olurken, uzun dönemde iki yönlü nedensellik söz konusudur.

Doğan (2002, s.63–69), finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Johansen-Juselius eşbütünleşme ve Granger nedensellik testlerini kullanarak incelemiştir. Finansal derinleşme M2/Y, M2Y/Y ve M3/Y ile ölçülürken ekonomik büyüme reel gayrisafi yurt içi hasılayla ölçülmektedir. Eşbütünleşme testi sonuçlarına göre, finansal derinleşme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki yoktur. Granger nedensellik testi ise, kısa dönemde Türkiye'deki finansal sistemin ekonomik büyüme üzerinde önemli bir rol oynadığını göstermektedir.

Güven (2002, s.96–97), banka kredileri ile büyüme arasındaki ilişkiyi, 1988–2001 arası döneme ait üçer aylık veriler kullanarak incelemiştir. Ekonometrik yöntem olarak Granger nedensellik ve varyans ayrıştırma testleri uygulanmaktadır. Granger nedensellik testi sonuçları nedensellik konusunda bir sonuca varamazken, varyans ayrıştırma testi büyüme ve krediler arasındaki ilişkinin banka kredilerinden büyümeye doğru olduğuna dair kanıt sağlamaktadır.

Yılmaz ve Kayalica (2002, s.35–50), hata düzeltme modeli çerçevesinde çok değişkenli Granger nedensellik testini kullanarak, 1960–2001 arasında Türkiye için finansal sektör gelişmesi ve büyüme arasındaki nedenselliği analiz etmişlerdir. Çalışmada finansal sektör gelişmesi için geniş tanımlı para arzının gayrisafi milli hasılaya oranı (M2/GSMH), piyasa kapitilizasyonu ve özel sektör kredilerinin toplam yurt içi kredilere oranı kullanılırken, ekonomik büyüme için reel gayrisafi milli hasıladaki artış oranı kullanılmaktadır. Analiz sonuçlarına göre, finansal gelişmenin göstergesi olarak M2Y/GSMH oranı ve piyasa kapitilizasyonunun kullanıldığı durumda arz-öncü hipotezi destekleyici sonuçlar elde edilmektedir, fakat özel sektör kredilerinin toplam yurt içi kredilere oranının kullanıldığı durumda herhangi bir nedensellik ilişkisi ortaya çıkmamaktadır.

Atamtürk (2004, s.102–104), 1975–2003 döneminde Granger nedensellik testini kullanarak finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönünü incelemiştir. Çalışmada ekonomik büyüme göstergesi olarak reel GSMH ve finansal gelişme göstergesi olarak geniş

tanımlı para arzının (M2Y) GSMH'ya oranı kullanılmıştır. Granger nedensellik testi sonuçları incelenen dönemde finans-büyüme ilişkisinde nedenselliğin finansın büyümeye doğru olduğunu, yani arz-öncü hipotezin geçerliliğini göstermektedir. Onur (2005, s.144–148) ise, finansal serbestleşme sonrası 1983–2002 dönemi için Granger nedensellik testini kullanarak yaptığı çalışmada, finansal gelişmenin gayrisafi milli hasıla büyümesinin önemli bir nedeni olduğunu ortaya koymaktadır.

Yılmaz ve Kaya (2006), Türkiye için 1986–2004 dönemi yıllık verileri ve zaman serisi tekniklerini (Johansen-Juselius eşbütünleşme ve Granger nedensellik testi) kullanarak, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışmada ekonomik büyüme reel kişi başına gayrisafi yurt içi hasıla ile ifade edilirken, finansal gelişme için dört ölçü kullanılmaktadır. İlk ölçü, geniş tanımlı para arzının nominal gayrisafi yurt içi hasılaya oranıdır (M2/GSYİH). İkinci ölçü ise, mevduat bankalarının toplam mevduatlarının gayrisafi yurt içi hasılaya oranıdır. Üçüncü ölçü, özel sektöre verilen kredilerin nominal gayrisafi yurt içi hasılaya oranı ve dördüncü gösterge, (M3-M1) olarak tanımlanan finansal tasarrufların gayrisafi yurt içi hasılaya oranıdır. Johansen-Juselius eşbütünleşme sonuçlarına göre, dört finansal gelişme göstergesi ile ekonomik büyüme göstergesi arasında eşbütünleşme ilişkisi yoktur. Bundan dolayı, incelenen dönemde Türkiye için finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir uzun dönem ilişkisi yoktur. VAR modellerinden elde edilen Granger nedensellik testi sonuçları, talep-izleyici hipotezi desteklemektedir. İktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü nedensellik söz konusudur (Yılmaz ve Kaya, 2006, s.124–128).

Aslan ve Küçükaksoy (2006, s.32–35) ise, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini, 1970–2004 döneminde Granger nedensellik testini kullanarak incelemiştir. Çalışmada büyüme göstergesi olarak reel kişi başına gayrisafi yurt içi hasıla ve finansal gelişme ölçüsü olarak özel sektöre yönelik bankacılık kredileri değişkenleri kullanılmaktadır. Analiz sonuçları, Türkiye için nedenselliğin finansal gelişmeden ekonomik büyüme doğru olduğu arz-öncü hipotezi desteklemektedir.

Tablo 2.6. Türkiye Üzerine Yapılmış Uygulamalı Çalışmalar

| Makale | Dönem | Bağımlı Değişken | Açıklayıcı Finansal Değişken (Bankacılık ve Hisse Senedi Piyasası Verileri) | Yöntem | Temel Bulgular |
|----------------------------|----------------------------|---|--|--|--|
| Kar ve Pentecost (2000) | 1963–1995 | Kişi Başına Reel GSYİH | M2 / GSYİH, Banka Mevduat Yükümlülükleri / GSYİH, Yurt İçi Krediler / GSYİH, Özel Sektör Kredileri / Toplam Yurt İçi Krediler, Özel Sektör Kredileri / GSYİH | Hata Düzeltme Modeli Temelinde Eşbütünlüşme, Granger Nedensellik Testi. | Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkinin Yönünün Seçilen Değişkene Göre Değişmektedir. Türkiye için Arz Öncü veya Talep-İzleyici Hipotez Ayrımı Yapılamamakla Birlikte Talep-İzleyici Durum Daha Güçlüdür. |
| Akçoraoglu (2000) | 1970–1995 | Kişi Başına Reel GSMH | Toplam Finansal Araçlar / GSMH, Özel Sektöre Verilen Krediler / Toplam Yurt İçi Krediler. | Granger Nedensellik Testi, Dışsalık Analizi | Finansal Sistemdeki Gelişmeler Türkiye'nin Ekonomik Büyümesine Katkıda Bulunmamaktadır |
| Ünalımış (2002) | 1970–2001 | Kişi Başına Gelir | Yurt İçi Krediler / GSMH, Özel Krediler / GSMH, Özel Krediler/ Yurt İçi Krediler, M2Y / GSMH, Toplam Mevduat / GSMH. | Eşbütünlüşme, Granger Nedensellik Testi. | Kısa Dönemde Nedensellik Finansal Gelişmeden Ekonomik Büyüme Doğru Olurken, Uzun Dönemde İki Yönlü Nedensellik Söz Konusudur. |
| Doğan (2002) | 1982–1998 | Reel GSYİH | M2 / GSYİH, M2Y / GSYİH, M3 / GSYİH | Eşbütünlüşme ve Granger Nedensellik Testi. | Finansal Derinleşme Göstergeleri ile Ekonomik Büyüme Arasında Uzun Dönemli Bir İlişki Yoktur. Türkiye'deki Finansal Sistem Ekonomik Büyüme Üzerinde Kısa Dönemde Önemli Bir Rol Oynamaktadır. |
| Yılmaz ve Kayalica (2002) | 1960–2001 | Ekonomik Büyüme için Reel Gayrisafi Milli Hasıladaki Artış Oranı Kullanılmaktadır | (M2/GSMH), Piyasa Kapitalizasyonu ve Özel Sektör Kredilerinin Toplam Yurt İçi Kredilere Oranı. | Hata Düzeltme Modeli Çerçevesinde Çok Değişkenli Granger Nedensellik Testini | Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkinin Yönünün Değişkene Göre Değiştiğini Göstermektedir. |
| Yılmaz ve Kaya (2006) | 1986–2004 | Reel Kişi Başına GSYİH | M2 / GSYİH, Mevduat Bankalarının Toplam Mevduatları / GSYİH, Özel Sektöre Verilen Krediler / GSYİH, (M3-M1) Olarak Tanımlanan Finansal Tasarruflar / GSYİH | Eşbütünlüşme ve Granger Nedensellik Testi. | Türkiye İçin Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasında Herhangi Bir Uzun Dönem İlişkisi Yoktur. Granger Nedensellik Testi Sonuçları Talep-İzleyici Hipotezi Desteklemektedir. |
| Aslan ve Küçükaksoy (2006) | 1970–2004 | Reel Kişi Başına GSYİH | Özel Sektöre Yönelik Bankacılık Kredileri | Granger Nedensellik Testi | Sonuçlar, Türkiye için Nedenselliğin Finansal Gelişmeden Ekonomik Büyüme Doğru Olduğu Arz-Öncü Hipotezi Desteklemektedir. |
| Soytaş ve Küçükkaya (2006) | 1988–2005 Dönemi Çeyreklik | Reel Kişi Başına GSYİH | M2/GSYİH ve Yurt İçi Krediler / Reel GSYİH. | Toda-Yamamoto Nedensellik Testi, Etki-Tepki Analizi | Türkiye Ekonomisi için Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Bağlantı Zayıf Görünmektedir. |

Soytaş ve Küçükkaya (2006), Türkiye için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı, 1988–2005 dönemi çeyreklik verileri kullanarak incelemektedir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki uzun dönem Granger nedenselliği için, Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen nedensellik testi kullanılmaktadır. Ayrıca, genelleştirilmiş etki-tepki analizi, teknolojik (yenilik kaynaklı) şoklar gibi bazı şokların etkisini değerlendirmek için kullanılmaktadır. Finansal gelişme ölçüleri; M2/GSYİH ve yurt içi kredilerin reel GSYİH'ya oranına eşittir. Granger nedensellik testi ve ayrıca etki-tepki analizi sonuçlarına göre enflasyonun, maliye ve para politikalarının etkileri hesaba katıldığında, Türkiye Ekonomisi için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantı zayıf görünmektedir. Ayrıca incelenen dönemde meydana gelen iki finansal krizin finans-büyüme bağlantısının sağlamlığına büyük etkisi vardır.

Şafaklı (2005), Türkiye ekonomisine benzeyen ve bu ülkedeki ekonomik gelişmeleri takip eden Kuzey Kıbrıs ekonomisi için, finansal sektör gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Çalışmanın temel amacı, Kuzey Kıbrıs'taki bankacılık sektöründeki gelişmenin ekonomik büyümeyi hızlandırıp hızlandırmadığının analizidir. Çalışmada kullanılan finansal gelişme ölçüleri; banka mevduat yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranı, özel sektör kredilerinin GSYİH'ya oranı, özel sektör kredilerinin toplam yurt içi kredilere oranı, yurt içi kredilerin GSYİH'ya oranı ve kredi ve mevduat faiz oranları arasındaki farktır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına reel GSYİH kullanılmaktadır. En küçük kareler yöntemi sonuçlarına göre, finansal gelişme göstergesi olarak, banka mevduat yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranı, yurt içi kredilerin GSYİH'ya oranı ve özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranının kullanıldığı durumda, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki vardır. Özel sektör kredilerinin toplam yurt içi kredilere oranı durumunda, finansal gelişme ile büyüme arasında negatif ilişki vardır. Finansal gelişme, ekonomik büyümeyi zıt yönde etkilemektedir. Kredi ve mevduat faiz oranları arasındaki farkın kullanıldığı durumdaysa herhangi bir ilişki bulunmamaktadır (Şafaklı, 2005, s.17–32).

2.6. Değerlendirme

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki uygulamalı çalışmalar son otuz yılda hız kazanmıştır. Birçok ekonometrik yöntem kullanan bu çalışmalar farklı ülke grupları, farklı coğrafyalar, farklı gelir grupları, farklı dönemler ve farklı veri setleri için çok çeşitli sonuçlara ulaşmaktadır. Sonuçlar, kullanılan ekonometrik yöntem, ülke veri setine, ülke

coğrafyalarına, hükümet politikalarına ve bu politikaların başarılarına göre farklı sonuçlar vermektedir.

Arestis ve Demetriades (1997, s.785), finansal gelişmenin ekonomik büyümeye öncü olduğu şeklindeki yatay-kesit analiz sonuçlarının evrensel bir anlam taşımadığına dikkat çekmiştir.

Birçok zaman serisi çalışması, uygulamalı çalışmalardan elde edilen sonuçların ülkeye özgü olduğunu ve finansal gelişme için seçilen göstergeye göre değişebileceğini iddia etmektedir. Bu ülkeler, politikaların ve kurumların farklılıklarından kaynaklanan finansal gelişme seviyesinde farklılaşmaktadır. Ayrıca, bu iddia finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin ülkeler arasında genelleştirilemeyeceğini, çünkü ekonomik politikaların ülkeye özgü olduğunu ve başarılarının diğer faktörler arasında bu politikaları yürüten kurumların etkinliğine bağlı olduğunu savunan Dünya Bankası ve diğer uygulamalı çalışmaların sonuçları ile tutarlıdır (Demetriades ve Hussein, 1996, s.406–407; Ghali, 1999, s.321; Al-Yousif, 2002, s.131–148, Shan, 2003, s.6).

Finansal gelişme ve ekonomik büyümeyi inceleyen çalışmaların sonuçlarının bol tereddütlü ve çelişkili olmasına karşın, baskın kanıtlar dikkat çekecek derecede birbiri ile uyumlu sonuçlar üretmektedir. Levine (2003)'ün geniş sayıdaki uygulamalı çalışmalardan çıkardığı temel sonuçlar:

- 1) Daha gelişmiş finansal sisteme sahip ülkeler daha hızlı büyüme eğilimindedirler. Özellikle, büyüme için finansal araçlar ve piyasalar ikisi de önemlidir. Bankacılık sisteminin büyüklüğü ve hisse senedi piyasalarının likiditesi ekonomik büyüme ile pozitif olarak ilişkilidir.
- 2) Bu sonucun eşanlı eğilimlerden kaynaklandığı görülmemektedir.
- 3) Daha iyi işleyen finansal sistemler, firmaların ve endüstrilerin gelişmesini engelleyen dışsal finansman kısıdını kolaylaştırırlar. Böylece, finansal gelişmenin ekonomik büyüme için önemli ilk kanalı endüstrilerin ve firmaların gelişmesini kuvvetlendiren dışsal sermayeye erişimdir.

3. FİNANSAL YAPI ve EKONOMİK BÜYÜME

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki geniş literatür, finansal derinleşme ve gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine odaklanırken, finansal yapının ekonomik gelişme sürecindeki önemini ihmal etmektedir. Goldsmith (1969), finansal gelişme ve ekonomik büyümenin yanı sıra, finansal yapının ekonomik gelişme sürecinde evrimini ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemektedir. Goldsmith (1969)'e göre finans-büyüme ilişkisinde en önemli sorun, finansal yapı ve gelişmenin ekonomik büyümeye etkisidir. Finansal yapının ekonomik büyüme sürecinde oynadığı role odaklanan çalışmalar, büyümeyi destekleyici en uygun finansal yapının, bankalar mı yoksa sermaye piyasaları mı olduğunu tartışmaktadır. Literatürde sermaye piyasalarının ve finansal araçların hem rekabet içinde oldukları hem de birbirlerini tamamlayıcı fonksiyona sahip oldukları iddia edilmektedir.

3.1. Finansal Yapı ve Ekonomik Büyüme: Teorik Literatür

Ülkeler, finansal yapıları (mevcut finansal araçların ve kurumların tipleri) bakımından, mevcut finansal araçların ve kurumların değişik tipteki nispi büyüklükleri, işlemlerin şekilleri ve gerçek nitelikleri, finansal araçların değişik dallarında yoğunlaşmanın derecesi ve ekonomik analiz bakımından en önemlisi, finansal araçların hacminin ve ulusal servet, ulusal gelir, sermaye birikimi ve tasarruflar gibi ekonomik büyüklüklerle ilgili finansal kurumların fonlarıyla ilişkileri bakımından farklılık göstermektedirler. Aynı zamanda ülkeler, zaman içinde çeşitli tipteki finansal araçların ve finansal kurumların nispi büyüklüklerinde, yani finansal yapıda meydana gelen değişiklikler bakımından da farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıklar, farklı çeşitlilikteki finansal araçların ve finansal kurumların görünüşlerinde, nispi büyüme oranlarında, ekonominin farklı sektörlerine yayılmalarında ve ülkenin ekonomik yapısındaki değişikliklere uyum hızında ve niteliğindeki zincirde apaçık olarak görülmektedir. Finansal gelişmede ülkeler arasındaki bu farklılıklar, bir yandan finansal üstyapının ve finansal işlemlerin niteliği ve büyüklüğü arasındaki nicel ve nitel ilişkilerdeki değişiklikleri yansıtırken, diğer yandan ulusal servetin ve ulusal gelirin altyapısını yansıtmaktadır (Goldsmith, 1969, s.4–5).

Goldsmith (1969)'e göre, çeşitli tipteki finansal araçların ve finansal kurumların mevcudiyeti, özelliği ve nispi büyüklükleri, ülkenin finansal yapısını nitelendirmektedir. Çünkü finansal yapı, finansal araçların ve finansal kurumların bileşimi tarafından belirlenmektedir. Bunlar; toplam finansal varlıklar ile toplam maddi varlıkların ilişkisi,

toplam finansal varlıkların ve yükümlülüklerin farklı çeşitlilikteki finansal araçlar arasında dağılımı, bunların finansal kurumlarla ekonomik olmayan birimler arasında dağıtımını, finansal kurumlar tarafından tutulan veya çıkarılan finansal varlıkların payı ve çeşitli ekonomik sektörlerin hesaplarında finansal varlıkların ve yükümlülüklerin pozisyonudur (Goldsmith, 1969, s.26).

Goldsmith (1969), finansal gelişme alanında en önemli problemin, aksi halde en önemlisinin, herkesin görüş birliğine vardığı, finansal yapı ve gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi olduğunu ileri sürmektedir (Goldsmith, 1969, s.373).

Goldsmith (1969)'in tanımına göre, toplam finansal varlıkların değerinin ulusal servete bölümüne eşit olan finansal karşılıklı ilişkiler oranı, ülkenin finansal üstyapısıyla gerçek altyapısı arasındaki ilişkileri yansıtan finansal yapı göstergelerinden biridir (Goldsmith, 1969, s.26–27). Goldsmith (1969, s.38) finansal karşılıklı ilişkiler oranındaki değişikliğin finansal üstyapı ile reel finansal altyapı arasındaki ilişkilerdeki değişmeyi gösterdiğini iddia etmektedir.

Goldsmith (1969, s.33) ayırt edici üç temel finansal yapı tanımlıyor. İlk finansal yapı, düşük finansal ilişkiler oranı ile nitelendirilen, tahvillerin baskın, tüm finansal varlıklar içinde finansal kurumların payının düşük ve finansal kurumlar arasında ticari bankaların üstün olduğu finansal yapıdır. Bunlar finansal gelişmenin ilk evrelerinin özellikleridir. Bu finansal yapı, Avrupa ve Kuzey Amerika'da 18. yüzyıldan 19. yüzyılın ortalarına kadar görülmüştür. Benzer tipteki ikinci finansal yapı, 20. yüzyılın ilk yarısında, sanayileşmemiş ülkelerde görülen ortak bir yapıdır. Finansal ilişki oranı düşük ve bankalar, finansal kurumlar arasında üstündür. İlk finansal yapı ile tek farkı, devletin ve devletin kurumlarının artan rolüdür. Üçüncü finansal yapı, 21. yüzyılın başlarından itibaren sanayileşmiş ülkelerde ortak olarak görülmektedir. Finansal ilişkiler oranı yüksektir. Yüksek tahvil oranı mevcuttur, toplam finansal varlıklar içinde finansal kurumların oranı yüksektir, finansal kurumlar arasında çeşitlendirmenin artışı ile bankacılık sisteminin payı azalmaya başlamaktadır, buna karşılık tasarruf kurumlarının, özel ve kamu sigorta organizasyonlarının önemi artmaktadır.

Ekonomistler, finansal yapı ve ekonomik büyümeye ilişkin teorik görüşlerini, farklı finansal sistemlerin mukayeseli üstünlüğü üzerine kurmuşlardır. 19. yüzyıldan beri birçok ekonomist, bankacılık-temelli sistemin tasarrufların mobilizasyonunda, kaliteli yatırımların tespitinde, sağlam şirket kontrolü çabasında, özellikle ekonomik gelişmenin ilk safhalarında ve zayıf kurumsal çevrede daha iyi olduğunu iddia etmektedirler. Bununla birlikte diğer grup,

sermayenin tahsisinde, risk yönetimi araçlarının sağlanmasında ve aşırı güçlü bankalarla ilişkili problemlerin hafifletilmesinde piyasaların avantajlarını vurgulamaktadır. Bu ayrılığı yansıtan politika yapıcıları, politika kararlarında bankacılık-temelli veya piyasa-temelli finansal sistemin nispi üstünlüğüne göre çabalarını devam ettirirler (Levine, 2002, s.398–400).

Birçok ülkede ekonomik gelişmenin ilk safhalarında bankalar üstün rol oynamaktadır. Sermaye piyasaları, ekonomik ve finansal gelişme belli bir eşiğe ulaştıktan sonra gelişmeye başlamaktadır (Boot ve Thakor, 1997; Boyd ve Smith, 1998). Bu sebepten dolayı, ekonomik gelişmenin ilk evrelerinde, bankalar farklı endüstrilerin nadir özellikleri ne olursa olsun tüm endüstrilere fon arz etmektedir. Bundan dolayı, finansal gelişmenin ilk evrelerinde özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal yapıdaki farklılıkları tartışmak çok anlamlı değildir (Binh vd., 2005, s.2).

Allen ve Gale (1994), gelişmiş ülkeleri göz önünde bulundurarak gelişmiş ülkeler arasında dikkati çeken en önemli farkın, farklı ülkelerdeki finansal piyasaların ve aracılarn nispi önemleri arasındaki fark olduğunu iddia etmektedir. Almanya’da birkaç büyük banka baskın rol oynamaktayken, finansal piyasalar o kadar önemli değildir. Amerika’daysa finansal piyasalar önemli rol oynarken, bankacılık endüstrisi çok az yoğunlaşmıştır. Arada kalan ülkeler, Japonya ve Fransa gibi, Almanya gibi bankacılık sistemi baskın olmasına rağmen finansal piyasalar hızla gelişmekte ve Amerika’daki gibi önemli rol oynamaya başlamaktadır. Kanada ve İngiltere, Almanya ve Amerika modellerinin birleştirilmiş şekilleri gibidir. Finansal piyasalar, Almanya’dan daha yüksek seviyede gelişmiştir, ancak bankacılık sektörü Amerika’dakinden daha fazla yoğunlaşmıştır. Finansal teorisyenler, sıklıkla yüksek derecede gelişmiş finansal piyasalara sahip sistemlerin, bankacılık-temelli sisteme göre daha fazla ilerleme sağladığını öne sürmektedir. Bu görüşe göre, çok büyük çeşitlilikteki finansal ürünler ABD’de mevcuttur ve finansal yeniliklerdeki yakın geçmişteki adımlar muğlâk olmayan ekonomik avantajlar sağlar. Diğer yandan, Almanya’nın, Japonya’nın ve Fransa’nın aracılık sistemiyle yakaladığı nispi başarı, gelişmiş finansal piyasalara sahip ABD, İngiltere ve Kanada ile kıyaslanınca tersi bir kanıt olarak ele alınabilir (Allen ve Gale, 1994, s.1–2). Benzer olarak Arestis ve Demetriades (1996, s.3–4) ülkeler arasındaki finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin farklılaşmasını ülkelerdeki finansal kurumların yapısına bağlamaktadır.

Levine (1997b, s.4–5) geleneksel kalkınma iktisatçılarının bankaları ve hisse senedi piyasalarını önemsiz olarak görmelerine karşın, likit hisse senedi piyasalarına ve iyi işleyen bankacılık piyasasına sahip ülkelerin, az gelişmiş hisse senedi piyasalarına ve bankacılık sistemine sahip ülkelerden daha hızlı büyüdüklerini iddia etmektedir. Daha da ilginç olanı, bankacılık gelişmesinin seviyesi ne olursa olsun artan hisse senedi piyasası likiditesi daha hızlı büyüme anlamına gelmektedir. Benzer olarak, daha büyük bankacılık gelişmesi hisse senedi piyasası gelişmesinin seviyesine bakılmaksızın daha hızlı büyüme anlamındadır. Bundan dolayı, bankacılığa karşı hisse senedi piyasası değil, banka ve hisse senedi piyasasıdır.

Levine (2002), finansal yapı ve ekonomik büyüme ilişkisine ilişkin teorik görüşleri: bankacılık-temelli görüş, piyasa-temelli görüş, finansal hizmetler görüşü ile hukuk ve finans görüşü olmak üzere dörde ayırmaktadır. Şimdi teorik görüşlerin ışığında bu dört yapıyı anlatmaya çalışacağız.

3.1.1. Bankacılık-Temelli Görüş

Bankacılık-temelli görüş, bankaların, firmalar ve yöneticiler hakkında bilgi elde etmesindeki, sermayenin tahsisini ve şirket yönetimini iyileştirmesindeki, likidite riskinin yönetimini sağlayarak yatırımların verimliliğini ve ekonomik büyümeyi arttırmasındaki ve ölçek ekonomilerini kullanmak için sermayenin tahsisindeki pozitif rolünü vurgulamaktadır (Levine, 2002, s.399–400). Bankacılık-temelli sistemin temel özelliği, bankalar ve endüstriyel firmalar arasında yakın bağ bulunurken, sermaye piyasalarındaki gelişmesinin derecesinin nispeten daha az önemli olmasıdır. Şirketlerin sahipliğinde, az sayıda pay sahibi geniş paylara sahiptir. Şirketlerin kontrolü, az sayıda pay sahiplerinin sınırlı kontrolü altındadır. Az sayıda şirket birleşmesi ve ele geçirmesi vardır. Bankacılık-temelli sistemde, şirketlerin finansmanı yoğun olarak banka ödünçlerine dayanmaktadır. Ayrıca, finansal sistemin izleme fonksiyonu bankalar tarafından yerine getirilmektedirler. Bundan dolayı bankalar, gelişme ve büyüme sürecinde kilit rol oynamaktadır (Arestis ve Demetriades, 1996, s.4).

Singh ve Weisse (1998, s.616–617), Washington Uzlaşması'nın hisse senedi piyasalarının daha hızlı teşvik edilmesine yönelik neo-liberal politika önerilerine karşın, temel bankacılık sisteminin gecikmiş sanayileşme için en başarılı finansal araç olduğunu vurgulamaktadır. Geç sanayileşen iki en başarılı ülke, Almanya ve Japonya, finansal sistemlerini bankacılık-temelli sistem üzerine kurarak kalkınmalarını gerçekleştirmişlerdir. Hızlı sanayileşmiş Güney Kore ve Tayvan, hızlı büyüme dönemleri boyunca güçlü bankacılık-temelli sistemlere sahipti. Bu

iki ülkenin hızlı sanayileşmesi, temel bankacılık sisteminin özelliklerinin gecikmiş sanayileşme için yüksek ve kararlı yatırım gereksiniminin sağlanmasında uygun rol oynadığını açıkça göstermektedir. Bankacılık sisteminin temelinde bulunan kurumsal sözleşmeler değişebilirken, sistemin temel şekli olan bankaların endüstriyel firmalarla uzun dönemli ilişkiler kurması, yatay pay sahipliği yoluyla sık sık kuvvetlenmektedir.

Temel bankacılık sistemi, ekonomik gelişme bağlamında iki temel konuda etkin rol oynamaktadır. İlki, bankalar müşterilerinin işlemlerinin ayrıntılı bilgilerine sahiptirler ve bu yolla etkin bir şekilde kredi risklerinin değerlendirme kabiliyetine sahip olmaktadır. Ayrıca bankalar, kredileri yatırıma dönüştükten sonra, yatırım boyunca yöneticileri izlerler. İkinci olarak, gecikmiş sanayileşme sürecinde bankacılık sistemi, firmaları finansal piyasalardaki kararsızlıklara karşı korumasının yanında, uzun dönemli ilişkilere ve ödünç almaya odaklanmasının sağlanmasında da rol oynamaktadır. Daha düşük sermaye maliyetleri ve daha kararlı finansman arzı, bankacılık-temelli sistemdeki firmalara uzun dönemli projeleri üstlenme olanağı tanımaktadır. Ayrıca, bankacılık sistemi, yöneticilere hisse senedi piyasalarında kısa dönemli getirilere odaklanmaktan çok, uzun dönemli verimli yatırımlara odaklanma olanağı tanıyan şirket kontrolü için piyasaları önleyerek, uzun dönem perspektifini geliştirir (Singh ve Weisse, 1998, s.617).

Gelişmekte olan ülkeler, kendilerine etkin işlem yapma olanağı tanıyan, karmaşık izleme sistemi gerektiren hisse senedi piyasalarını oluşturmak yerine, bankacılık sistemlerinin kurumsal yapısını yeniden şekillendirerek daha etkin bir finansal sisteme sahip olabilirler. Bankalar, uzun dönemli ekonomik büyüme ve sanayileşme için en uygun finansal yapıyı sağlamaktadır (Singh ve Weisse, 1998, s.617–618).

Arestis vd. (2001, s.19), Singh ve Weisse (1998)'a benzer olarak, bankaların ve finansal araçların temsil problemini çözmede hisse senedi piyasalarından daha iyi pozisyonda olduğunu ve bankacılık sisteminin gelişmemesi pahasına hisse senedi piyasasının gelişmesinin gerçekleşmesi varsayımı altında, hisse senedi piyasasının gelişmesinin ekonomik büyümeye engel olacağını iddia etmektedir. Diğer yandan, hisse senedi piyasası kapitalizasyonundaki artışa, bankacılık işlemlerinin hacmindeki artış eşlik ediyorsa, finansal araçlar yeni hisse senedi ihracına, sigorta gibi tamamlayıcı finansal hizmetler sağlıyorsa, toplam finansal gelişme seviyesi artacak ve hisse senedi piyasasının gelişmesi, bankacılık piyasasının gelişmesi ile birlikte ekonomik büyümeyi arttıracaktır.

Bankacılık-temelli görüş ayrıca piyasa-temelli sistemin noksanlıklarının altını çizmektedir. Stiglitz (1985) örnek olarak, iyi gelişmiş piyasaların, bireysel yatırımcıların bilgi elde etme teşvikini düşürecek şekilde bilgiyi çabuk ve alenen ifşa ettiğini iddia etmektedir. Bankalar, bilgiyi kamu piyasalarında ifşa etmeyerek ve firmalarla uzun dönemli ilişkiler kurarak, bu problemi hafifletmektedir (Boot vd., 1993). Ayrıca Boot ve Thakor (1997), bankaların firmaların izlenmesinde ve ahlaki risk probleminin azaltılmasında, organize olmamış piyasalardan daha iyi koordine olduğunu iddia etmektedir. Bankacılık-temelli görüşe göre, likit piyasaların olduğu durumda yatırımcılar, paylarını ucuza satabilirler, bundan dolayı yatırımcılar, şirket kontrolü çabası için çok az teşvike sahip olacaktır. Bu sebeple, bankacılık-temelli görüşe göre artan piyasa gelişmesi, şirket kontrolünü ve ekonomik büyümeyi engellemektedir (Levine, 2002, s.399). Bankacılık-temelli görüşe göre bankalar, faaliyetleri üzerindeki kısıtlamalar tarafından engellenmeyerek, bilgi sürecinde ölçek ekonomisi göstererek, etkin izleme ile ahlaki risk problemini elemine ederek, asimetrik bilgi bozulmalarını firmalarla uzun dönemli ilişki kurarak azaltarak, ekonomik büyümeyi desteklemektedir.

3.1.2. Piyasa-Temelli Görüş

Piyasa temelli görüş, finansal piyasaların ekonomik büyüme sürecindeki fonksiyonlarının altını çizmektedir. Piyasa-temelli görüş, hisse senedi piyasalarının bilginin elde edilmesi ve yayılması için teşvikler yaratarak, bilgi ve işlem maliyetleri üzerinde ekonomik olmayı sağladığını, bunun yanı sıra uzmanlaşmayı desteklediğini ileri sürmektedir. Ayrıca hisse senedi piyasaları, şirket ele geçirmeleri için piyasalar sağlayarak ve şirket ele geçirmelerini firma performansına bağlayarak şirket yönetimini iyileştirmekte, temsil problemini hafifletmekte, tasarrufların mobilizasyon maliyetlerini düşürmekte ve risk yönetimi ve paylaşımı sağlamaktadır. Hisse senedi piyasaları böylece, yatırımların miktarını ve ortalama verimliliğini arttırarak uzun dönemli ekonomik büyümeyi arttırmaktadır (Levine, 2002, s.400; Arestis vd., 2001; Singh, 1997, s.774).

Piyasa-temelli finansal sistemin etkin olduğu ülkelerde, özellikle İngiliz ve Amerikan finansal sistemlerinde fonların tahsisinde ya da finansal varlıkların sahipliğinde bankalara nispeten yüksek derecede gelişmiş sermaye piyasaları rol oynamaktadır. Şirketlerin sahipliği nispeten düşük paya sahip, çok sayıdaki pay sahibine aittir. İngiltere ve Amerika, nispeten iyi gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptir ve bu sermaye piyasaları endüstrinin finansmanı için büyük miktarda fonlar sağlamaktadır (Arestis ve Demetriades, 1996, s.5).

Ayrıca piyasa-temelli görüş, bankalarla ilgili problemlerin altını çizmektedir. Özellikle güçlü bankalar, bilgisel rant elde ederek ve firmalarla yakın banka-firma bağı kurarak, rekabeti ve yenilikleri engellemektedir. Ayrıca, faaliyetleri üzerinde az düzenleyici kısıtlamalara sahip güçlü bankalar, firma yöneticileri ile birlikte diğer alacaklılara karşı hileli birliktelik yaparak etkin şirket yönetimini engelleyebilirler. Aksine, rekabetçi sermaye piyasaları, firmanın ekonomik performansına olumlu etki edebilecek, bilgi sinyallerinin toplanmasında ve bilginin etkin olarak yatırımcılara taşınmasında pozitif rol oynarlar. Bundan dolayı, piyasa-temelli görüş, piyasaların bankalarla ilgili doğal etkinsizlikleri azalttığını ve ekonomik büyümeyi arttırdığının altını çizmektedir (Levine, 2002, s.400).

Piyasa-temelli finansal yapıya ilişkin bu olumlu görüşlere karşın Singh (1997), hisse senedi piyasalarındaki gelişmelerin ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebileceğinin altını çizmiştir. Singh (1997, s.779–780), finansal serbestleşmeyle meydana gelen hisse senedi piyasalarındaki genişlemenin, gelişmekte olan ülkelerde büyüme üzerinde olumsuz etkiler doğurabileceğini ileri sürmektedir. Singh (1997)'a göre bu olumsuzluğun sebebi, gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi piyasasındaki fiyatlandırma mekanizmasının etkinsizliğinin ve değişkenliğinin, yatırımların etkin dağılımını olumsuz etkilemesi, para ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkinin makroekonomik şoklar karşısında ekonomide daha fazla istikrarsızlığa neden olması ve finansal sistemin gelişmesinin bankacılık sistemine olumsuz etkilerde bulunabilmesidir.

Allen ve Gale (1994), iyi birer örnek olarak bankacılık-temelli finansal sisteme sahip Almanya ile piyasa-temelli finansal sisteme sahip Amerika'yı kıyaslamıştır. Almanya'daki finansal sistem içerisinde, finansal piyasalar sınırlı öneme sahipken, bankalar, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi finansal araçlar önemli bir yer tutmaktadır. Amerika'daki finansal sistemde ise, araçlar önemsizken, finansal piyasalar baskın rol oynamaktadır (Allen ve Gale, 1994, s.4).

Almanya'daki finansal piyasalar birçok endüstrileşmiş ülkeye göre daha az gelişmiştir. Piyasalara az sayıda hane halkı doğrudan katılabilir. Yatırım fonları ve dolaylı olarak hisse senedi tutma sınırlıdır. Alman yatırımcısının yatırım yaparken kullanabileceği finansal araçlar sınırlı sayıdadır. Tahvil piyasası, hisse senedi piyasasından daha önemlidir. Almanya'da future ve opsiyon piyasaları çok az öneme sahiptir. Almanya'nın ilk future ve opsiyon piyasası (Deutsche Termin Bourse) Haziran 1990'da açılmıştır. Alman finansal sisteminin önemli niteliği, endüstriyel firmaların kontrolündeki bankaların rolüdür. Alman Bankaları,

endüstriyel firmalarla uzun dönemli yakın ilişkiler kurmaktadır. Bankalar ve endüstriyel firmalar arasındaki yakın bağlantıya ilave olarak, Alman sisteminin bir diğer önemli özelliği şirket kontrolü için piyasaların bulunmamasıdır. Birçok birleşme meydana gelmesine rağmen, büyük çoğunluğu dostça birleşmelerdir. Alman firmalarının yüksek derecede yoğunlaşmış olma özelliği ve Alman firmaları tarafından sağlanan muhasebe bilgilerinin düzensiz olması, şirket ele geçirmelerini zorlaştırmaktadır. Nadiren olan bu şirket ele geçirmelerinin ilki 1989'a kadar gerçekleşmemiştir. Özetle, Alman finansal sistemi bankalar tarafından yönetilmektedir. Bankacılık endüstrisi nispeten yoğunlaşmıştır. Bankacılık ofisleri çok sayıdadır. Bankalar, nispeten önemsiz olan finansal piyasalarla çok az rekabet etmektedir. Hanehalkı az sayıdaki yatırım araçlarına erişebilmektedir. Bankalar ağırlıklı olarak, endüstrilerin kontrolünü ve firmalarla uzun dönemli ilişkileri içermektedir. Firmalar hakkında çok az alenen bilgi vardır ve şirket kontrolü için herhangi aktif bir piyasa yoktur (Allen ve Gale, 1994, s.5-8).

ABD'deki bankacılık endüstrisi, büyük endüstrileşmiş ülkeler arasında tektir, çünkü birkaç büyük banka tarafından yönetilmemektedir. Amerikan bankacılık sisteminin bir diğer farklı özelliği, 1933 Glass-Steagall yasasıdır. Bu yasaya göre, ticaret ve yatırım bankaları ayrılmıştır, ticaret bankalarının hisse senedi tutması yasaklanmıştır. Yatırımcılar için hem likit finansal piyasalar hem de buna ilave olarak aktif opsiyon ve future piyasalar bulunmaktadır. ABD'deki finansal piyasaların bir diğer özelliği bilginin elde edilmesidir. Diğer özellikler arasında bu özellik, şirket kontrolü için aktif bir piyasa sağlamaktadır. ABD'deki finansal piyasalar, doğrudan finansman için fırsat sağlamada önemli rol oynamaktadır (Allen ve Gale, 1994, s.8-10).

İki ülke arasındaki temel farklar, bankacılık endüstrisinin yapısı ve finansal piyasaların rolüdür. Almanya'daki sistemde yatırımcılar için mevcut finansal araçlar birkaç büyük banka tarafından kontrol edilmektedir ve sınırlıdır. Aksine, ABD'deki rekabetçi finansal piyasalar, yatırımcılara geniş sayıda finansal araçlar sağlamaktadır. Ayrıca iki ülke arasındaki bir diğer fark, şirket kontrolüdür. Almanya'da, idarecilerin yönetim kurulunda yaygın olarak temsili söz konusudur, ancak şirket kontrolü için piyasalar yoktur. ABD'de ise şirket kontrolü için gelişmiş piyasalar bulunmaktadır (Allen ve Gale, 1994, s.10-13).

Allen ve Gale (1994), Almanya ve Amerika'nın finansal sistemleri arasındaki farkı aşağıdaki tabloda özetlemektedir:

Tablo 3.1. Almanya ve ABD Finansal Sistemlerinin Karşılaştırılması

| ÜLKE | ALMANYA | AMERİKA |
|--|-------------|---------|
| Uluslararası Bankacılık | Var | Yok |
| Önemli Banka Sayısı | Az | Çok |
| Bankalar ile Firmalar Arasındaki Uzun Dönem İlişkisi | Yoğun | Sınırlı |
| Bankalar ile Finansal Piyasalar Arasındaki Rekabet | Az | Fazla |
| Aracılar ile Finansal Piyasalar Arasındaki Etkileşim | Sınırlı | Yoğun |
| Listelenmiş Firmaların Sayısı | Az | Çok |
| Future ve Opsiyon Piyasaları | Likit değil | Likit |
| Listelenmiş Firmalar Hakkında Bilgi Elde Edebilme | Sınırlı | Yoğun |
| Şirket Kontrolü için Piyasa | Yok | Var |

Kaynak: Allen ve Gale, 1994, s.42.

Bankacılık-temelli ve piyasa-temelli finansal sistemler arasında önemli farklar olmasına rağmen her iki finansal sistemde iç finansman finansmanın en önemli kaynağıdır ve hisse senedi piyasaları büyük oranlarda endüstrinin fonlarını karşılayamamaktadır. Özellikle, bireysel finansman oranı İngiltere ve Amerika'da aracılık pozisyonuna sahip Almanya, Japonya ve Fransa'dan daha yüksektir (Arestis ve Demetriades, 1996, s.6). Arestis ve Demetriades (1996)'e benzer olarak Allen ve Gale (2004) beş büyük gelişmiş ülkenin (Amerika, İngiltere, Fransa, Japonya, Almanya) finansal yapılarını karşılaştırmıştır. Karşılaştırma sonuçlarına göre, içsel finansman, bütün ülkeler için en önemli fon kaynağıdır. Sonuçlara göre, bankacılık finansmanı hemen hemen bütün ülkelerde önemlidir, ama içsel finansman kadar önemli değildir (Allen ve Gale, 2004, s.701–702).

İki görüşü de göz önünde bulundurduğumuzda, finansal sistemler çözmeleri umulan üç problemle karşı karşıyadır. Bunlar, finansal piyasalardaki bilgi, temsil problemi ve belirsizliklerle ilişkilidir. Genel olarak kabul gören görüşe göre, bankacılık-temelli sistemler piyasa-temelli sistemlere nispeten bu sorunları çözmede daha başarılıdır. Zaman ufkunu genişletir, finansal kararlılığı teşvik eder ve başarılı finansal politikaların uygulanması için destek sağlar. Zıt olarak, sermaye piyasaları firmaların performans ölçütü ile ilgilenmesinden dolayı daha kısa zaman ufkunu teşvik etmektedir. Hükümetlerin piyasa-temelli sistemde bankacılık-temelli sisteme nazaran daha sınırlı rol oynamaları beklenmektedir. Bankacılık-temelli finansal sistemlerdeki, finansal ve endüstriyel firmalar arasındaki yakın bağ, hükümetlerin başarılı genişletici para politikası ve endüstriyel strateji uygulayarak daha başarılı politika sonuçları almasına olanak sağlamaktadır (Arestis ve Demetriades, 1996, s.6–7).

3.1.3. Finansal Hizmetler Görüşü

Merton ve Bodie (1995) ve Levine (1997) tarafından ortaya atılan finansal hizmetler görüşü, bankacılık-temelli ve ya piyasa-temelli finansal sistemleri tartışmanın önemini azaltmaktadır. Sözleşmeler, piyasalar ve aracılar gibi finansal düzenlemelerin piyasa aksaklıklarını iyileştirmek ve finansal hizmet sağlamak için ortaya çıktığını vurgulamaktadır. Bu görüşe göre, finansal düzenlemeler, potansiyel yatırım fırsatlarını değerlendirmek, şirket kontrolü için çaba sarf etmek, risk yönetimini kolaylaştırmak, likiditeyi arttırmak ve tasarrufların mobilizasyonunu kolaylaştırmak için ortaya çıkmaktadır. Farklı finansal sistemler, bu finansal hizmetleri daha fazla ya da daha az etkin sağlayarak az ya da çok derecede ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Bu görüşe göre temel sorun, bankalar ya da piyasalar değildir. Temel sorun, aracılardan ve piyasaların sağlam finansal hizmetler sağlayacağı ortamın meydana getirilmesidir. Kavramsal olarak finansal hizmetler görüşü, bankacılık-temelli ve piyasa-temelli görüşlerin her ikisi ile de tamamen tutarlıdır. Bununla birlikte finansal hizmetler görüşü, bankaların ve piyasaların nasıl daha iyi fonksiyon gösterebilecekleri ile ilgilenmektedir (Levine, 2002, s.400–401).

3.1.4. Hukuk ve Finans Görüşü

Finansal hizmetler görüşünün özel bir durumu hukuk ve finans görüşüdür. La Porta vd. (1997,1998) tarafından ortaya konan görüş, finansal sistemleri ayırt etmede bankacılık-temelli ya da piyasa-temelli finansal sistem ayrımının kullanışlı bir yol olmadığını, bunun yerine, hukuka ve hukukun uygulama mekanizmasına odaklanmanın ülkenin bankacılık-temelli mi,

yoksa piyasa-temelli mi olduğuna odaklanmadan daha faydalı bir yol olduğunu ileri sürmektedir. Hukuk ve finans görüşü, finansın, sözleşmeler seti olduğunu iddia etmektedir. Bu sözleşmeler, az ya da çok etkin, yasal haklar ve uygulama mekanizması tarafından tanımlanmaktadır. Bu açıdan, iyi işleyen yasal sistem, hem piyasaların hem de aracılardan işlemlerini kolaylaştırmaktadır. Yasal sistem tarafından belirlenen finansal hizmetlerin tüm seviye ve kaliteleri, etkin kaynak tahsisini ve ekonomik büyümeyi arttırmaktadır (La Porta vd., 1997, s.1131–1150; 1998, s.1113–1150; Levine, 2002, s.402–403).

La Porta vd. (1997), ülkeleri yasal orijinlerine göre İngiliz ortak hukuk ülkeleri, Fransız, Alman ve İskandinav medeni hukuk ülkeleri olmak üzere dörde ayırmaktadır. Bu sınıflandırma, islami ve komünist ülkeleri içermemektedir. Birçok ülke yasal sistemlerini, kendi yasal sistemlerini benimsetmek isteyen Avrupa güçleri tarafından işgal edilme ya da sömürge kurma yolu ile benimsemişlerdir. İngiliz Hukuku, gelenek ve göreneklere dayanan ortak hukuk olarak adlandırılmaktadır. Yasalar yargıçlar tarafından yapılır ve daha sonra kanunlara dâhil edilir. İngiliz ortak hukuk sistemi, sömürgeleştirme yoluyla birçok Afrika ve Asya ülkesi ile Avustralya, Yeni Zelanda ve Kuzey Amerika'yı etkilemiştir. Roma hukukuna kadar eskiye giden Fransız, Alman ve İskandinav hukuku, yasaların bilim adamları ve kanun yapımcıların yaptığı medeni hukuk geleneğinin birer parçalarıdır. Napolyon döneminde şekillenen Fransız Hukuku, kıta Avrupa'sına, Latin Amerika'ya ve az sayıda Afrika ve Asya ülkesine yayılmıştır. Alman Medeni Kanunu hemen hemen 1896'da tamamlanmıştır. Alman Kanunları, Avusturya, İsviçre, Çin ve Tayvan üzerinde geniş etkiler göstermiştir. Alman Medeni Hukuku, Japonya Medeni Hukukunu şiddetli bir şekilde etkilemiştir ve bu etkileşim Alman yasal geleneğin Kore'ye yayılmasını sağlamıştır. İskandinav ülkeleri, 17. ve 18. yüzyıllarda kendi yasal sistemlerini şekillendirmişlerdir. İskandinav yasal sistemi, Alman ve özellikle de Fransız medeni kanunlarından etkilenmeden kalabilmiştir. İskandinav Medeni Hukuku, İskandinav Ülkelerinin altındaki ülkelere yayılmamıştır (La Porta vd., 1997, s.1131–1150; 1998, s.1113–1155; Levine, 2002, s.402–403; Bordo ve Rousseau, 2006, s.1–5).

La Porta vd., ülkelerin finansal gelişmişlik düzeylerindeki farklılıkların önemli bir kısmının ülkelerin yasal orijinlerindeki farklılıklar ile açıklanabildiğini ve yasal orijinin ülkelerin finansal sistemlerinin şekillenmesine yardımcı olduğunu iddia etmektedir. Hukuk ve finans görüşü, ülkenin yasal orijininin, bireylerin mülkiyet haklarını koruma ve özel sözleşmeleri uygulama istekleri ile ilişkili olduğunu, bu faktörlerin de potansiyel yatırımcıların finansal varlık tutma eğilimlerini arttırdığını iddia etmektedir. Mülkiyet haklarının ve özel sözleşmelerin daha iyi korunduğu ülkeler, sermaye birikimine ve finansal

derinleşmeye daha az güvenli mülkiyet haklarına sahip ülkelerden daha kolay ulaşırlar. Örneğin, mülkiyet haklarının korunmasında, bilim adamlarının ve kanun yapıcılarının kanun yapma sürecinin merkezinde olduğu İngiliz ortak hukuk ülkelerinin, devletin korunmasının bireylerin korunmasından daha önemli olduğu medeni hukuk ülkelerinden daha iyi koruma sağladığını iddia etmektedir. Üç medeni hukuk geleneği arasında, Fransız Hukuku en katı şekilde kanunlaşmış olanıdır ve bu yüzden en az uyum sağlanabilendir. İskandinav Medeni Hukuk geleneği ise, Fransız ve Alman Medeni Hukuk geleneğinden tamamen farklıdır, esnekliği ikisinin arasında yer almaktadır. Eğer yasalara uyum gösterme, yatırımcıların korunması ve yatırımcıların mülkiyet hakları ile ilişkili ise, hukuk ve finans görüşüne göre İngiliz yasal orijinine sahip ülkeler en geniş finansal sektöre sahip olurken, bunu sırasıyla Alman, İskandinav ve Fransız medeni hukuk ülkeleri takip etmektedir (La Porta vd., 1997,1998; Levine, 2002; Bordo ve Rousseau, 2006).

3.2. Finansal Yapı ve Ekonomik Büyüme: Uygulamalı Literatür

Şirket finansmanı konusunda uzun zamandır süregelen en önemli konu sermayenin sağlayıcısı olarak bankaların ve finansal piyasaların nispi üstünlükleridir. Bu sorunun makroekonomik şekli, reel sektördeki ekonomik performans üzerinde ekonominin finansal sisteminin bankacılık-temelli ya da piyasa-temelli olmasının bir farklılık yaratıp yaratmadığıdır (Tadesse, 2002, s.429). Bankacılık-temelli ve piyasa-temelli finansal sistemlerin mukayeseli üstünlüğüne yönelik analizler, Almanya ve Japonya'yı bankacılık-temelli sistem ve Amerika ve İngiltere'yi piyasa-temelli sistem olarak ele almaktadır.

Uygulamalı çalışmalar, bankacılık ve hisse senedi piyasalarının yatırımcılara yeterli seviyede farklılaşmış finansal hizmet sepeti sağladığını göstermektedir. Hisse senedi piyasası ve bankacılık gelişmesinin her biri uzun dönemli ekonomik büyüme ile bağımsız güçlü bir ilişkiye sahiptir. Finansın iki kurumsal bileşeni olan bankaların ve hisse senedi piyasalarının her biri büyüme için önemlidir. Ancak birinin diğerini kısıtladığı yönündeki politikalara dair hiçbir destekleyici kanıt yoktur. Her bir sektörün büyümesi bireysel finansal firmaların rekabetçi üstünlüklerinin devamını sağlayarak diğerinin performansını kuvvetlendirir. Bundan dolayı hisse senedi piyasası gelişmesi, bankacılık piyasasının gelişmesinin tamamlayıcısıdır (World Bank, 2001, s.6–7; Levine, 1997b, s.6–7).

Arestis ve Demetriades (1996, s.8–13), hem bankacılık-temelli hem de piyasa-temelli finansal sisteme sahip on iki ülkeye ait verilerin bulunduğu çalışmalarında, hisse senedi piyasasının uzun dönem çıktıdaki büyümeye katkı yapabildiğini, ancak bu etkinin en iyi

ihтимalle bankacılık sisteminin etkisinin küçük bir parçası olduğunu göstermektedir. Özellikle, Almanya, Japonya ve Fransa'daki çıktıdaki büyümeye hem hisse senedi piyasası hem de bankacılık piyasası önemli katkılar yapmaktayken, hisse senedi piyasasının katkısı 1/7 ile 1/3 arasında olmaktadır. Nihai olarak, İngiltere ve Amerika'da finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki bağlantının istatistiksel olarak zayıf olduğu görülmektedir, aksine bağlantı ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrudur. Bundan dolayı sonuçlar, uzun dönemli ekonomik büyümenin arttırılmasında bankacılık-temelli sistemlerin sermaye piyasası-temelli sistemlerden daha uygun olduğu görüşü ile tutarlıdır.

La Porta vd. (1997,1998), şirket pay sahiplerinin ve sermayedarların korunmasına yönelik yasaların, bu yasaların orijininin ve bu yasaların uygulanmasının kalitesini kapsayan yasal kuralların (La Porta vd., 1997, s.1134–1135) dış finansman üzerindeki etkilerini 49 ülke için incelemektedir. Sonuçlar, hem yasal kurallarla hem de bu kuralların uygulanması ile tanımlanan yasal çerçevenin, ülkelerin sermaye piyasalarının büyüklüğü ve genişliği üzerinde büyük etkiye sahip olduğuna dair güçlü kanıtlar bulmaktadır. Yatırımcıların yasal olarak korunmasındaki farklar, farklı ülkelerdeki firmaların finansmanının ve sahipliğinin neden farklı olduğunu açıklamaya yardımcı olabilmektedir. Çünkü iyi bir yasal çerçeve, potansiyel sermayedarları daha iyi korumaktadır. Bu, hisse senetleri işlemleri için fonları teslim etme gönüllüğünü arttırır ve sermaye piyasalarının alanını genişletir. Bulgulara göre Fransız Medeni Hukuk Ülkeleri, özellikle İngiliz Ortak Hukuk Sistemi Ülkeleri ile kıyaslandığında yatırımcıları korumada en zayıf olan sistemdir ve en az gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptir. İngiliz orijinindeki ortak hukuk ülkeleri yasal olarak yatırımcıların korunmasında en güçlüyken, Fransız Medeni Hukuku en zayıf ve diğer Alman ve İskandinav Sistemi bunların ortasında yer almaktadır. Yasaların uygulanması açısından bakıldığında Alman Medeni Hukuk Ülkeleri ve İskandinav Medeni Hukuk ülkeleri en başarılıdır. Fransa en zayıftır. İngiliz Ortak Hukuk Ülkeleri, Fransız sisteminden daha başarılıdır (La Porta vd., 1998, s.1113–1151; 1997, s.1132–1149).

Levine (1998), yasal sistem ile bankacılık gelişmesi arasındaki ilişkiyi inceliyerek La Porta vd. (1997,1998)'nin çalışmasını tamamlamaktadır. 1976–1993 döneminde yasal sistem tarafından tanımlanan bankacılık gelişmesinin dışsal bileşeninin ekonomik büyüme ile pozitif ilişkili olup olmadığını araştıran çalışma, bankacılık gelişmesinin dışsal bileşenini tanımlamak için La Porta vd. (1997,1998)'nin kullandığı yasal orijin, alacaklıların hakları ve sözleşme uygulamalarının etkinliğine ilişkin göstergeleri kullanmaktadır. Ayrıca, bankacılık gelişmesinin dışsal belirleyicileri ile kişi başına GSYİH'daki büyüme arasındaki ilişkinin

yanında bankacılık gelişmesinin dışsal bileşeni ile hem sermaye stoku birikimi hem de verimlilikteki büyüme arasındaki ilişki de incelenmektedir. Finansal (bankacılık) gelişme ölçüsü, ticaret bankalarının ve diğer mevduat kabul eden bankaların özel sektöre verdiği kredilerin GSYİH'ya oranıdır. Veriler, bankacılık gelişmesi ile hem alacaklı hakları hem de sözleşme uygulamalarının etkinliği arasında kuvvetli, pozitif bir ilişkiyi önermektedir. Ayrıca, yasal sistem göstergeleri ile bankacılık gelişmesi arasındaki ilişki ekonomik olarak anlamlıdır. Bundan dolayı, alacaklıların yasal hakları ve bu hakların uygulanabilme yeteneği özel sektöre verilen bankacılık kredilerinin GSYİH'ya oranı ile kuvvetli şekilde bağlıdır. Ayrıca veriler, yasal orijinin bankacılık gelişmesi üzerinde derin etkisi olduğunu göstermektedir. Alman orijinine sahip ülkeler daha gelişmiş bankalara sahipken, Fransız orijinine sahip ülkeler diğer ülkelerden daha az gelişmiş bankalara sahiptirler. Sonuç olarak, yasal sistemin bankacılık gelişmesi için önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Bankacılık sisteminin gelişmesindeki farklılıklar ülkenin yasal orijinine bağlanabilir. Ekonomik gelişme seviyesinin kontrolünden sonra dahi, Alman yasal sistemine sahip ülkeler daha gelişmiş bankalara sahip olma eğilimindedir. Ayrıca, sözleşme uygulamalarının etkin olarak uygulandığı yasal sisteme sahip ülkeler, sözleşme uygulamalarında daha az etkinliğe sahip ülkelerden daha gelişmiş bankalara sahiptir (Levine, 1998, s.597–605).

Çalışma, alacaklıların yasal haklarındaki ve bu hakların uygulanmasındaki yasal sistemin etkinliğindeki ülkeler arasındaki farklılıkların, ülkeler arasındaki bankacılık sektöründeki çeşitliliğin yarıdan fazlasını açıkladığı sonucuna ulaşmaktadır. Genelleştirilmiş momentler yöntemi sonuçları, bankacılık gelişmesinin dışsal bileşeni ile büyüme göstergeleri arasında güçlü bir bağlantıyı göstermektedir. Genelleştirilmiş Momentler yönteminin sonuçları, araçsal değişkenlerin ve koşullu bilgi setinin değişmesi durumunda sağlamdır. Daha niteleyici olarak, La Porta vd. (1998)'nin alacaklı hakları ya da sözleşme uygulamalarının ölçülerinin kullanılması durumunda veya yasal orijin göstergesinin kullanılması durumunda sonuçlar aynıdır. Yasal orijin, alacaklı hakları ve sözleşme uygulamalarının etkinliği tarafından tanımlanan bankacılık gelişmesinin dışsal bileşeni, uzun dönem kişi başına GSYİH büyümesi, sermaye stokundaki büyüme ve verimlilikteki büyüme ile yakın ilişki içindedir. Sonuçlar, alacaklı hakları ve sözleşme uygulamalarının etkinliğinin göstergelerinin, büyüme ölçülerini bankacılık gelişmesi üzerindeki etkileri yoluyla etkileyebileceğini belirten önerme ile tutarlıdır. Ayrıca sonuçlar ekonomik olarak anlamlıdır (Levine, 1998, 605–611).

Finansal yapı ve gelişmenin ekonomik büyümeye etkisini inceleyen en kapsamlı çalışmalardan biri Levine (2002) tarafından yapılmıştır. Levine (2002), 1980–1995

döneminde 48 ülkeye ait yatay-kesit verileri kullanarak, ülkelerin finansal yapılarının fark yaratıp yaratmadığını araştırmaktadır. Çalışma, bankacılık-temelli sistem olarak Almanya ve Japonya'yı ve piyasa-temelli sistem olarak Amerika ve İngiltere'yi ele almamaktadır. Eğer sadece bu benzer büyüme oranına sahip dört büyük ülke ele alınırsa finansal yapının önemli olmadığı sonucuna ulaşılabilmektedir. Çalışma, farklı finansal sistemlere ve büyüme oranlarına sahip ülkeleri analize dâhil etmektedir. Finansal yapı ve gelişmeye ait veri seti, geniş sınıflandırmadaki gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bankalarını, hisse senedi piyasalarını ve bankacılık dışı finansal araçlarını kapsayan finansal sistemin çeşitli bileşenlerinin büyüklüklerini, faaliyetlerini ve etkinliklerini ölçmektedir. Bunun yanı sıra geniş bir koşullu bilgi seti de çalışmada yer almaktadır (Levine, 2002, s.398–414). Sonuçlar çok kuvvetlidir. Ne piyasa-temelli ne de bankacılık-temelli görüşü destekleyen hiçbir yatay-kesit kanıt yoktur. Finansal yapı, ekonomik büyüme ile anlamlı olarak ilişkili değildir. %10 seviyesinde hiçbir finansal yapı göstergesi regresyona anlamlı olarak katılmamaktadır. Büyüme arttırmada, ne bankacılık-temelli ne de piyasa-temelli finansal sistemler etkindir. Uç durumlara bakıldığında da sonuçlar değişmemektedir. Çok iyi gelişmiş bankalara ve az gelişmiş piyasalara sahip ülkeler, iyi gelişmiş piyasalara az gelişmiş bankalara sahip ve daha dengeli finansal sistemlere sahip ülkelerden dikkate değer bir farklılık göstermemektedir. Ayrıca ülkelerin kalkındıkça ve yasal sistem geliştikçe finansal yapının değişeceği ihtimali de göz önünde bulundurulduğunda, yatay-kesit sonuçları değişmemektedir, yani ekonomik büyüme sürecinde bankacılık-temelli ve piyasa-temelli sistem arasında herhangi bir ayrım yoktur. Sonuçlar, bankacılık-temelli ve piyasa-temelli görüş ile tutarsızdır. Yatay-kesit sonuçları finansal hizmetler görüşü ile tutarlıdır. Daha gelişmiş finansal sistemler ekonomik büyüme pozitif etkilemektedir. Toplam finansal gelişme seviyesinin, bankalardan mı yoksa hisse senedi piyasalarından mı kaynaklandığı ekonomik büyüme için nispeten önemsizdir. Daha da fazlası, veriler, büyüme arttırıcı finansal hizmetlerin seviyesinin belirlenmesinde yasal sistemin öncü rol oynadığı hukuk ve finans görüşü ile tutarlıdır. Yatırımcının yasal hakları ve sözleşme uygulamalarının etkinliği olarak tanımlanan finansal gelişmenin dışsal bileşeni, büyüme ile güçlü ilişki içindedir. Bundan dolayı bulgular, La Porta vd.'nin finansal gelişmenin belirlenmesinde yasal sistemin çok önemli olduğu ve finansal sistemleri ayırt etmekte finansal sistemin faydalı bir rol olmadığını belirttiği görüşü destekleme eğilimindedir. Sonuçlar, finansal piyasalar ve araçlardan oluşan belirli bir karışım meydana getirme amacını desteklememektedir. Sonuçlar, bunun yerine yatırımcı haklarının kuvvetlendirilmesinin ve sözleşme uygulamalarının etkinliğinin arttırılmasının önemini vurgulamaktadır (Levine, 2002, s.414–424).

Beck ve Levine (2002), 42 ülkeye ve 36 endüstriye ait verileri kullanarak, dışsal finansmana yoğun olarak bağlı endüstrilerin genişlemesinin finansmanında, yeni kurulan firmaların oluşumunun kolaylaştırılmasında ve endüstriler arasında sermayenin etkin olarak tahsisinde banka-temelli ya da piyasa-temelli finansal sistemlerden hangisinin daha iyi finansman sağladığını incelemektedir. Ayrıca çalışma, finansal yapının araştırma geliştirme yoğun ve emek yoğun endüstrilerin performansını etkileyip etkilemediğini test etmektedir. Nihai olarak, toplam finansal gelişme seviyesinin ve yasal sistemin etkinliğinin endüstriyel büyümeyi ve yeni kurulan firmaların oluşumunu etkileyip etkilemediğini incelemektedir.

Bulgular yoğun olarak dışsal finansmana bağlı endüstrilerin daha hızlı büyümesinde finansal sistemin bankacılık-temelli ya da piyasa-temelli olmasının fark etmediğini göstermektedir. Ayrıca, bankalar üzerindeki düzenleyici kısıtlamalar ve ekonomideki kamu bankalarının genişliği, endüstriyel performanstaki çeşitliliği açıklayamamaktadır. İlave olarak, finansal yapı ile araştırma geliştirme yoğun ve emek yoğun endüstrilerin performansı arasında sağlam bir bağlantı bulunmamaktadır. Nihai olarak, finansal yapı, ülkeler arasındaki yatırımların etkinliğindeki farklılıkları açıklayamamaktadır. Sonuçlar, finansal hizmetler ve hukuk-finans görüşünü desteklemektedir. Yüksek düzeyde, toplam finansal gelişme seviyesine sahip ekonomilerde, yoğun olarak dışsal finansmana bağlı endüstriler daha hızlı büyümektedir. Ayrıca, yasal sistemin yatırımcıları etkin olarak koruduğu ekonomilerde, yoğun olarak dışsal finansmana bağlı endüstriler mukayeseli olarak daha hızlı büyümektedir. Ayrıca, toplam finansal gelişme seviyesi ve yasal çerçeve, ülkeler arasındaki dışsal olarak bağımlı endüstrilerde yeni kurulan firmaların sayısındaki çeşitliliği açıklamaktadır. Sonuç olarak, endüstriyel büyüme ve sermayenin etkin olarak tahsisi için finansal yapı önemli değilken, toplam finansal gelişme seviyesi ve yasal çerçeve kritik olarak önemlidir (Beck ve Levine, 2002, s.152–175).

Tadesse (2002), ekonominin finansal sisteminin yapısı ile reel sektördeki ekonomik performans arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Tadesse (2002), 1980–1995 yılları arasındaki 36 ülkeye ait endüstri seviyesindeki panel verileri kullanmaktadır. Sonuçlara göre gelişmiş finansal sektöre sahip ülkelerde, piyasa-temelli sistem, banka-temelli sistemden daha üstün olurken, az gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde bankacılık-temelli sistem daha üstündür. Küçük firmaların yoğunlukta olduğu ülkeler, bankacılık-temelli sistem altında daha hızlı büyürken, büyük firmaların baskın olduğu ülkelerde piyasa-temelli sistem daha hızlı ekonomik büyümeye neden olmaktadır (Tadesse, 2002, s.433–447).

Binh vd. (2005) finansal yapı (bankacılık-temelli ve piyasa-temelli) ile farklı yapıdaki endüstrilerin büyümesi arasındaki uygulamayı ilişkiyi, finansal olarak gelişmiş ancak farklı finansal yapıya sahip 26 ülkeye ait, 20 imalat endüstrisi verilerini kullanarak incelemektedir. Çalışma, yüksek araştırma geliştirme yoğunluğuna, yüksek operasyon riskine ve yüksek sermaye yoğunluğuna sahip endüstrilerin, piyasa-temelli finansal yapıya sahip ülkelerin bankacılık-temelli piyasa yapısına sahip ülkelere göre daha hızlı büyüyüp büyümediğini ve ayrıca sermaye yoğun endüstrilerin büyümesinin finansal yapı ya da finansal gelişme tarafından daha kuvvetli etkilenip etkilenmediğini test etmektedir. Endüstriyel büyüme, 1991–2001 yılları arasındaki yıllık ortalama reel katma değerdeki değişiklik ile ölçülürken, finansal yapı göstergesi olarak piyasa kapitalizasyonlarının bankacılık sektörü tarafından verilen yurt içi kredilere oranı kullanılmaktadır. Sonuçlar, daha yoğun araştırma ve geliştirmeye sahip endüstrilerin piyasa-temelli sistemde daha hızlı büyüdüğünü göstermektedir. Araştırma-geliştirme yoğunluğu ve finansal gelişme arasındaki ilişkinin katsayısı pozitif ama istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu, finansal gelişmenin endüstrilerin büyümeleri arasındaki farklılıkları açıklayamadığını göstermektedir. Sermaye yoğun endüstriler, finansal olarak daha gelişmiş ülkelerde, sermayenin daha geniş kısmını istihdam ederek daha hızlı büyürler. OECD ülkelerinde, yüksek sermaye yoğun ve riskli endüstrilerde, hisse senedine erişim sermayeye erişimden daha önemlidir. Sonuçlar, riskli ve yenilikçi endüstrilerin piyasa-temelli sistemde daha hızlı büyüdüğünü göstermektedir. Çalışma, finansal yapının kısmen endüstriyel büyüme üzerinde etkili olduğuna dair kanıtlar sunmaktadır (Binh vd., 2005, s.7–19).

Fink vd. (2005a, s.3–30), 22 piyasa ekonomisi ve 11 geçiş ülkesinin, 1990–2001 dönemine ait panel verileri kullanarak finansal sektördeki gelişmenin pozitif ve dışsal büyüme etkileri gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma, birçok uygulamalı çalışmanın aksine bankacılık ve hisse senedi piyasası verilerinin yanında tahvil piyasası verilerini de içermektedir. Kullanılan finansal gelişme göstergeleri: bankacılık piyasası için bankaların yurt içi kredilerinin GSYİH'ya oranı, hisse senedi piyasası için hisse senedi piyasası kapitalizasyonları ve tahvil piyasası için henüz tahsil edilmemiş tahvillerin değerinin GSYİH'ya oranına eşittir. Piyasa ekonomileri ve geçiş ülkelerinden elde edilen kanıtlar, finans-büyüme ilişkisinin ülke grupları arasında farklılık gösterdiğini belirtmektedir. Finansal yapının önemi de ülke grupları arasında farklılaşmaktadır. Piyasa ekonomilerinde finansal sektör gelişmesi ekonomik büyüme için herhangi bir rol oynamaz görünürken, geçiş ülkelerinde bankacılık sektörü ve büyüme arasında güçlü bir bağlantı olduğu gözükmektedir. Temel büyüme etkisi verimlilik kanalı ile sağlanmaktadır. Mevcut literatürün aksine, genelleştirilmiş momentler yöntemi sonuçları, finansal gelişmenin uzun dönem büyümeden çok kısa dönem büyümeyi tetiklediğini

göstermektedir. Parametrik heterojenlik ve finansal yapı varsayılandan daha önemli rol oynamaktadır. Finansal sektörün farklı parçalarının farklı ülkelerde farklı büyüme etkileri vardır.

Bordo ve Rousseau (2006), 17 ülkenin 1880–1997 arası tarihsel yatay-kesit verilerini kullanarak finans, büyüme, yasal orijin ve politik ortam arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Sonuçlara göre, Fransız yasal orijine sahip ülkeler İngiliz yasal orijinine sahip ülkelere göre daha düşük finansal gelişme seviyelerine sahip değildir. Özellikle 1880–1929 döneminde, bankacılık-temelli finansal gelişme, Alman ve İskandinav yasal orijine sahip ülkelerin hem İngiliz hem de Fransız sistemlerden daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. La Porta vd. (1997)'ne benzer olarak, savaş sonrası dönemde İskandinav sistemler daha düşük finansal gelişmeye sahiptir. Yatay-kesit ülke regresyonunda, 1880–1997 veya 1880–1929 için geleneksel seviyelerde hiçbir yasal orijin değişkeni istatistiksel olarak anlamlı değildir, ancak yasal orijin regresyona girince finans büyüme için açıklayıcı gücünün çoğunu kaybetmektedir. Çalışma, ülkenin yasal orijini (İngiliz, Fransız, Alman veya İskandinav) ve finansal gelişme arasındaki ilişkinin daha önceki bulgularla aşağı yukarı tutarlı olduğunu ancak ilişkinin sürekli olmadığı sonucuna ulaşmaktadır. Politik ortamın etkilerine bakıldığında, hem tüm örneklemde hem de alt örneklemde nispi temsile dayalı parlamenter ya da karışık sistemlerin (başkanlık sisteminin tersine) yüksek seviyedeki finansal gelişme seviyesi ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Sık seçimler, 1880–1997 ve 1880–1929 dönemi için GSYİH'daki büyüme ile ilişkili değilken, finansal gelişmeyle pozitif ilişkilidir. Askeri darbeler, finansal gelişmeyle negatif ilişkilidir. Tek parti iktidarı altındaki hükümet idaresi döneminde genellikle düşük büyüme gözlenirken, 1880–1929 döneminde kadınlara oy kullanma hakkının verilmesi daha yüksek finansal gelişmeyle ilişkilidir. Tüm sonuçlar, politik faktörlerin finansal gelişmenin açıklanması için potansiyel olarak faydalı olduğunu ve ekonomik büyümeyi etkilediği temel kanalın finansal sermayenin birikimi ve tahsisi olduğunu göstermektedir (Bordo ve Rousseau, 2006, s.4–26).

4. TÜRK FİNANSAL SİSTEMİNİN GELİŞİMİ

Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemeden önce bu bölümde, Türkiye’deki finansal sistemin yapısı, gelişimi, sorunları ele alınacaktır.

4.1. Bankacılık Piyasası

Türkiye, bankacılık-temelli bir finansal yapıya sahiptir. Bankacılık piyasası, toplam finansal varlıkların yaklaşık yüzde doksanına sahiptir. Bankacılık piyasasının yanında gelişmesi istenen Menkul Kıymetler Piyasası ise yeterli ölçüde derinleşmemiş, aksine finansal sistemde bankacılık piyasasının ayrıcalıklı pozisyonunu kuvvetlendirmiştir. Bu nedenle, Türkiye için en önemli finansal kurumlar, bankalardır.

4.1.1. Türk Bankacılık Sisteminin Tarihi

4.1.1.1. Osmanlı Döneminde Bankacılık Sistemi

Batı’da ticaretin gelişmesi ve sanayi devrimi sonrası artan ekonomik refah sonucunda bankacılık sektörünün gelişme göstermesine karşın, aynı dönemde Osmanlı İmparatorluğu'nun hem ekonomik hem de siyasi anlamda bir gerileme döneminde olması bankacılığın gelişmesini engellemiştir. Osmanlı İmparatorluğu'nun yüksek dış borçlarının finansmanını sağlamak ve devlet bonolarının değerini korumak amacıyla iki Galata bankeri tarafından 1847’de kurulan Bank-ı Dersaadet (İstanbul Bankası) 1852 yılında kapanmak zorunda kalmıştır. 1856–1875 döneminde, devlete borç vererek faiz geliri sağlamak amacıyla 11 yabancı sermayeli banka kurulmuş, bu bankalardan bazıları daha sonra Osmanlı Bankası’na katılmış, diğer bazı bankaların da 1876 Osmanlı-Rus Savaşı'nın ardından faaliyetlerine son verilmiştir. Bu dönemdeki bankalar yabancı sermayeyle kurulmuş veya yabancı şirketlerin faaliyetlerini finanse etmek amacıyla kurulan bankalardır. Osmanlı döneminde yalnızca iki milli banka kurulmuştur. Bu bankaların ilki 1868’de kurulan, batı ülkelerindeki tasarruf sandıklarına benzer bir özelliğe sahip olan Emniyet Sandığı, 1984 yılında Ziraat Bankası’na katılıncaya kadar faaliyetlerini sürdürmüştür. Kurulan diğer banka olan Memleket Sandıkları (bugünkü Tarım Kredi Kooperatiflerinin fonksiyonunu yerine getirmesi düşünülen bir bankadır), kuruluşundan belli bir süre sonra amacından uzaklaşmış, bunun üzerine kurulan Menafi Sandıklarının da istenen sonuçları vermemesi nedeniyle, 1888 yılında bu bankanın yerine Ziraat Bankası kurulmuştur. Ziraat Bankası, 1916 yılında kanunla kurulmuş bir devlet bankası haline gelmiştir. İkinci Meşrutiyetin ilan edildiği 1908 yılından

1923'e kadar toplam 24 milli banka kurulmuş, bunlardan 14'ü Cumhuriyet döneminde de faaliyetini sürdürmüş, diğerleri kapanmak zorunda kalmıştır (Günel, 2001, s.9–10).

4.1.1.2. Cumhuriyet Dönemi Türk Bankacılık Sistemi

4.1.1.2.1. 1923–1980 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi

Cumhuriyetin ilanından sonra Türk Bankacılık sistemindeki temel özellik, bankacılık sisteminin büyük ölçüde yabancı sermayenin denetimi altında bulunmasıydı. Bankalar, varlıklarını büyük oranda yabancı sermayeye bağımlı olarak sürdürmekteydiler. Bu durum Türk sermayesinin ağırlıkta olduğu ticaret ortaklıkları ile yabancı bankalar arasında büyük bir çelişki oluşturmaktaydı. Bu nedenle *1923–1933 dönemi, Türkiye’de milli bankacılığın geliştirilmesine yönelik çabaların harcandığı dönem olmuştur*. Bu amaçla ilk adım, İzmir İktisat Kongre’sinde atılmış ve temel bir ticaret bankası kurulması yönünde alınan kararlar üzerine, 26 Ağustos 1924’de Türkiye İş Bankası kurulmuştur. Cumhuriyet döneminin ilk büyük özel sektör bankası olan İş Bankası, ülkenin ekonomik kalkınmasına katkıda bulunmak amacı ile sanayi ve ticaret sektörlerine kredi vermek ve bu sektörlerde girişimlerde bulunmak görevlerini üstlenmiştir. Türkiye Sanayi ve Maadin Bankası da İzmir İktisat Kongre’sinde alınan kararlar çerçevesinde 19 Nisan 1925 tarihinde kurulmuştur. Ülke sanayisini ve madenlerini geliştirmek amacı taşıyan ve bir sanayi kredi bankası özelliği gösteren bankanın işletmecilik yönü, 1932’de kurulan Devlet Sanayi Ofisi’ne, bankacılık yönü ise yine aynı yıl Türkiye Sanayi ve Kredi Bankası’na devredilmiştir. 1927’de kurulan Emlak ve Eytam Bankası, 1946’da Türkiye Emlak Kredi Bankası adını almıştır. Bu dönemde milli bankaların yanı sıra çok sayıda yerel bankanın kurulmuş olması, yerel bankacılığın da önemli bir gelişme kaydettiğini göstermektedir⁷(Artun, 1983; Bakan, 2002, s.32; Günel, 2001, s.11).

1933–1944 dönemi, devletçilik politikalarının ağırlıklı olduğu bir dönem olup, bazı özel amaçlı birçok devlet bankası kurulmuştur. Özellikle, 1933–1938 yılları arasında ardı ardına önemli devlet bankalarının kurulduğu görülmektedir.⁸ Ancak, kurulan bu bankaların birçoğu aynı dönemde kapanmak zorunda kalmıştır. Bu bankaların işlevleri genel bankacılık hizmeti yapmanın yanı sıra, çeşitli sanayi kollarına kredi, teknik yardım sağlama, bu tür kuruluşların oluşumuna öncülük etme ve ortak olma yoluyla ülke sanayi ve kalkınmasına yardımcı olmak olmuştur. II. Dünya Savaşı döneminde, Dünya Ekonomisindeki daralma, Türkiye ekonomisini

⁷ 1924–1932 döneminde 29 adet tek şubeli yerel banka kurulmuş ve çoğu 1929–1930 dünya ekonomik bunalımı ile birlikte kapanmıştır.

⁸ Özel yasalarla kurulan bu bankalar şunlardır: Sümerbank (1933), adı daha sonra İller Bankası olan Belediyeler Bankası (1933), Etibank (1935), Denizbank (1935), Halk Bankası ve Halk Sandıkları (1938).

de etkileyerek, bankacılık sektörünün bu gelişmeden olumsuz olarak etkilenmesine neden olmuştur (Artun, 1983; Bakan, 2002, s.32; Günal, 2001, s.11–12).

İkinci Dünya Savaşı'nın bitiminden sonra, **1946–1960 dönemi** özel bankaların geliştiği dönem olarak nitelendirilebilir. Savaşın bitiminden itibaren liberal ve özel sektörü destekleyici dışa açık politikaların uygulanması, bankacılık piyasasını derinden etkilemiştir. İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki bu gelişmelere paralel olarak, özel bankalar gelişmeye başlamıştır. Bu dönemde başta Yapı ve Kredi Bankası, Garanti Bankası, Akbank, Türkiye Sınâî Kalkınma Bankası gibi bankalar olmak üzere, üçü özel kanunlarla, bankalararası birleşmeler dâhil 30 yeni banka kurulmuştur. Özel bankaların gelişmesine paralel olarak artan banka sayısıyla birlikte şube sayısında da artış olmuş ve şube bankacılığı da yavaş yavaş yaygınlaşmaya başlamıştır. ***Bankacılık piyasasındaki gelişmelere paralel olarak, bankacılığın gelişmesi, işbirliğinin sağlanması ve haksız rekabeti önleyici kararların alınması ve uygulanması amacıyla Türkiye Bankalar Birliği 1958 yılında faaliyete geçmiştir.*** 1945–1960 döneminde 30 banka kurulmasına karşılık, 1950'li yılların sonlarına doğru Türkiye ekonomisinin yaşadığı bunalım ve durgunluk çok sayıda bankanın faaliyetinin sona ermesine neden olmuş, 14 banka tasfiye edilmiş veya faaliyeti durdurulmuştur. Bankalardan birinin faaliyetine 1958, dört bankanınkine ise 1959 yılında son verilmiştir. Türkiye ekonomisinde 1950'lerin sonunda yaşanan ekonomik bunalım ve sonucunda uygulanan 1958 istikrar programının bankalar üzerindeki olumsuz etkisi, 1960'ların başında da devam etmiştir. Ekonomide yaşanan serbestleşme ve özel sektörün gelişmesine paralel olarak, 1958 yılında 7129 sayılı yeni Bankalar Kanunu uygulamaya konmuştur. Kanunla birlikte, serbest rekabet şartlarının yerleşmesi ve yaşanan ekonomik bunalımın etkisiyle birçok yerel ve küçük banka tasfiye olmuştur. 1960–1964 arasında toplam 15 banka kapanmıştır. Bu çerçevede, tasarruf sahiplerinin haklarının güvence altına alınması için, Merkez Bankası nezdinde Bankalar Tasfiye Fonu kurulmuştur. Fon, 1982 yılında patlak veren banker krizinin ardından, Temmuz 1983'te kurulan ***Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na*** devredilmiştir (Güenal, 2001, s.11–12).

Artun (1983)'a göre **1950–1961** döneminde bankacılığın iki temel özelliği vardır. İlk özellik, ***bankaların ticaret ve sanayi sermayesiyle giderek bütünleşmesidir.*** Bu olgu ulusal sermayede gözlenen yoğunlaşma ve merkezileşmenin temel nedenidir. Dönemin ikinci özelliği ise kapkaççı kapitalizmin tipik araçları olarak kurulan ve tümü 1960 sonrasında tasfiyeye sokulan bankalardır.

Türkiye'nin 1960'lı yıllarda planlı döneme girmesi ile birlikte, Türk Bankacılığı da bu dönemde kalkınma politikaları ilkelerine uygun yapıda gelişmiştir. **1961–1979** Planlı Kalkınma Döneminin temel özelliği, hedeflere uygun olarak çok şubeli büyük bankacılığın gelişmesi ve 1970'lerde holdinglerin bankaları ele geçirmesiyle birlikte, holding bankacılığının ve ihtisas bankacılığının gelişmesidir. Bu dönemde, kalkınma ve yatırım bankacılığı yapmak üzere birçok banka kurulmuştur. Bu bankalardan T.C. Turizm Bankası 1960'ta, Sınai Yatırım ve Kredi Bankası 1963'te, Devlet Yatırım Bankası 1964'te, Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası 1975'te kurulmuştur. *Genel olarak planlı dönemde, ticari bankaların kuruluşu sınırlanmış ve ihtisas bankacılığı ön plana çıkmış, küçük ve yerel bankalar azalmış, çok şubeli büyük ölçekli bankacılık ve holding bankacılığı yaygınlaşmıştır* (Günel, 2001, s.12–13).

4.1.1.2.2. 1980'den Günümüze Türk Bankacılık Sistemi

Türkiye'deki finansal piyasalar 1980 öncesinde yüksek derecede bir finansal baskı deneyimini yaşamıştır. Bu dönemde mevduat ve kredi faiz oranları üzerine tavan uygulanmakta, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları çoğunlukla negatif değerler almaktaydı. Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlar getirilmişti. Kişilerin portföylerinde döviz bulundurmaları kısıtlanmaktaydı. Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmakta, Merkez Bankası para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı. Kalkınmada öncelikli sektörlerle ucuz krediler sağlanmaktaydı. Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve elde edilen gelirler üzerinde yüksek vergi yükü bulunmaktaydı. Kamu sektöründeki açık, büyük oranda monetizasyonla finanse edilmekteydi. Aracılık hizmetinin maliyeti yüksekti. Kurumsallaşmış bir finansal sistem bulunmamaktaydı. Yabancı ve yerli bankaların bankacılık sistemine girişleri sınırlandırılmıştı. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin tek finansman kaynağı banka kredileriydi. Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak çok yüksekti. TL piyasası yok denecek kadar azdı. Şirket ve banka sahipliği iç içe geçmişti. Finansal sisteme ait bütün bu öğeler mali sistemin etkinliğini önemli ölçüde azaltmaktaydı (Saraçoğlu, 1997, s.6; Binay ve Kunter, 1999, s.31–32; Atiyas ve Ersel, 1994, s.105).

Türkiye, 24 Ocak 1980 kararlarıyla serbest piyasa ilkelerine ve dışa-dönük ekonomi politikalarına dayalı yapısal uyum programını başlatmıştır. Yapısal uyum programının bir parçası olan mali sektörde liberalleşme Temmuz 1980'de başlamıştır. İlk olarak mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılarak bankacılık sektöründe rekabetin arttırılması, reel faiz yoluyla yurt içi tasarrufların yukarı seviyelere çekilmesi ve bu şekilde mali sektöre derinlik

kazandırılması amaçlanmıştır. Bunun yanı sıra bankaların mevduat sertifikası çıkarmalarına izin verilmiş ve vadeli mevduata uygulanan hükümler bu sertifikalar için de geçerli olmuştur. Reform programı, sıkı para ve talep yönetimi politikası temelinde oluşturulmasına rağmen hükümet gerekli destekleyici altyapıların hazırlanmasında başarılı olamamıştır. Hükümetin düzenleyici yapıları, özellikle de Merkez Bankası, bankaların davranışlarını yakından izleme kabiliyetine sahip olamamıştır. Faiz oranlarının liberalizasyonu sürecinde ilk olarak ticaret bankaları arasında kısa bir dönem faiz oranları üzerinde rekabet yaşanmıştır. Ancak rekabete hazır olmayan bankacılık sektöründeki büyük bankalar, faizlerin serbest bırakılmasına tepki olarak aralarında anlaşarak (1. Centilmenlik Anlaşması, 1 yıllık mevduata yüzde 30 faiz verilmesi konusunda bankalar anlaşmaya varmışlardır) faizlerin belli bir düzeyin üzerine yükselmesini önlemeye çalışmıştır. Bu antlaşmaya karşın, küçük ticari bankalar daha fazla fon toplamak için mevduat sertifikaları ihraç ederek rekabeti devam ettirmişlerdir. Bankalar, mevduat sertifikalarını piyasada aktif, lisansı olmayan bankerler aracılığı ile pazarlama yolunu tercih etmişlerdir. Bankerler, 1981 yılında işlemlerini tahvil ve mevduat sertifikası satışının arkasına gizlemiş ve küçük bankaların mevduat sertifikalarını kullanmışlardır. Bazı bankaların başlattığı bu uygulama Centilmenlik Anlaşması'nı bozmuş, bankalar mevduatlarını arttırmak amacıyla faizleri önemli ölçüde yükseltmişlerdir. Sistem, sürekli mevduat sertifikası üreten ve bunu halka defalarca pazarlayan bir yapıya dönüşmüştür. Sistemin bu şekle dönüşmesi, mali liberalleşmeden amaçlanan pozitif reel faiz hedefinin gerçekleştirilmesine yardımcı olmuştur. Mevduata reel faiz ilk kez 1981 yılının üçüncü çeyreğinde verilmeye başlanmıştır. Bu gelişmeler mevduatın bankaya maliyetini önemli ölçüde yükseltmiştir. Mevduatın yükselen maliyeti kredi kullanan firmaların mali yapılarını bozmuştur. Bankaların geri ödenmeyen kredileri sonucunda mevduat faizleri daha da artmıştır. Özellikle küçük bankalar yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla faizlerini daha da yüksek seviyelere çekmek zorunda kalmışlardır. Bazı büyük bankaların da faiz yükseltme yarışına katılması, 1982 yılında faizlerin daha da artmasıyla sonuçlanmıştır. Sistemdeki bu sürdürülemez gelişmeler, birkaç küçük bankanın ve birçok aracının (banker) çökmesiyle 1982 yılında finansal sistemi krize götürmüştür. Sonuç olarak, para politikası gevşetilmiş ve çeşitli önlemler alınmıştır. Kriz sonrası alınan önlemlerle bankaların mevduat sertifikalarının aracı kurumlar vasıtasıyla satılması durdurulmuş, faiz oranları bir kez daha merkez bankasının kontrolü altına girmiştir. 1983 yılının Ocak ayında Merkez Bankası faiz oranlarını yeniden düzenlemiş ve faizlere sınır getirmiştir. Merkez Bankası, bankacılık sisteminde meydana gelen paniği önlemek amacıyla piyasaya likidite vermeye devam etmiştir. Krizin sonucunda, dört banka kamulaştırılmış (İstanbul Bankası, Hisarbank, Odibank ve Bağbank), beşinci banka olan İşçi Kredi Bankası ise İş Bankası'na devredilmiştir. Sistemi krize götüren temel

nedenlerden bazıları; (i) Mevduata verilen yüksek reel faizin banka bilançolarını önemli ölçüde bozması, (ii) banka dışı finansal araçlar için ciddi bir lisanslama sürecinin olmaması ve faaliyetlerini denetleyen herhangi bir kuruluşun bulunmaması, (iii) menkul kıymetler ve mevduat sertifikaları için ortak piyasaların yokluğu ve bankacılık sistemine güvence sağlayacak, bankalara hücumu önleyecek sigorta sisteminin olmamasıdır (Binay ve Kunter, 1999, s.32–34; Saraçoğlu, 1997, s.6–7; Sak, 1996, s.63–65; Atiyas ve Ersel, 1994, s.106–107).

Kriz, reformların uygun düzenleyici ve denetleyici bir yapı olmaksızın yürütülmeye çalışıldığında, arzu edilmeyen sonuçlar meydana getireceğini açıkça göstermiş ve reformların zamanlamasının ve hızının önemini ortaya çıkarmıştır. Bu temel başarısızlığın ardından politika yapıcıları, piyasa sisteminin çalışması için kurumsal yapının meydana getirilmesi konusunu ön sıralara taşımışlardır (Sak, 1996, s.64; Saraçoğlu, 1997, s.6–7, Atiyas ve Ersel, 1994, s.107).

Kriz, mali sistemin yakından izlenebilmesi açısından denetim ve gözetimin önemini ortaya koymuştur. Bu amaçla bankaların karşı karşıya kaldığı likidite probleminin yeniden ortaya çıkmasını engellemek için sadece vadeli tasarruf mevduatına sınırlı bir güvence sağlayan **Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu 1983 yılında kurulmuştur** (Atiyas ve Ersel, 1994, s.107; Binay ve Kunter, 1999, s.35).

Mayıs 1981'den sonra döviz kurları Merkez Bankası tarafından günlük olarak belirlenmeye başlanmış ve bankaların kendi kurlarını, Merkez Bankasının belirlediği kurun dar bir bandında belirmelerine ve ihracatçıların döviz kazançlarının bir kısmını ticaret bankalarında döviz mevduatı olarak tutmalarına da izin verilmiştir. *1984'te kambiyo rejiminin liberalizasyonunun temel adımı olarak, ticaret bankalarının döviz yükümlülükleri oranında döviz operasyonları ve işlemleri ile ilgilenmelerine olanak sağlanmıştır. 1984 yılında yurt içinde ikamet edenlerin tümüne döviz taşımaları, ticari bankalarda döviz cinsinden hesap açtırmaları, nakit döviz çekmeleri ve yurt dışına transfer etmeleri olanağı sağlanmıştır. Uygulamanın amacı bankacılık sisteminin kaynaklarını arttırmak, bankaların yurt dışında bulunan döviz rezervlerini yurt içine çekmek ve sermaye çıkışını durdurmaktadır.* Böyle bir uygulamanın olumlu etkilerinin yanı sıra enflasyonist bir ortamda yapılması TL'nin daha güçlü bir para ile ikame edilmesi sonucunu doğurmuş, özellikle 1986'dan sonra döviz önemli bir tasarruf aracı haline gelmiştir. Döviz ikamesini önlemeye yönelik uygulanacak en etkin yöntem olan TL cinsinden varlıkların getirisini arttırmak amacıyla 1984 yılının Ağustos

ayında ve 1985 yılının Haziran ayında mevduat faiz oranları arttırılmıştır (Sak, 1996, s.67; Saraçoğlu, 1997, s.13; Binay ve Kunter, 1999, s.36–37; Atiyas ve Ersel, 1994, s.109).

1986 yılı, Merkez Bankası bünyesinde piyasaların oluşturulmaya başlandığı yıl olmuştur. 1986 Mart ayında Bankalararası Para Piyasası, 1987 Şubat ayında Açık Piyasa İşlemleri, 1988 yılının Ağustos ayında Döviz Piyasası, 1989 Nisan ayında ise Altın Piyasası kurulmuştur. Bu piyasaların kurulma amacı, atıl tasarrufların mali sisteme girişini hızlandırmak, alternatif yatırım alanları yaratmak, fiyatların serbestçe piyasada oluşmasını sağlamak, bunlardan daha önemlisi ise bankalar için fon idare yönteminin oluşturulmasına öncülük etmesini sağlamaktır (Binay ve Kunter, 1999, s.39).

Türkiye’de kamu menkul kıymet (hazine bonosu ve devlet tahvili) ihaleleri Mayıs 1985’te başlamış ve kısa sürede büyük başarıya ulaşmıştır. Böylece 1985 yılı, Hükümetin borçlanmak amacıyla özel kesime tahvil ve bono ihraç etmeye başladığı yıl olmuştur. Nisan 1986'dan başlayarak Bankalararası Para Piyasası uygulamaya konmuştur. *Bankalararası para piyasası, rezerv fazlası ve ihtiyacı olan bankaları karşı karşıya getirerek rezerv yönetimini kolaylaştırmış, ayrıca Merkez Bankası’nın bu piyasayı faiz ve işlem hacmi olarak izlemesine ve para politikasını yönlendirmede gerekli sinyalleri almasına olanak sağlamıştır.* Bankalararası para piyasasının ve kamu menkul kıymet ihalelerinin kurulmasının en önemli sonucu, aşırı likidite, enflasyon beklentisi, algılanan risk ve ödünçlerin vadesi gibi birçok faktöre tepki olarak faiz oranındaki dalgalanmaların geniş kesimler tarafından kabulüdür. Ayrıca kamunun, menkul kıymetlerinin ihaleleri aracılığıyla piyasa tarafından belirlenen faiz oranında ödünç alması, kamu açıklarının daha doğru maliyetle ve uygun olarak kapatılmasını sağlamıştır (Saraçoğlu, 1997, s.7–10, Kesriyeli, 1997, s.10–11).

Bankalararası Para Piyasasının kurulması ve derinleşmesiyle birlikte kamu menkul kıymetlerinin ikincil piyasalarının genişlemesi ve İMKB’nin 1986 yılında işleme başlaması, 1987 yılının Şubat ayında kamu menkul kıymetlerinin açık piyasa işlemlerinin uygulanmasına imkân sağlamıştır. *Açık piyasa işlemlerinin ortaya çıkması para politikasının yönetiminde ve yürütülmesinde önemli değişikliklere yol açmıştır. Bu durum bankacılık sisteminin toplam rezervlerinin yönetimine dayalı piyasa temelli bir para politikasına kaymayı başlatmıştır.* Merkez bankası kamu menkul kıymetlerinin bütünüyle alıp satılması ve yeniden satın alma anlaşmaları yoluyla bankaların likiditesini düzenlemeye başlamıştır (Saraçoğlu, 1997, s.10–11).

Kambiyo sisteminin liberalizasyonu sürecindeki önemli bir gelişme, 1988 Eylül'ünde Merkez Bankası bünyesinde resmi bir döviz piyasasının açılmasıdır. Piyasadaki katılımcılar, bankalar ve yetkili döviz bürolarıdır. Bu piyasanın açılması Türk Lirasının değişim kurunun döviz talebine ve arzına göre belirlenmesine izin vermesi ve döviz rezervi için bankacılık sektörünün daha etkin yönetimine olanak sağlaması açısından önemlidir. Ayrıca bu reform, Merkez Bankasına piyasa mekanizması yoluyla para, faiz ve döviz kuru politikasını yürütme olanağı sağlayarak, operasyonel yapıyı tamamlamıştır. Döviz piyasasının resmen açılmasıyla birlikte mevduatlar üzerindeki faiz oranının liberalizasyonu gerektiren altyapı da tamamlanmış ve hükümet 1988 Ekim ayının sonunda mevduat faiz oranını serbest bırakmıştır (Saraçoğlu, 1997, s.13–14).

1983 yılında çıkan yasa ile 1986 yılından başlamak üzere Türkiye'deki tüm bankaların tek düzen hesap planına dâhil olmaları gerekli görülmüştür. Bankacılık sektöründe kullanılacak olan tek düzen hesap planının gereksinimlerini düzenlemek için yeni bankacılık yasası 1985'te uygulamaya konmuştur. Türkiye'de bankaların kuruluşuna, bankaların sermaye yapısına, şube bankacılığına, yabancı bankacılığa, mevduatlara, kredilere, diğer yatırımlara, mevduat güvencesine ve bankaların transferine, birleşmesine ve tasfiyesine ilişkin şartlar *1985'de yürürlüğe giren 3182 Sayılı Bankacılık Yasası tarafından düzenlenmiştir*. Ayrıca Bankacılık yasası ile birlikte muhasebe ve raporlama standartları, hesapların incelenmesi ve denetlenmesi prensipleri Hazine, Merkez Bankası ve Bankalar Birliği'nin ortak çabası yoluyla oluşturulmuştur (Saraçoğlu, 1997, s.16–17).

Finansal sistemin liberalizasyonu ile birlikte bankaların karşı karşıya oldukları riskler artmaya başlamış, bu nedenle bankacılık sisteminin istikrarını ve sağlamlığını arttırmak için yeni yasal düzenlemeler uygulamaya konmuştur. Bankaların finansal yapısını kuvvetlendirmek için, **Basel Komitesinin** bankacılık denetimine ilişkin kurallarına uygun olarak, **Ekim 1989'da "Sermaye Yeterlilik Oranı"** uygulamaya konmuştur. *1989'da başlangıç olarak %5 olan sermaye yeterlilik oranı 1992'de tedrici olarak %8'e kadar arttırılmıştır* (Saraçoğlu, 1997, s.16–17).

Merkez Bankası, bankaların üzerindeki denetleyici rolünü daha iyi yerine getirmek için 1986 yılında kendi bünyesinde Bankaları Gözetim Müdürlüğü kurmuştur. Yerinde bankacılık denetimleri, Hazine ile ilgili yeminli banka murakıpları tarafından yerine getirilmekteydi. Yeminli banka murakıpları, bankacılık yasasının ve bu yasayla ilgili diğer yasaların uygulanmasını kontrol etmekte, tüm tipteki bankacılık işlemlerinin yönetimini gözden

geçirmekte ve bankaların finansal yapısını etkileyen banka varlıkları, krediler, özsermaye, yükümlülükler, kâr ve zarar hesabı ve diğer faktörler arasındaki ilişkileri incelemekte ve değerlendirmektedir. Uzaktan denetimi sağlayan Merkez Bankası, denetim için gerekli finansal verileri toplamakta, bankaların mali durumunu incelemekte, görüşlerini ve eğer gerekliyse önerileri ile birlikte Başbakan'a sunmaktadır (Saraçoğlu, 1997, s.17).

Finansal liberalizasyon paketinin en önemli reformu, 1989 yılı Ağustos ayında 32 sayılı karar ile döviz işlemleri ve sermaye hareketleri tamamen liberalleştirilmesi olmuştur. Türk Parasının Kıymetinin Korunması Hakkındaki 32 Sayılı Karar, 11.8.1989 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş, alınan bu kararlar kambiyo düzenlemelerinin içerdiği kısıtlamalar büyük ölçüde yumuşatılmış ve 1980'li yılların başından itibaren yürütülen kambiyo rejimini liberalleştirme çalışmalarında önemli bir gelişme kaydedilmiştir (Binay ve Kunter, 1999, s.40; Kesriyeli, 1997, s.20; Sak, 1996, s.67; Atiyas ve Ersel, 1994, s.108).

32 Sayılı yasayı, 1990 Mart'ında IMF'nin (uluslararası para fonu) VIII. Maddesinin yükümlülüklerinin resmi olarak kabulü izlemiştir. Bu değişikliklerle birlikte: (i) Yurt içindeki yerleşiklerin, bankalardan ve diğer yetkili finansal kurumlardan döviz satın almalarına izin verilmiştir. Bu kişilerin ayrıca, döviz hesaplarını serbestçe kullanmalarına da izin verilmiştir. (ii) Yurt dışındaki yerleşiklerin, Türkiye'de faaliyet gösteren aracı kurumlar yoluyla yurt içi borsada kote olmuş Türk menkul kıymetlerini ya da kamu menkul kıymetlerini alıp satması serbest bırakılmıştır. Ayrıca yurt dışındaki yerleşiklerin menkul kıymetlerinden elde ettikleri gelirlerini ve satış hasılatlarını, bankalar ve diğer yetkili finansal kurumlar aracılığıyla yurt dışına transfer etmelerine de izin verilmiştir. (iii) Yurt içi yerleşiklerin yetkili finansal kurumlar yoluyla yabancı borsalarda kote olmuş hisse senetlerini ve yabancı ülkeler tarafından ihraç edilen hükümet menkul kıymetlerini satın almalarına izin verilmiştir. Ayrıca bu gibi menkul kıymetleri satın almak için gerekli dövizin yurt dışına transferine de izin verilmiştir. (iv) Sermaye hareketleri üzerindeki kontrol oldukça gevşetilmiştir (Türkiye'den yurt içine ve yurt dışına kredi akışını kapsayan kurallar). (v) Bankaların işlemlerinde kullandığı döviz kurunu serbestçe belirlemesine izin verilmiştir (Saraçoğlu, 1997, s.14-15; Sak, 1996, s.67).

Bu uygulamada amaç; (i) daha liberal bir döviz sistemi yaratmak ve Ortak Pazar ve diğer mali piyasalarla bütünleşmeyi kolaylaştırmak, (ii) menkul kıymetlerin yurt içi ve dışında alım-satımı önündeki engelleri kaldırarak sermaye piyasalarının gelişimine yardımcı olmak, (iii)

sermaye hareketlerini serbestleştirerek bankaların yurt dışından kredi bulmasını sağlamak olarak açıklanmıştır (Binay ve Kunter, 1999, s.40).

1989 yılında sermayenin liberalizyonunun tamamlanmasından sonra yaşanan süreç, Türk bankacılık sisteminin kırılmasını daha da arttıran bir unsur olmuştur. 32 sayılı Karar ile birlikte kambiyo rejiminde yaşanan serbestleşme, bankaların döviz işlemlerine yönelmelerine ve yurt dışından kaynak bulmalarına imkân sağlamıştır. Bu kararın ardından Türkiye, artan kamu açığının finansmanında büyük ölçüde dış tasarruflara yönelmiştir. 32 sayılı Karar'ın getirdiği serbestleşme, 1990'ların başlarında kamu açıklarının giderek büyümesi ve buna bağlı olarak ihraç edilen yüksek faizli kamu menkul kıymetleri, mali piyasalar üzerinde önemli bir baskı meydana getirmiş ve bu dönemde bankalar, kamu borçlarının en önemli alıcısı konumuna gelmişlerdir. Yurt içi tasarrufların büyük bir bölümü bankalar aracılığıyla kamu açıklarının kapatılmasında kullanılmış, yurt içi tasarrufların yeterli olmadığı durumlarda bankalar yurt dışından dövizle borçlanarak (sendikasyon kredileri) dövizlerini Türk lirasına çevirip hazine ihalelerinde yüklü teklifler önermelerde kullanmışlardır. Faizlerin yükselmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, faiz-kur makasının açılmasına ve Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişinin artmasına, yani bankaların açık pozisyonlarının da büyümesine yol açmıştır. Bu durum bankaların kur riskini arttırmıştır. Dış borç bulmalarının kolaylaşması, kamu kesimi borçlanma ihtiyacının yüksekliği nedeniyle oluşan yüksek reel faizler de bu durumu besleyerek bankaların açık pozisyonlarının artmasına yol açmıştır (Günel, 2001, s.14; Dedeoğlu ve Gökent, 2002, s.69–70; Gökbnar ve Miynat, 2005, s.68).

1990 yılında mali dengede başlayan bozulma artarak devam etmiştir. 1992 yılına gelindiğinde, 1990 yılında %7,4 olan kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranı, %10,6'ya yükselmiştir. Ayrıca 1983 yılında yüzde 10 olan disonibilite oranı, 1991 Mart ayında yüzde 35'e yükseltilmiştir. *Özel sektörün kaynaklarını, kamu kesimine aktarma mekanizmasından biri olan disonibilite oranının çok fazla arttırılması, kamu kesiminin mali sistem üzerindeki baskısını gittikçe arttırmasına yol açmıştır (Binay ve Kunter, 1999, s.40–42; Kesriyeli, 1997, s.21).*

1993 yılında ekonomi, iç talep genişlemesine bağlı olarak hızlı bir şekilde büyümüştür. İç talep genişlemesinin ilk nedeni, yüksek kamu açığının GSMH içindeki payının 1980 yılından sonra en yüksek düzeyine ulaşması, ikinci nedeni yurt dışından ucuz kaynak sağlayan bankacılık sektörünün kredilerindeki önemli reel artışın yarattığı finansman desteği ve sonuncusu, 1989–1990 döneminde kurlardaki değerlenmenin yüksek büyümeyle beraber

yatırım talebini arttırmasıdır. Tüm bu gelişmeler sonucunda, yurt dışından kaynak ihtiyacı artmış ve cari işlemler açığının GSMH'ya oranı rekor düzeye ulaşmıştır. 1993 yılı para ikamesinin hız kazandığı bir yıl olmuş, döviz tevdiat hesaplarının kabul edilmeye başlandığı 1984 yılından itibaren ilk defa döviz mevduatının GSMH içerisindeki payı, vadeli tasarruf mevduatının payını geçmiştir. 1993 yılının sonlarına doğru hükümetin uyguladığı yanlış ekonomik politikalar ve bunlara bağlı olarak uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi, kriz ortamını hazırlamıştır. 1993'ün sonlarına doğru sıkışan hükümet, faiz oranlarını aşağı çekmek amacıyla devlet iç borçlanma senetleri ihalelerini arka arkaya iptal etmiş ve büyük ölçüde TCMB kaynaklarına yönelmiştir. Hükümetin üç yıldır sürdürdüğü düşük kur-yüksek faize dayalı politikadan vazgeçip, hem kuru hem de faizi aynı anda düşürme politikası ile ihaleleri iptal etmesi sonucu, geriye sadece TCMB kaynakları kalmıştır. Hazinesinin kısa vadeli avansı yılın hemen başında kullanılmasıyla piyasalarda oluşan aşırı likidite, İMKB'nin yetersiz olması nedeniyle döviz piyasasına yönelmiş, döviz üzerinde aşırı baskı yaratmıştır. Bu durum kurlarda hızlı bir artışa yol açmış ve büyük oranda açık pozisyonu olan bankalar zor durumda kalmıştır. **1990 yılında 1,8 milyar dolar olan bankacılık sektörünün açık pozisyonu 1993 sonunda 4,8 milyar dolara ulaşmıştır.** Döviz kurundaki ani hareketler yüksek kur riski taşıyan bankaların kambiyo zararlarının büyümesine, bazı bankaların ödeme güçlüğü içine girmesine, bazılarının ise kapanmasına yol açmıştır. Bu çerçevede, üç banka (Marmarabank, TYT Bank ve İmpexbank) ve üç aracı kurum (Türk Invest, Çarmen, Pasifik) kapanmıştır. Kriz, bankacılık sisteminin maliyet yönünden etkinliğinin yanı sıra, rekabetçi yapıya doğru gidiş trendini de bozmuştur (Binay ve Kunter, 1999, s.42-43; Günal, 2001, s.15).

Ekonomik krizin yıkıcı etkilerini hafifletmek amacıyla 5 Nisan 1994 tarihinde ekonomik reform programı uygulamaya konmuştur. Programın amacı kısa vadede enflasyonu düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa, kalıcı ve köklü çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamak olmuştur. Programla birlikte, Merkez Bankası ile Hazine ve diğer kamu kuruluşları arasında var olan kredi ilişkisi yeniden düzenlenmiştir. Merkez Bankası parasal kontrolü arttırabilmek ve piyasalarda kaybolan güveni sağlayabilmek amacıyla mevduat munzam karşılık oranları ve disponibilite sisteminde değişikliğe gitmiştir. Bankaların tüm pasifleri üzerinden disponibilite alınmaya başlanmış ve DTH lehine çalışan munzam karşılık uygulaması, TL mevduatlar lehine değiştirilmiştir. *Yaşanan ekonomik krizle hızla küçülen bankacılık sisteminde özkaynaklar erimiş, banka sistemine olan güven sarsılmıştır. Güvenin yeniden tesis edilmesi amacıyla bir*

çözüm olarak tasarruf mevduatına yüzde yüz devlet güvencesi getirilmiştir. Ancak, banka sisteminin denetiminde yaşanan zafiyetler nedeniyle sağlıklı bir yapılanma gerçekleştirilememiş, tersine mali bünye sorunları daha da büyümüştür. IMF ile yapılan stand-by anlaşması doğrultusunda parasal bir çerçeve hazırlanarak uygulamaya konulmuştur. Parasal hedeflerin tamamı tutturulmuş ve yılsonunda ekonomide istikrar büyük ölçüde sağlanmıştır. Krizin etkileri 5 Nisan Kararlarından sonra biraz hafifletilmiş, mevduata verilen % 100 güvence ile kriz durdurulabilmiştir. Ayrıca bankaların açık pozisyonlarını azaltmaya veya özkaynaklarını bu riskleri karşılayacak düzeye getirmeye zorlamak için çeşitli önlemler alınmış, alınan önlemler sonucu, piyasada TL'ye olan güven yeniden tesis edilmiş ve bankaların açık pozisyonlarında bir azalma görülmüştür (Günel, 2001, s.15; Binay ve Kunter, 1999, s.43–44; Vakıfbank, 2002, s.5).

1994 yılında tasarruf mevduatının tamamının Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kapsamına alınması ve özellikle 1986 yılından başlayıp, 1990'lı yılların başında hız kazanan sektöre giren banka sayısındaki artış, 1994 krizi sonrasında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun işleyiş biçimi ve banka kurulmasının görece olarak kolaylaştırılması nedeni ile devam etmiş, bunun bir sonucu olarak da, finansal kırılganlık katsayısı yükselmiştir (Çolak, 2001, s.18).

1994 krizinin olumsuz etkilerini kısa sürede atlatan bankacılık sektörü, 1999 yılına kadar büyümesini sürdürmüştü, ancak mali bünyedeki sorunlara köklü çözümler sağlanamaması nedeniyle sektörün sorunları artmaya devam etmiştir. 1994 yılında yaşanan krizden önemli ölçüde sermaye kaybıyla çıkan ve reel olarak küçülen bankacılık sektörü, 1995 yılının ilk çeyreğinden sonra ekonomide yaşanan hızlı büyümeden diğer sektörlerde olduğu gibi olumlu yönde etkilemiş, ekonomik canlanmaya paralel olarak sektör büyümeye başlamıştır. Yüksek faiz-düşük kur politikası, TL cinsinden yatırım araçlarını cazip hale getirmiş, para ikamesi yavaşlamış, ancak tersine dönmemiştir. Kapanan döviz pozisyonları yeniden açılmış, daha yüksek maliyetli olmakla birlikte yurt dışı borçlanma başlamıştır. Bununla birlikte yatırımcıların talebi çok kısa vadeli mali araçlara yoğunlaşmıştır. Bu gelişmeler repo ve vadeli döviz işlemlerinin hızla büyümesine neden olmuştur. Bankacılık sektöründe vadesiz mevduat ve vadeli mevduatın büyük bölümü günlük vadeli ve çok yüksek faizli repoya yönelmiştir. Açık pozisyonlarını tekrar arttıran bankalar bu konjonktürden kârlı çıkarken, kredi hacminde görülen reel artış da kârlılığın diğer nedeni olmuştur. Bankacılık sistemi 1994 yılından sonra milli gelir artış hızının oldukça üzerinde bir hızda büyümüştür (TBB, 1998a;1998b; Vakıfbank, 2002, s.6).

Uzakdoğu ve Rusya krizlerinin ardından 1999 yılında yaşanan deprem felaketi nedeniyle Türk bankaları, 1999 yılındaki ekonomideki daralmadan önemli ölçüde etkilenecek yüksek riskli bir ortamda faaliyetlerini sürdürmüşlerdir. Risklerin en önemli nedeni, makroekonomik dengesizliklerin ekonomik faaliyet ve ekonomik birimlerin davranışları üzerindeki olumsuz etkileri olmuştur. Yüksek kamu kesimi açığının neden olduğu dengesizliklerin en önemli yansıması olan enflasyon ile birlikte kamunun giderek artan kaynak talebine bağlı olarak yurt içi borçlanmada faiz oranları yükselmiş, yurt dışı borçlanma imkânları ise sınırlı düzeyde kalmaya devam etmiştir. Ekonomik büyümenin önemli ölçüde daralması, bankacılık sektöründeki özel sektör kredi talebinin düşmesine, aktif kalitesinin bozulmasına ve likidite gereksiniminin artmasına neden olmuştur. Yıllarca yaşanan kronik ve yüksek enflasyon ortamının finansal sektör üzerindeki olumsuz etkileri, yurt dışı borçlanma imkânlarının azalmaya başladığı 1998 yılının ikinci yarısından itibaren ciddi şekilde artmaya başlamıştır. Finansal sistem tarafından yaratılan kaynakların çok üzerindeki kamu borçlanma gereksiniminin karşılanması esnasında oluşan güçlükler sonucu, reel faiz oranları yükseliş göstermiştir. Bu durum, özellikle mali durumu zayıflayan bankaların nakit akımının ve likiditesinin bozulmasına neden olmuştur. Bankacılık sistemi, 1998 yılının ikinci yarısından itibaren sürekli olarak Merkez Bankası'ndan yüksek miktarda ve yüksek maliyetle likidite sağlamak zorunda kalmış, bu durum likidite gereksinimi içinde olan bankaların mali bünyelerindeki bozulmayı hızlandırmıştır. 1998 yılı sonunda bir banka, 1999 yılının hemen başında da bir diğer banka TMSF'ye devredilmiştir. Hükümetin bankaların mali bünyelerinin güçlendirilmesi amacıyla Bankalar Kanunu'nda değişiklikler getiren tasarısı, Haziran ayında yasalaşmıştır. Bankacılık sektöründeki sorunların iyice ağırlaştığı bu süreçte yürürlüğe giren **4389 sayılı Bankalar Kanunu**, bankacılık sektörünü rekabete açmayı, bankacılık sektörüne ilişkin olarak kabul edilen uluslararası kriterleri Türk bankacılık sektörüne taşımayı ve bankacılık sektörünün şeffaf çalışmasını sağlamayı amaçlasa da, yapılan bu yasal düzenlemeler sektördeki bozulmayı engellemeye yetmemiştir. 4389 sayılı yasa ile bankaları denetleme ve gözetleme görevi, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumuna (BDDK) verilmiştir. Böylece, sisteme yönelik politik müdahaleleri en aza indirmek amaçlanmıştır. Ancak Bankalar Kanunu, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası ile yapılan program görüşmelerinde öngörülen düzenlemeleri içermek üzere Aralık ayında yeniden değişikliğe uğramıştır. Aralık ayında yapılan düzenlemeler, BDDK'ya tam bağımsızlığın sağlanması, bankaların kurulmaları faaliyetlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi ile denetim sonuçlarının karara bağlanmasında yetkilerin Kuruma bırakılması, kredi tanımının iştirakleri de kapsayacak şekilde genişletilmesi, grup kredi-öz kaynak ilişkisinin daraltılması ve mali bünyesi zayıflayan bankalara ilişkin karar sürecinin hızlandırılmasına yönelik olmuştur.

Kanun'un Meclis'ten geçmesinin hemen ardından beş ticaret bankasının yönetimi (Egebank, Esbank, Türkiye Tütüncüler Bankası-Yaşarbank, Sümerbank, Yurtbank) TMSF'ye devredilmiş, yatırım ve kalkınma bankalarından, Birleşik Yatırım Bankası'nın faaliyetine ise son verilmiştir. Böylece TMSF bünyesindeki banka sayısı Bank Ekspres, Interbank ve Türkbank ile birlikte sekize yükselmiştir (Keskin, 2000, s.11–12; Çolak, 2001, s.16–17).

Türk bankacılık sisteminde 1999 yılı sonunda; kamu finansmanının giderek artan risk primiiyle gerçekleştirmeye çalışıldığı, iç ve dış şoklara karşı son derece kırılgan bir finansal yapı sisteme hakim olmuştur. Türkiye 2000 yılına önemli ekonomik kararların alındığı bir ortamda girmiştir. IMF'ye verilen niyet mektubu ile enflasyonist beklenti bekleyişlerin kırılmasını, kamu finansmanının disiplinini ve ilgili yapısal önlemlerin alınması şeklinde önlemleri içeren kur çapasına dayalı, üç yıllık süreyi kapsayan “Enflasyonla Mücadele Programı” başlatılmıştır (Keskin, 2001, s.3; Aktaş vd., 2005, s.21).

Programda bir yıllık süre için öngörülen enflasyon hedefine uygun olarak kur sepetinin artış oranı yüzde 20 olarak hedeflenmiştir. Ancak, 2000 yılında yapılan ilk kamu borçlanma ihalesinde faiz oranı yüzde 35'ler seviyesinde gerçekleşmiştir. Programın ilk on bir ayında, makroekonomik göstergelerin bir bölümünde hedeflenen büyüklüklere ulaşılmış, ancak cari işlemler açığında önemli ölçüde sapmalar yaşanmıştır. Bu sapma, Hükümetin program çerçevesinde taahhüt edilen reformları gerçekleştirmek konusundaki tavrı ve Arjantin ekonomisinde yaşanan olumsuzluklarla birleşince, yabancıların Türkiye ekonomisine daha ihtiyatlı davranmasına ve Türkiye Ekonomisi hakkındaki değerlendirmenin olumsuzlaşmasına neden olmuştur. İç ve dış koşullarda yaşanan olumsuz gelişmeler ve finansal piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklığı, piyasa katılımcılarının kendi aralarında ortaya çıkan güven bunalımıyla birlikte 21–22 Kasım 2000'de finansal krize dönüşmüştür (Aktaş vd., 2005, s.21–22).

Kasım 2000'deki finansal kriz, 7,5 milyar dolarlık IMF kredisi ile kontrol altına alınmış, sistemdeki en büyük fon ihtiyacı içinde olan Demirbank'ın TMSF'ye devredilmesi piyasadaki tansiyonun normalleşmesini sağlamıştır. IMF'den sağlanan krediyle kontrol altına alınabilen finansal krizin ardından, ekonomi yönetiminin krizin etkilerinin giderilmesi konusunda etkili olamaması, beklenti bekleyişlerin yeniden olumsuzlaşmasına ve Kasım krizinin ardından güçlükle sağlanan bıçak sırtı dengenin yeniden bozulmasına yol açmıştır. 19 Şubat 2001'de Milli Güvenlik Kurulu toplantısında ortaya çıkan siyasi gerginlik, yüksek derecede kırılganlığa sahip ekonomi üzerinde şok etkisi yaratmış, yaşanan siyasi krizin, Hazine'nin o güne kadar

gerçekleştirdiği en büyük borçlanmayla aynı güne denk gelmesi de, Kasım 2000'den çok daha ağır bir finansal kriz yaşanmasında etkili olmuştur. Kriz sürecinde faizler, Bankalararası Para Piyasası'nda yüzde 2,300 seviyelerine yükselmiş, 20 Şubat'ta sistemde TL sıkışıklığına bağlı olarak yaşanan ve bankaların birbirlerine karşı olan yükümlülüklerini yerine getirememeleriyle ortaya çıkan ödemeler sistemi krizi, finansal krizin daha fazla ağırlaşmasına ve döviz talebinin daha da artmasına neden olmuştur. Merkez Bankası döviz rezervlerinin erimesi ve çok yüksek seviyelere ulaşan faiz oranlarının yarattığı maliyetlerin katlanılabilecek düzeyleri aşmasıyla, 22 Şubat'ta döviz serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Uygulamaya konulan enflasyonu düşürme programı başarısızlıkla sonuçlanmış, döviz kurunda yaşanan istikrarsızlık sonucunda enflasyonu düşürme hedefi ekonomideki önceliğini kaybederek yerini, döviz kurunda istikrarı yeniden sağlama hedefine bırakmıştır (Aktaş vd., 2005, s.22).

Bankacılık sisteminde yeniden yapılandırma süreci 1999 yılı sonunda uygulanmaya konulan enflasyonla mücadele programı ile başlatılmış, programın başarısızlığının ardından 2001 yılı Şubat ayından itibaren BDDK ile işbirliği içinde gerçekleştirilen ve Türk bankacılık sektörüne yönelik, finansal ve operasyonel yeniden yapılandırma çalışmaları başlatılmıştır. **Mayıs 2001 tarihinde ilan edilen "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı"nda** ekonomideki önceliğin kısa dönemde istikrarsızlığa yol açan bankacılık sistemi kaynaklı yerli döviz talebinin karşılanabilmesi ve buna bağlı olarak döviz kuru istikrarsızlığının ortadan kaldırılması, aynı anda da, başta bankacılık sistemine ilişkin yapısal tedbirlerin süratle alınması şeklinde belirlenmiştir. Program, iç ve dış şoklara dayanıklı, finansal aracılık fonksiyonunu sağlıklı bir şekilde yerine getirebilen bir bankacılık sisteminin varlığı durumunda, sürdürülebilir büyüme hızına sahip, güçlü bir ekonomi oluşturulabileceğini öngörmüştür (Keskin vd., 2004, s.74; Aktaş vd., 2005, s.24).

Bankacılık sektöründe yeniden yapılandırma süreci; (i) TMSF bünyesindeki bankaların en kısa sürede çözüme kavuşturulması, (ii) Kamu bankalarının finansal ve operasyonel açıdan yeniden yapılandırılması, (iii) Yaşanan krizlerden olumsuz yönde etkilenen özel bankaların sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, (iv) Bankacılık sektöründe gözetim ve denetimin etkinliğini arttıracak, sektörü daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşturacak yasal ve kurumsal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi olmak üzere dört temel hedefe dayandırılmıştır (Keskin vd., 2004, s.75).

Yeniden yapılandırma programının ilk adımı mali bünyesinde sorunlar olan bankalara çözüm arayışı olmuştur. 1999 yılı sonunda bankacılık sistemindeki beş sorunlu banka TMSF yönetimine alınmış, iki kalkınma ve yatırım bankasının faaliyetine son verilmiştir. 1996–2002 döneminde TMSF’ye alınan 20 bankanın mali yapılarının güçlendirilmesi, yeniden yapılandırılmaları ve yükümlülüklerinin devri amacıyla Hazine’den özel tertip tahviller ihraç edilmiş, Merkez Bankası’ndan avans kullanılmış ve TMSF’den kaynak aktarılmıştır. 2003 Temmuz sonu itibariyle TMSF yönetimindeki bankalara, geri ödemeler dâhil edildikten sonra, ana para ve faiz borcu toplamı olmak üzere aktarılan toplam tutar 28,2 milyar dolara (40 katrilyon TL) yükselmiştir (Keskin vd., 2004, s.75).

Tablo 4.1. Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılmasının Maliyeti (Milyar \$)

| | |
|---|-------------|
| Kamu bankalarına aktarılan kaynaklar | 21,9 |
| - Görev zararları için oluşan borç | 19,2 |
| - Nakit sermaye desteği | 2,5 |
| - Nakit dışı sermaye desteği | 0,2 |
| TMSF bankaları için aktarılan kaynaklar | 22,5 |
| - Kamu sektöründen aktarılan kaynak | 17,3 |
| - TMSF gelirleriyle yapılan mevduat ve aktarılan kaynak | 5,2 |
| Özel sektörden aktarılan kaynaklar | 7,9 |
| - Özel sektör bankaları tarafından aktarılan kaynaklar | 2,7 |
| - TMSF’den aktarılan kaynaklar | 5,2 |
| Toplam | 47,2 |

Kaynak: Keskin vd., 2004, s.75

Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırma sürecinin ikinci aşamasını, kamu bankalarının yeniden yapılandırılması oluşturmuştur. Görev zararlarının ödenmemesi ve siyasi müdahaleler nedeniyle kaynaklarının etkin olarak kullanılamaması, yönetim yapısındaki zayıflıklar nedeniyle mali yapıları önemli ölçüde bozulan kamu bankalarının sermaye yapılarının güçlendirilmesi ve mali açıdan yeniden yapılandırılmaları için kamudan önemli bir kaynak aktarımı yapılmıştır. 2000 yılı sonunda, bilanço büyüklüklerinin yüzde ellisine ulaşan görev zararı alacaklarının kapatılması ve sermaye desteğini içermek üzere 2001 yıl sonu itibariyle kamu bankalarına toplam 21,9 milyar dolar (28,7 katrilyon TL) tutarında kaynak aktarılmıştır. Emlak Bankası, Ziraat Bankası ile birleştirilmiş, birleşmeler yoluyla küçültülmeleri ve özelleştirilmeleri öngörülen kamu bankalarının operasyonel açıdan yeniden yapılandırılmalarına yönelik faaliyetler ise hızlandırılmıştır (Keskin vd., 2004, s.75).

Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasının üçüncü aşamasında, aktif kalitesi bozulmuş ve sermayeleri erimiş özel sermayeli bankaların sermaye yapılarının

güçlendirilmesi için üçlü denetimden geçirilerek sermaye desteği yapılması esasına dayalı bir program uygulanmıştır. Haziran 2001’de gerçekleştirilen iç borç takası ile özel sermayeli bankaların yabancı para açık pozisyonları önemli ölçüde kapanmış, faiz ve kur riskleri azaltılmıştır. Bankaların 2001 yılına ait mali tablolarının denetiminde ise BDDK tarafından enflasyon muhasebesi kuralları uygulanmıştır. Denetimler sonrası hazırlanan raporlar sonucunda, nakit sermaye artışı, sorunlu kredilere ayrılan karşılıkların yeniden düzenlenmesi, piyasa risklerinin dikkate alınmasındaki olumlu yaklaşımların etkisiyle sektördeki sermaye ihtiyacı sınırlı düzeyde kalmıştır. Program sonunda sadece bir banka, sermaye yetersizliği nedeniyle TMSF’ye devredilmiştir. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasının özel sektöre maliyeti toplam 7,9 milyar doları bulmuştur. Bu maliyetin 5,2 milyar doları TMSF tarafından ve 2,7 milyar doları kriz döneminde eriyen sermayeleri güçlendirmek amacıyla özel sektör bankaları tarafından karşılanmıştır. Ayrıca, sorunlu aktiflerin çözümüne yönelik yeni düzenlemeler yapılmıştır (Keskin vd., 2004, s.76).

2001 Şubat krizi, banka dışı kesimler açısından da ciddi bir belirsizlik ortamı yaratmış, reel sektördeki birçok firma, faaliyetlerini ve yatırımlarını azaltmış, pek çoğu da ödeme güçlüğüne düşmüştür. Bu gelişmeler sonucunda firmaların finansal sektöre olan borçlarının yeniden yapılandırılması programı gündeme gelmiş ve “İstanbul Yaklaşımı” olarak bilinen finansal yeniden yapılandırma programı, üç yıllık bir süreç kapsamında Haziran 2002’de uygulamaya konulmuştur. Bankacılık sisteminin takipteki kredilerinin (karşılık öncesi) toplam kredilerine oranı 2001 yılı sonunda yüzde 29,5’e yükselmiş iken bu oran karşılık düzenlemesindeki değişikliklere bağlı olarak bankaların takipteki alacakları için ayırdıkları karşılıkların artması sonucu 2002 yılı sonunda yüzde 18,5’e gerilemiştir. Kasım 2003 itibarıyla 208’i (32 grup) büyük ölçekli, 103’ü de küçük ölçekli olmak üzere toplam 311 firma program kapsamına alınmış, bunlardan büyük ölçekli 178 (23 grup) ve küçük ölçekli 71 firma olmak üzere toplam 249 firma ile finansal yeniden yapılandırma sözleşmesi imzalanmıştır. Yeniden yapılandırılan borç tutarı 5,4 milyar dolar olmuştur (Keskin vd., 2004, s.76).

Bankacılık sisteminde yeniden yapılandırmanın temel aşamalarından biri de düzenleme ve denetim sisteminin iyileştirilmesi, risk algılama ve yönetme sürecinin ve yönteminin değişmesi ve kurumsal altyapının güçlendirilmesi konusunda yasal ve kurumsal düzenlemelerin yapılması olmuştur. 1999 yılında başlatılan reformlarda bağımsız banka gözetim ve denetim sisteminin oluşturulması esas alınmıştır. 2000 yılı Ağustos ayında faaliyete başlayan BDDK tarafından yapılan düzenlemeler ile, bankacılık mevzuatı uluslararası düzenlemelere, tavsiyelere ve özellikle AB direktiflerine önemli ölçüde

yaklaştırılmıştır. Düzenlemeler, banka bilançolarında şeffaflığın artırılması, uluslararası muhasebe standartlarına uyum, banka mali bünyelerinin güçlendirilmesinin yanı sıra risk tanımı ve yönetim yapısında da uluslararası uygulamaları dikkate alarak gerçekleştirilmiştir (Keskin vd., 2004, s.76).

Finansal yeniden yapılandırma kapsamında kamu bankalarına görev zararları karşılığı özel tertipli hazine kağıtları verilmesi ve TMSF bünyesindeki bankalara aktarılan kaynak, bankaların bilançolarındaki faiz ve likidite riskini azaltarak sektörde sağlıklı bir görünüme yol açmış ve yoğun fon talebi baskısını ortadan kaldırarak Türk bankacılık sisteminde özellikle yüksek kaynak maliyetlerinin oluşmasında kritik öneme sahip, Bankalararası Para Piyasası faiz oranlarının düşmesine katkı sağlamıştır. Özellikle kamu bankalarına aktarılan hazine kağıtları, bu bankaların aktif büyüklüklerinde herhangi bir daralma yaşanmamasını sağlamıştır. Ayrıca, kamu ve TMSF bankalarına yapılan sermaye enjeksiyonu, sistemin sigortası olan sermaye yeterliliği rasyosunun yükselmesini sağlayarak, kriz sonrasında bankacılık sisteminin hem hareket kabiliyetini arttırmak hem de sisteme olan güvenin tesis edilmesine hizmet etmesi açısından büyük katkı sağlamıştır (Aktaş vd., 2005, s.27–28). Bankacılık sektörünün sermaye yeterliliği rasyosu 2000 yılında % 9,3 iken 2001'de % 21,4'e, 2002'de % 25,3'e, 2003'de % 30,9'a ve 2004'de % 34,1'e yükselmiştir (BDDK, 2004, s.51, Gökbunar ve Miynat, 2005, s.70).

Kriz öncesinde açık pozisyon düzeyine bağlı olarak son derece yüksek seviyelere ulaşan döviz kuru riski, Haziran 2001'de gerçekleştirilen takas operasyonu ile büyük ölçüde giderilmiştir. Bundan sonra sistemin döviz kuru riskinin kontrolü ise, uygulanan dalgalı kur sistemi ile sağlanmaya çalışılmıştır. Bu değişiklikler, sistemin aldığı döviz kuru riskinin hızla azalmasını ve kriz öncesinde en önemli sistemik tehlikeyi oluşturan kur riskinin minimize olmasını sağlamıştır (Aktaş vd., 2005, s.28).

Finansal risklilik büyük ölçüde ortadan kalkmış olmakla birlikte, kriz öncesi dönemde ekonomik istikrarsızlığa yol açan ancak bankacılık sisteminde, yüksek kâr oranları sağlayan kur politikasının değişmesi ve faiz oranlarının gerilemesine bağlı olarak sistemde aktif kârlılığı, kriz öncesi döneme göre düşüş göstermiştir. Kâr oranlarının azalışına bağlı olarak kârlılığın kompozisyonunda değişiklikler olmuş, sistemde kârlılık azalışını farklı yollarla artırma eğilimi ortaya çıkmıştır (Aktaş vd., 2005, s.28).

Bankacılık sisteminin takipteki kredilerinin (karşılık öncesi) toplam kredilerine oranı, 2001 yılı sonunda yüzde 26,1 seviyesindeyken, bankaların takipteki krediler için ayırdıkları

karşılıkların artmasını öngören karşılık düzenlenmesindeki değişikliklere bağlı olarak 2002 yılında yüzde 16,5 seviyesine gerilemiştir. 2002 yılı sonunda, üç yıllık süreyi kapsayan İstanbul yaklaşımı çerçevesinde yeniden yapılandırılan 5,4 milyar dolarlık sorunlu krediler, takipteki kredilerin toplam kredilere oranının daha da düşmesini sağlamıştır. Bu gelişmeler, bankacılık sistemi bilançosunda sistemin kredi portföy kalitesinin iyileşmesini sağlamıştır (Aktaş vd., 2005, s.28).

Yapılan reformlar sonucunda bankacılık sistemindeki riskler azalmış, ancak finansal yeniden yapılandırmanın Türkiye ekonomisine maliyeti yaklaşık 47,2 milyar dolar olmuştur. Maliyetin, 2001 yılı itibariyle yaklaşık 194 milyar dolar olan GSYİH'nın yüzde 25'ine karşılık geldiği göz önünde bulundurulduğunda, yeniden yapılandırmanın Türkiye Ekonomisine ne kadar ağır bir fatura ödettiği daha açık görülmektedir (Aktaş vd., 2005, s.29).

2001 yılı Mayıs ayından itibaren uygulanmakla olan programın ardından makroekonomik göstergeler, ödemeler dengesi göstergeleri haricinde, kriz öncesi döneme kıyasla olumlu bir görüntü sergilemiştir. 2001 yılında yaklaşık yüzde 7,5 oranında yaşanan iktisadi daralmanın ardından Türkiye ekonomisi 2002'de yüzde 7,9, 2003'de yüzde 5,8 ve 2004 yılında yüzde 9,8 büyümüştür. Ayrıca, 2001 yılında yaşanan yüzde 88,6'lık enflasyonun ardından enflasyon, 2002 yılında yüzde 30,8'e, 2003'de yüzde 13,9'a ve 2004 yılında yüzde 13,8 düzeyine gerilemiştir. Olumlu gelişmelerden bir diğeri ise, ortalama devlet iç borçlanma senetlerinin faizlerinde kaydedilen çarpıcı düşüştür. 2001 yılında yüzde 76'lar civarında gerçekleşen oran, 2002 yılında yüzde 56'ya, 2003 yılında yüzde 42,7'ye ve 2004 yılında ise 24,8'e gerilemiştir. Ekonomideki bu olumlu gelişmelere karşın Türk Bankacılık Sektörü beklenen gelişmeyi gösterememiştir. Türk bankacılık sisteminin toplam aktiflerinin büyüme hızı, 2001 ve 2002 yıllarında sırasıyla reel olarak yüzde 15,7 ve yüzde 1,8 oranında daralma kaydetmiştir. 2003 ve 2004 yıllarında ise sistemdeki daralma yerini, sırasıyla 3,1'lik ve yüzde 7,8'lik oranlarda büyümeye bırakmıştır. Krizin olduğu 2001 yılındaki reel yüzde 15,7'lik daralmanın ardından; yeniden yapılandırma çalışmaları çerçevesinde aktarılan kaynaklara rağmen, sistemin aktif büyüklüğü 2002 yılında da daralmaya devam etmiştir. 2003 yılı itibariyle ise, yetersiz düzeyde bir genişleme kaydetmesi, Türk bankacılık sistemindeki iyileşmenin beklendiği kadar hızlı olmadığını ortaya koymaktadır. Üstelik 2004 yılında kaydedilen büyümeye karşılık, sistemin 2004 yılındaki toplam aktifleri 2000 yılındaki toplam aktiflerden yüzde 9 daha düşük kalmıştır. Bankacılık sistemi aktif büyüme hızı ve reel büyüme rakamları birlikte değerlendirildiğinde, GSYİH'da sağlanan büyümeye karşılık, bankacılık sistemi aktif büyüklüğü bu artışın çok altında kalmış diğeri bir deyişle. GS YİH büyüme hızına bankacılık

sektörünün katkısı, ekonomideki diğer sektörlerin olumlu katkısına rağmen negatif yönde olmuştur. Böyle bir sonucun önemi, ekonomide reel iktisadi faaliyetlerin finansmanında en önemli role sahip olan ve bu anlamda da en az ekonomide yaşanan reel büyüme kadar genişlemesi beklenen bankacılık sektörünün, 2002, 2003 ve 2004 yıllarında reel ekonominin finansmanında yeterince etkin bir rol oynayamamasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, sistemin fonksiyonel performansındaki gelişme de sistemin asli fonksiyonu olan reel kesimin finansmanını sağlamak konusunda yeterli olmaktan uzaktır. Sonuç olarak, 2000 yılı öncesi dönemde bankacılık sisteminin reel kesim aleyhine genişleme kaydettiği yapı değişerek, reel ekonominin finansal kesimden daha hızlı büyüdüğü bir yapının ortaya çıkmıştır. Aktaş vd. (2005)'ne göre, yeniden yapılandırma programı çerçevesindeki tüm çabalar gerekli olmakla birlikte finansal sektörün reel sektörü beslemesinde yeterli olamamıştır (Aktaş vd., 2005, s.30-47).

Ekonomide sağlanan istikrar, hızlı büyüme eğilimi, enflasyonun düşmesi ve kamunun kaynak talebinin azalması, 2003 yılından başlayarak bankacılık sisteminin büyümesini sağlamış, bankacılık sisteminin toplam varlıkları ve GSMH içindeki payı artmıştır. YTL'ye olan güçlü talebin yanında, YTL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması, bankacılık sektörünün bilançosunda YTL ağırlıklı kalemlerin payındaki artışın devamını sağlamıştır. 2000 yılından sonra ilk kez kredi portföyü menkul kıymetler portföyünün payını aşmıştır. Özkaynaklarda meydana gelen artış bu dönemde de devam etmiş ve sektörün özkaynakları 40 milyar dolara ulaşmıştır. Sorunlu krediler bu dönemde de azalmaya devam etmiştir. 2002'de başlayan finansal yeniden yapılandırma programı, Haziran 2005'te sona erdirilmiş, program kapsamında 322 firmaya ait 6 milyar dolar tutarında borç yeniden yapılandırılmıştır. Aynı zamanda temel bankacılık kurallarında uluslararası standartlara yaklaşılmış, Basel II'ye geçiş sürecinin etkin bir şekilde planlanmasına yönelik olarak, "Basel II'ye Geçiş İlişkin Yol Haritası" BDDK tarafından 30 Mayıs 2005'te kamuoyuna açıklanmıştır. 2005 yılında bankacılık sistemine ilişkin en önemli yasal düzenleme 1.11.2005 tarihinde yürürlüğe giren 5411 sayılı bankacılık kanunudur. Kanunun amacı, finansal piyasalarda güven ve istikrarın sağlanması, kredi sisteminin etkin bir şekilde çalışması, tasarruf sahiplerinin haklarının ve menfaatlerinin korunmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemek olarak belirtilmiştir. Aynı zamanda kanunun, Avrupa Birliği direktifleri ve uluslararası standartlarla uyumlu olarak mevcut sorunları çözümlenmeyi ve geleceğe ilişkin politikalarda temel oluşturması hedeflenmiştir. Bankaların gerçekleştirebilecekleri faaliyetler ve çeşitli hükümler yasada açıkça belirtilmiştir (TBB, 2006;2007).

Türk Finansal Sistemini yakından ilgilendiren bir gelişme de Basel-II sürecidir. Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı olarak adlandırılan Basel-II süreci, bankaların sermaye yeterliliklerinin ölçülmesine ve değerlendirilmesine ilişkin olarak Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından yayımlanan ve 2008 yılında birçok ülkede yürürlüğe girmesi beklenen standartlar bütünüdür. Türkiye açısından Basel-II süreci, bankalarda etkin risk yönetimini ve piyasa disiplinini geliştirmek, sermaye yeterliliği ölçümlerinin etkinliğini artırmak ve bunun sonucunda sağlam ve etkin bir bankacılık sistemi oluşturmak ve finansal istikrara katkıda bulunmak için önemli bir fırsattır. Basel-II süreci, sermaye yükümlülüklerinin hesaplanması, maruz kalınan risklerin yönetimi, sermaye yeterliliğinin değerlendirilmesi ve kamuya açıklanmasına ilişkin hükümleri içermektedir (BDDK, 2005, s.1).

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları ve bankacılık denetim otoritelerinden yetkililerin katılımıyla oluşturulan Basel Bankacılık Denetim Komitesi (Basel Bankacılık Denetim Komitesi, İsviçre'nin Basel kentinde yerleşik Uluslararası Takas Bankası (BIS) bünyesinde faaliyet gösteren, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları ve bankacılık denetim otoritelerinden yetkililerin katılımıyla oluşturulan ve bankacılık konusunda uluslararası standartları yayımlayan komitedir), 1988 yılında farklı ülkelerde uygulanan sermaye yeterliliği hesaplama yöntemlerini birbirleriyle uyumlu hale getirmek ve bu konuda uluslararası alanda geçerli olacak asgari bir sektör standardı oluşturmak amacıyla Basel-I olarak adlandırılan Sermaye Yeterliliği Uzlaşısını yayımlamıştır. Basel-I olarak adlandırılan Sermaye Yeterliliği Uzlaşısı, başta G-10 ülkeleri olmak üzere birçok ülke denetim otoritesince kabul görmüş olup, 100'den fazla ülke, sermaye yeterliliği hesaplama yöntemlerini Basel-I'i temel alarak oluşturmuş durumdadır. Bazı dezavantajlar taşımaya rağmen uluslararası bir sektör standardı haline gelmiş olan Basel-I'i temel alan bir sermaye yeterliliği ölçüm yöntemi, 1989'da yayımlanan ve üç yıllık bir geçiş sürecini de içeren düzenleme ile ülkemizde de uygulanmaya başlanmıştır. Sadece kredi risklerini dikkate alan Basel-I'in yayımlanmasının ardından, bankaların finansal yapılarında piyasa risklerinin de oldukça önemli bir rol üstlendiği hususunun daha iyi anlaşılması ve sektörde ortaya çıkan gelişmeler paralelinde, Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından piyasa risklerinin sermaye yeterliliğine dahil edilmesini içeren bir doküman üç yıllık bir çalışma neticesinde 1996 yılında yayımlanmıştır. Bu çerçevede ülkemizde de ilk olarak Şubat 2001 tarihinde yürürlüğe giren Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik ile piyasa riskleri de ilk olarak sermaye yeterliliği ölçümlerine dahil edilmiştir. Basel Komitesi, finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri ve Basel-I'in sermaye yeterliliği ölçümüne ilişkin eksikliklerini dikkate alarak Haziran 1999'da Yeni Basel Sermaye Yeterliliği Uzlaşısına

(Basel-II) ilişkin ilk istişari metni (Consultative Paper-1) yayımlamıştır. Ardından 2001 yılı başında ikinci istişari metin (Consultative Paper -2), Nisan 2003'te ise üçüncü istişari metin (Consultative Paper -3) yayımlanmıştır. Bu istişari metinler, gerek ülke denetim otoritelerinden gerekse bankalar ve diğer ilgili taraflardan alınan yorumlar çerçevesinde gözden geçirilerek yenilenmiş ve Basel-II'ye ilişkin nihai metin Haziran 2004'te yayımlanmıştır (BDDK, 2005, s.1-2).

Basel-II ile birlikte Basel-I'de yer alan, kredi riski açısından sermaye yükümlülüğünün OECD ülkesi olup olmama kriterine göre belirlenmesi prensibine dayanan “külüp kuralı (club rule)” kaldırılmaktadır. Basel-II'de kredi riski, krediyi alan tarafların derecelendirme notlarına göre belirlenmektedir. Basel-II'de yer alan bazı yöntemler bağımsız derecelendirme şirketleri (Standard&Poors, Fitch, Moodys, vb) tarafından verilen derecelendirme notlarını kullanırken, bazı ileri yöntemlerde bankacılık denetim otoritesi iznine tabi olmak üzere bankaların kendi değerlendirmelerine dayanarak verdikleri derecelendirme notları dikkate alınmaktadır. Basel-I'de sadece kredi ve piyasa riskleri için sermaye zorunluluğu bulunmaktadır. Basel-II'de ise bu risklere ek olarak operasyonel risk sermaye yükümlülüğü de eklenmiştir. Basel-II'deki bu operasyonel risk, yetersiz veya aksayan iç süreçler, insanlar ya da sistemler ya da harici olaylar sonucu ortaya çıkan zarar riski olarak tanımlanmakta (zimmet, depresyon, bilgi işlem arızası sonucu ortaya çıkan zararlar) ve bankaların bu riskleri için de sermaye bulundurmaları zorunlu kılınmaktadır. Basel-II içerisinde bankaların sermaye yeterliliklerini kendilerinin değerlendirmesi istenmekte ve hem sermaye yeterliliği hem de bankanın kendisini değerlendirme sürecinin bankacılık denetim otoritesi tarafından denetlenmesi ve değerlendirilmesi istenmektedir. Basel-II kapsamında sermaye yeterliliğine ilişkin olarak Basel-II'ye özgü detaylı bilgilerin kamuya açıklanması zorunluluğu getirilmektedir. Bu husus Basel-I'de yer almamaktadır (BDDK, 2005, s.2).

Avrupa Birliği, Basel-II hükümlerini 2007 yılında üye ülkelerdeki tüm banka ve menkul kıymet şirketleri için uygulamayı planlamaktadır. Bu durumda ülkemiz için Basel-II'ye hazırlık süreci Avrupa Birliği normlarına uyum çerçevesinde de ele alınmak durumundadır. Basel-II'ye uyum aynı zamanda dolaylı olarak Avrupa Birliği standartlarına da uyumu sağlayacaktır (BDDK, 2005, s.2).

Basel-II sürecine ülkemiz açısından bakıldığında, daha sağlam ve daha etkin bir bankacılık sistemi için sunulmuş bir fırsat olarak görülmektedir. Aslında, uluslararası düzeyde yapılan çeşitli anket sonuçlarına göre yüzden fazla ülkenin Basel-II'yi uygulamaya hazırlandığı

görülmekte ve bu çerçevede Basel-II'nin kısa süre içerisinde yaygın uygulama alanı bulması beklenmektedir. Bu durum göz önüne alındığında, Basel-II hükümlerini uygulamamanın, Basel-II ile ortaya çıkması muhtemel olumsuz etkileri ortadan kaldırmayacağı, aksine Basel-II'ye makul bir sürede geçmemenin ilave bir takım maliyetleri olabileceği değerlendirilmektedir. Basel-II süreci ile birlikte risk yönetimi tekniklerinin gelişmesinin beklenen başlıca faydalar şunlardır: (i) Bankalarda risk yönetiminin etkinliğinin artması, (ii) bankaların aracılık fonksiyonlarını daha etkin biçimde yerine getirmesi, (iii) bankaların sermaye düzeylerinin maruz kaldıkları risklere paralel olması, (iv) bankalar tarafından kamuya açıklanacak bilgiler aracılığıyla piyasa disiplininin artması ve (v) bankaların müşterileri konumundaki şirketlerin kurumsal yönetim yapılarında iyileşmedir (BDDK, 2005, s.3).

Basel-II süreciyle birlikte bankalardaki risk yönetiminin gelişmesi, bankaların müşterisi konumunda olan reel sektör firmalarını da etkileyebilecektir. Bilançoları şeffaf olmayan ve yeterince kurumsallaşmamış reel sektör firmalarının bankalarla yaşayabilecekleri muhtemel sorunlar, Basel-II uygulamasından bağımsız olarak, uluslararası standartlara yükseltilmesi zorunluluğu bulunan risk yönetimi uygulamalarının doğal ve kaçınılmaz bir sonucu olarak görülmelidir. Basel-II, derecelendirme notu bulunmayan şirketler için mevcut duruma herhangi bir değişiklik getirmezken, yüksek derecelendirme notuna sahip şirketlerin diğer şirketlere nispeten daha avantajlı konuma geçmesine neden olacaktır. Bu durumun, şirketlerdeki kurumsal yönetimin artması ve kayıt dışılığın azalması yönünde doğal bir teşvik mekanizması oluşturması beklenmektedir (BDDK, 2005, s.3).

Türk bankacılık sektörü tam olarak Basel-II'ye hazır olmamakla birlikte, Basel-II'nin uygulanabilmesi yolunda önemli mesafe kaydetmiştir. Mevcut eksikliklerin giderilmesi ve olası sorunların aşılması yönündeki çalışmaları da devam etmektedir. BDDK, bankalar ve diğer ilgili taraflar ile yakın işbirliği içerisinde çalışmalarını devam ettirmektedir. BDDK'ya göre Basel-II, uyulması gerekli şekli bir düzenleme ve bir hesaplama aracı değil, bankaların risklerini daha iyi yönetmelerini sağlamaya yönelik bir stratejinin temel yapıtaşıdır (BDDK, 2005, s.4).

BDDK, Basel-II'ye ilişkin 3. istişari metine (Consultative Paper-3) ilişkin görüşlerini Basel Komitesi'ne bildirmiş ve bu görüşlerin büyük kısmı Basel Komitesi tarafından dikkate alınmıştır. Ülkemiz G-10 ülkesi dışındaki ülkelerinin de katıldığı ilk etki çalışması niteliğindeki 3. sayısal etki çalışmasına (Quantitative Impact Study-3, QIS-3) 2002 yılında

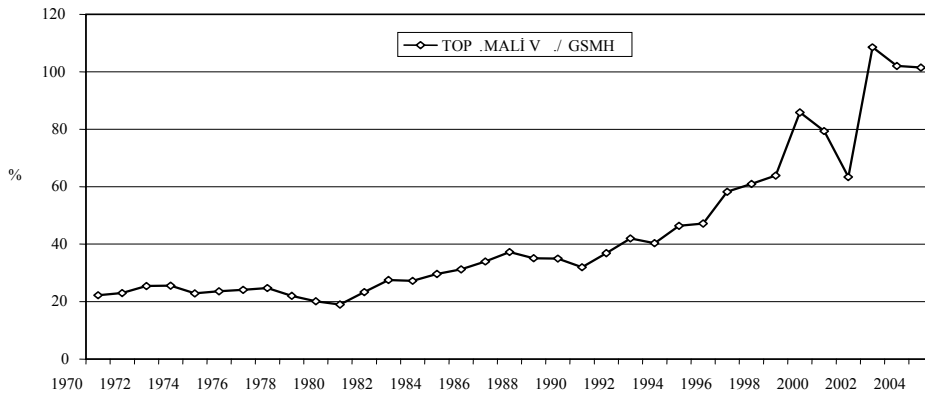
sektörde önemli paya sahip 6 banka ile katılmıştır. QIS-3 çalışmasına ilişkin nihai değerlendirme toplantısı, Basel Komitesi ve bir çok ülke yetkilisinin katılımıyla 10-11 Mart 2003 tarihleri arasında İstanbul'da BDDK'nın ev sahipliğinde gerçekleştirilmiştir. Bu toplantı, BDDK ile Basel Komitesi ve yabancı ülkelerin denetim otoriteleri arasında sürdürülen işbirliğinin geliştirilmesine önemli bir katkı sağlamıştır. QIS-3'te edinilen deneyimlerden de faydalanarak Temmuz 2003'te aktif büyüklüğü açısından sektörün %95'ini temsil eden 23 bankanın katılımıyla yerel bir sayısal etki çalışması (QIS-TR) yapılmıştır. Sayısal etki çalışmaları sonucuna göre, Basel-II bankaların sermaye yeterliliklerini belirli ölçülerde azaltmakla birlikte, Türk bankacılık sisteminin sermaye yeterliliğinin yüksek olması sebebiyle bu olumsuz etki önemli boyutlara ulaşmamaktadır. Yerel sayısal etki çalışması (QIS-TR) sonuçlarına göre, çalışmaya katılan 23 bankanın toplulaştırılmış sermaye yeterliliği rasyosu mevcut durumda %28,8 iken, Basel-II hükümleri uygulandığında bu oran %16,9'a gerilemektedir. Sermaye yeterliliğine ilişkin asgari seviyenin %8 olduğu dikkate alındığında, Basel-II hükümleri çerçevesinde de asgari seviyenin iki katından fazla bir sermayenin mevcut olduğu görülmektedir. Sermaye yeterliliği rasyosundaki azalma temel olarak yabancı para cinsinden (dövizde endeksli hariç) Hazine bono ve tahvillerinin Basel-II'de yüksek sermaye yükümlülüğüne tabi olmasından ve Basel-II ile birlikte operasyonel risk sermaye yükümlülüğünün yeni eklenmesinden kaynaklanmaktadır. Basel-II çerçevesinde sermaye yeterliliği oranında ortaya çıkan %11,9'luk azalışın 8,7 puanı yabancı para cinsinden kamu menkul kıymetlerinin yer aldığı portföylerden, 2 puanı ise operasyonel riskten kaynaklanmaktadır. Şirketlere verilen kredilerin tabi olduğu sermaye yükümlülüğünde ise az miktarda artışlar meydana gelmiştir. Sermaye yeterliliği rasyosunda şirketler portföyü dolayısıyla ortaya çıkan azalış %1,2'dir. Sayısal etki çalışmalarında, Basel-II hükümleri, bankaların bugünkü portföylerine uygulanmıştır. Dolayısıyla Basel-II'nin uygulanmasına fiilen geçilmesi durumunda bankaların portföy tercihlerinde, banka müşterilerinin kredi değerliliğinde finans piyasalarında ve makro ekonomik çerçevede meydana gelebilecek olası değişiklikler hesaba katılmamıştır. İleride bu alanlarda değişikliklerin ortaya çıkması durumunda Basel-II'nin bankaların sermaye yükümlülüklerine etkileri de farklı olabilecektir. Örneğin ülkemiz Hazinesine ait derecelendirme notunun "yatırım yapılabilir (investment grade)" olarak ifade edilen BBB kademesini aşması durumunda yabancı para cinsinden kamu kağıtlarının tabi olacağı sermaye yükümlülüğü yarı yarıya azalacaktır (%100'den %50'ye düşecektir). Benzer şekilde, banka portföylerinde yer alan kamu menkul kıymetlerinde Yeni Türk Lirası cinsinden veya dövizde endeksli kıymetlere doğru kayma olması durumunda da sermaye yükümlülüğü azalacaktır. Bankaların müşterisi konumunda olan şirketlerin ileride alacakları iyi derecelendirme notları da sermaye yükümlülüğün azalmasına sebep olacaktır.

Dolayısıyla Basel-II'nin bankaların sermaye yeterlilikleri üzerine etkilerinin sayısal etki çalışması bulgularından daha olumlu olması beklenmektedir (BDDK, 2005, s.4–5).

Basel-II sürecinin gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımlarını kısıtlayacağı yönünde bazı görüşler bulunmaktadır. Ancak, uluslararası piyasalarda fon sağlayıcısı konumunda olan büyük bankalar, fon fiyatlarını belirlerken OECD üyesi olup olmama kuralına dayalı yasal sermaye yükümlülüğünden ziyade, ülkelerin derecelendirme notlarını (ülke risklerini) dikkate almaktadırlar. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda, uluslararası bankalar tarafından zaten uygulanmakta olan riske dayalı sermaye tahsisi ve fiyatlama olgusunun, Basel-II ile birlikte mevzuat kuralı haline geleceği görülmektedir. Bu bağlamda, Basel-II süreci ile birlikte ülkemiz Hazinesinin dış borçlanma maliyetlerinde, Basel-II uygulamasından kaynaklanacak çok önemli seviyelerde bir değişiklik beklenmemektedir (BDDK, 2005, s.5–6).

4.1.2. Türk Bankacılık Sektörünün Yapısı ve Gelişimi

Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası dönemde uygulamaya konan finansal liberalizasyon politikalarıyla birlikte, mali kesimin derinleşmesi ve ekonominin giderek daha fazla parasallaşması amaçlanmıştır. Finansal gelişmeye ait en temel göstergelerden olan, toplam finansal varlıkların GSMH içindeki payı 1980 sonrasında giderek artmıştır. 1980 yılında sadece %19 olan oran, 1996 yılında %58,2'ye, 2002 yılında ise GSMH'yi aşarak %108,5'a çıkmıştır (Grafik 4.1).



Şekil 4.1. Toplam Finansal Varlıkların GSMH'ya Oranı
Kaynak: DPT

Türk Finansal Sistemi'ndeki toplam finansal varlık stoku, 2005 yılında 294,9 milyar Euro olurken, toplam finansal varlıkların GSYİH'ya oranı %102,7 olmuştur. Banka varlıklarının toplam varlıklar içindeki oranı ise, %86,8 olmuştur. Tablo 4.2'den görüldüğü gibi bankacılık-temelli finansal sisteme sahip Çek Cumhuriyeti, Estonya, Litvanya, Slovenya ve Hırvatistan gibi gelişmekte olan Avrupa Ülkeleri, Türkiye'ye nispeten çok düşük finansal varlık stokuna sahip olsa da, finansal sisteme dair önemli bir finansal gelişme göstergesi olan finansal varlık stoklarının GSYİH içindeki payları Türkiye'nin bir hayli üstündedir. Oran, Hırvatistan'da %144, Çek Cumhuriyeti'nde %121, Litvanya ve Estonya'da %125 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 4.2. Seçilmiş Avrupa Ülkelerine İlişkin Çeşitli Göstergeler

| | Toplam Finansal Varlıklar (Milyar €) | Toplam Finansal Varlıklar / GSYİH (%) | Banka Varlıkları / Toplam Finansal Varlıklar (%) | Kamu Bankalarının Payı (Toplam Aktiflerin Yüzdesi-%) | Yabancı Bankaların Payı (Toplam Aktiflerin Yüzdesi-%) | Özel Sektöre Verilen Yurt İçi Krediler (GSYİH'nın Yüzdesi-%) |
|--------------|--------------------------------------|---------------------------------------|--|--|---|--|
| Çek C. | 119,3 | 121,2 | 88,0 | 3 | 96 | 37 |
| Estonya | 13,2 | 125,5 | 89,5 | 0 | 99 | 72 |
| Litvanya | 16,0 | 125,1 | 97,3 | 4 | 48 | 69 |
| Letonya | 13,9 | 67,3 | 94,6 | 0 | 92 | 41 |
| Macaristan | 96,1 | 109,4 | 77,7 | 7 | 63 | 49 |
| Polonya | 212,9 | 87,5 | 71,4 | 19 | 67 | 29 |
| Slovenya | 35,7 | 130,5 | 84,2 | 13 | 19 | 56 |
| Slovakya | 43,3 | 113,5 | 84,1 | 1 | 93 | 35 |
| Bulgaristan | 19,6 | 91,3 | 85,8 | 2 | 80 | 45 |
| Romanya | 42,1 | 53,2 | 84,1 | 6 | 62 | 12 |
| Hırvatistan | 44,5 | 144,0 | 81,0 | 3 | 91 | 62 |
| Makedonya | 2,5 | 62,5 | 92,0 | 2 | 53 | 27 |
| Türkiye | 294,9 | 102,7 | 86,8 | 35 | 6 | 28 |
| Arnavutluk | 4,2 | 62,3 | 78,6 | 3 | 94 | 15 |
| Bosna-Hersek | 7,5 | 98,4 | 81,3 | 4 | 81 | 47 |
| Sırbistan | 10,5 | 57,9 | 88,6 | 24 | 66 | 28 |
| Euro Bölgesi | 28.550,7 | 371,0 | 71,5 | | 16 | 104 |

Kaynak: ECB

Finansal derinleşmeye ait diğer temel göstergelerden geniş tanımlı para arzı M2Y'nin GSMH'ya oranı, toplam finansal varlıkların eğilimine benzer bir eğilim gösterirken, M2'nin GSMH'ya oranı tersine bir eğilim göstermiştir. M2Y'nin GSMH'ya oranındaki bu artış, finansal liberalizasyon öncesi dönemde sığ bir finansal sisteme sahip Türkiye'de, finansal liberalleşme sonrası dönemde, finansal sistemin derinleşmeye başladığını göstermektedir. Geniş tanımlı para arzı M2Y'nin GSMH içindeki payı 1986'da sadece %29 iken, 1999 yılında %52'ye, 2001 yılında da %60'a yükselmiştir. 2006 yılı itibariyle geniş tanımlı para arzının GSMH içindeki payı, %47 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 4.3). M2Y'nin GSMH içindeki

payındaki hızlı artış, 1980’li yılların ikinci yarısından sonra döviz tevdiat hesaplarının, TL mevduatların önüne geçmesinin bir sonucudur (Günçavdı ve Küçükçiftçi, 2002, s.90).

Tablo 4.3. Para Arzının GSMH’ya Oranı (%)

| YIL | 1986 | 1990 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| M2/GSMH | 24 | 18 | 16 | 20 | 19 | 21 | 29 | 25 | 27 | 22 | 23 | 25 | 32 | 31 |
| M2Y/GSMH | 29 | 24 | 31 | 36 | 36 | 38 | 52 | 45 | 60 | 49 | 42 | 43 | 47 | 47 |

Kaynak: TCMB, DPT

1980 sonrasındaki hızlı finansal liberalleşme çabaları, finansal sistemde yaklaşık %90 ağırlığa sahip bankacılık sektöründe hızlı bir gelişmeyle birlikte yapısal değişikliklere neden olmuştur (Mihçı, 2000, s.83; Çolak, 2001, s.15; Aktaş vd., 2005, s.18; Akyüz, 2002, s.5). Sektörde, 1980 yılında 33 olan banka sayısı, 1987 yılında 52’ye, 1994 yılında ise 67’ye yükselmiştir (Tablo 4.4). 1994 krizi sonrasında TMSF’nin işleyiş biçimindeki değişiklikler ve banka kurulmasının kolaylaştırılmasına yönelik politikaların sonucu olarak, 1999 yılında sektörde faaliyet gösteren banka sayısı 81’e çıkarak en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Sektöre giren banka sayısındaki artışın bir sonucu olarak da finansal kırılganlık düzeyi yükselmiştir. Bu durum, yaşanan finansal dalgalanma sürecine kaynaklık etmiş ve krizlerin yaşanmasında etkili olmuştur. 1999 yılından itibaren TMSF bünyesine alına bankaların sayısı krizlerle birlikte artmış, TMSF bünyesindeki birçok bankanın kapatılması, bazılarının ise birleştirilmelerinin sağlanması ile banka sayısı 2006 yılında 46’ya kadar düşmüştür (Çolak, 2001, s.16; Aktaş vd., 2005, 21–25; Günal, 2001, s.23; Sayılğan, 2003, s.74; TBB, 1999, 2000).

Tablo 4.4. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Bankaların Sayısı

| | 1980 | 1985 | 1987 | 1994 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Toplam Banka Sayısı | 33 | 46 | 52 | 67 | 81 | 79 | 61 | 54 | 50 | 48 | 47 | 46 |
| Mevduat B. | 28 | 41 | 46 | 55 | 62 | 61 | 46 | 40 | 36 | 35 | 34 | 33 |
| Kamu | 6 | 6 | 7 | 6 | 4 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Özel | 18 | 21 | 24 | 29 | 31 | 28 | 22 | 20 | 18 | 18 | 17 | 14 |
| TMSF (Fon) | - | - | - | - | 8 | 11 | 6 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| Yabancı | 4 | 14 | 15 | 20 | 19 | 18 | 15 | 15 | 13 | 13 | 13 | 15 |
| Kal.Yat.B. | 5 | 5 | 6 | 12 | 19 | 18 | 15 | 14 | 14 | 13 | 13 | 13 |

Kaynak: TBB

Türkiye’de 2005 yılı sonu itibariyle toplam 47 banka bulunurken, Avrupa Birliğine üye ülkelerden bankacılık-temelli bir gelişmiş finansal sisteme sahip olan Almanya’da 2.344 banka bulunurken, diğer gelişmiş finansal sisteme sahip ülkelerden Fransa’da 318, İspanya’da 267, İtalya’da 784 ve İngiltere’de ise 335 banka bulunmaktadır (Tablo 4.5). Gelişmekte olan ülkelerdeki banka sayısı ise gelişmiş ülkelere oranla oldukça düşüktür. Türk Bankacılık

Tablo 4.5. Avrupa Ülkelerinde Bankacılık Sistemine İlişkin Çeşitli Göstergeler

| Ülkeler | 2004 | | | | | | | 2005 | | | | | | |
|-------------|--------------|-------------|-----------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------|----------------------------|--------------|-------------|-----------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------|----------------------------|
| | Banka Sayısı | Şube Sayısı | Personel Sayısı | Toplam Aktif (Milyar €) | Toplam Kredi (Milyar €) | Toplam Mevduat (Milyar €) | Toplam Özkaynak (Milyar €) | Banka Sayısı | Şube Sayısı | Personel Sayısı | Toplam Aktif (Milyar €) | Toplam Kredi (Milyar €) | Toplam Mevduat (Milyar €) | Toplam Özkaynak (Milyar €) |
| Belçika | 104 | 4.837 | 70.483 | € 970,30 | € 342,80 | € 402,90 | € 34,30 | 104 | 4.564 | 68.478 | € 1,123.40 | €411.20 | € 440.50 | € 34.50 |
| Almanya | 2.400 | 45.467 | 702.750 | € 6.663,80 | € 3.009,28 | € 2.511,21 | € 288,13 | 2.344 | 44.100 | 693.050 | €6,903.17 | € 3,022.98 | € 2,593.06 | € 302.68 |
| Yunanistan | 62 | 3.403 | 59.337 | € 227,67 | € 117,20 | € 128,42 | € 18,96 | 61 | 3.543 | 61.295 | € 266.74 | € 136.98 | € 155.70 | € 22.59 |
| İspanya | 265 | 40.445 | 241.664 | € 1.632,33 | € 952,19 | € 875,50 | € 96,50 | 267 | 41.820 | 248.068 | € 2,073.31 | € 1,214.11 | € 1,075.30 | € 107.38 |
| Fransa | 880 | 26.370 | 429.347 | € 4.389,44 | € 1.322,60 | € 1.073,20 | € 349,12 | 318 | 27.075 | 366.900 | €5,165.50 | € 1,627.45 | € 1,283.40 | €211.45 |
| İrlanda | 77 | 835 | 34.519 | € 722,50 | € 429,48 | € 182,21 | € 43,99 | 76 | 840 | 38.000 | €941.91 | €410.42 | € 228.50 | € 53.50 |
| İtalya | 778 | 30.944 | 336.979 | € 2.328,00 | € 1.113,00 | € 656,00 | € 206,00 | 784 | 31.501 | 336.410 | €2,599.14 | € 1,333.71 | € 979.04 | € 191.41 |
| Lüksemburg | 162 | 253 | 22.549 | € 695,10 | € 121,31 | € 230,90 | € 29,04 | 155 | 246 | 23.227 | € 792.42 | € 146.64 | € 255.58 | € 30.70 |
| Hollanda | 145 | 3.980 | 131.129 | € 2.168,59 | € 1.194,05 | € 1.391,59 | € 65,95 | 122 | 3.180 | 125.043 | € 2,767.48 | € 1,413.55 | € 1,664.74 | € 74.22 |
| Avusturya | 882 | 4.366 | 62.674 | € 652,76 | € 309,23 | € 240,36 | € 47,81 | 880 | 4.317 | 62.248 | € 725.08 | € 334.28 | € 255.91 | €51.95 |
| Finlandiya | 344 | 1.585 | 22.814 | € 189,80 | € 89,80 | € 76,10 | € 16,50 | 345 | 1.616 | 22.843 | € 223.70 | € 100.10 | € 82.70 | € 18.80 |
| Portekiz | 48 | 5.487 | 52.755 | € 310,30 | € 186,91 | € 144,85 | € 34,59 | 48 | 5.533 | 53.180 | €314.91 | € 196.01 | € 136.19 | € 15.77 |
| Kıbrıs | 13 | 915 | 10.210 | € 36,28 | € 21,72 | € 29,92 | | 10 | 1.020 | 13.848 | € 35.94 | € 28.59 | € 27.88 | €3.07 |
| Çek C. | 35 | 1.785 | 38.160 | € 86,51 | € 33,16 | € 54,78 | € 7,09 | 36 | 1.825 | 37.540 | € 101.87 | € 40.88 | € 63.80 | €8.43 |
| Danimarka | 196 | 2.060 | 38.685 | € 339,27 | € 143,35 | € 138,99 | € 19,45 | 187 | 1.975 | 39.714 | € 404.65 | €180.91 | €159.06 | €23.30 |
| Macaristan | 38 | 2.515 | 27.000 | € 60,69 | € 38,56 | € 32,11 | € 5,38 | 38 | 1.286 | 28.826 | € 69.48 | € 44.99 | € 32.57 | €6.56 |
| Norveç | 148 | 1.234 | 16.752 | € 220,12 | € 163,78 | € 106,95 | € 13,41 | 148 | 1.234 | 20.825 | € 267.63 | €213.90 | €131.00 | €15.28 |
| Polonya | 650 | 5.653 | 149.610 | € 131,90 | € 51,73 | € 74,26 | € 12,78 | 649 | 11.975 | 152.972 | € 152.09 | € 64.36 | €87.41 | €14.24 |
| Slovakya | 21 | 587 | 19.720 | € 29,97 | € 11,40 | € 20,40 | € 2,59 | 23 | 685 | 19.850 | €37.12 | € 14.70 | €21.91 | €2.65 |
| Slovenya | 20 | 636 | 11.380 | € 23,68 | € 12,80 | € 14,71 | € 1,89 | 22 | 723 | 11.397 | € 29.27 | € 16.04 | € 16.01 | €2.15 |
| İsveç | 126 | 1.907 | 36.465 | € 351,17 | € 130,45 | € 130,68 | € 23,09 | 127 | 1.910 | 36.631 | € 386.21 | €150.48 | €148.46 | €23.44 |
| İsviçre | 338 | 2.627 | 115.628 | € 1.621,74 | € 488,28 | € 679,69 | € 79,82 | 337 | 3.535 | 100.564 | € 1,839.03 | € 508.37 | €781.60 | € 87.20 |
| İngiltere | 346 | 11.300 | 453.000 | € 6.656,08 | € 3.121,32 | € 3.409,20 | € 436,39 | 335 | 11.150 | 455.000 | € 8,035.76 | €3,420.35 | €3,846.09 | € 490.95 |
| Arnavutluk | 16 | 88 | 1.790 | €3,37 | € 0,55 | € 2,97 | € 0,20 | 16 | 240 | 3,479 | €4.05 | €1.04 | €3.53 | €0.27 |
| Ermenistan | 20 | 233 | 4.292 | € 0,56 | € 0,21 | € 0,33 | € 0,10 | 21 | 288 | 5,512 | €0.85 | €0.38 | €0.49 | €0.18 |
| Bulgaristan | 35 | 684 | 22.467 | € 12,72 | € 7,06 | € 8,56 | € 1,40 | 34 | 653 | 22.945 | €16.81 | €9.14 | €11.24 | €1.77 |
| Hırvatistan | 37 | 1.037 | 17.424 | € 30,09 | € 17,15 | € 16,92 | € 2,64 | 34 | 1,114 | 18,624 | € 34.60 | € 20.92 | €18.96 | €3.19 |
| Romanya | 39 | 2.898 | 47.140 | € 22,63 | € 10,43 | € 14,97 | € 2,85 | 39 | 3,351 | 49,77 | € 34.83 | €16.36 | € 22.09 | €4.39 |
| Rusya | 1.299 | 3.238 | n/a | € 188,60 | € 111,70 | € 109,70 | € 25,01 | 1,253 | 3,295 | | € 285.2 | €159.40 | € 80.43 | € 36.27 |
| Türkiye | 48 | 6.106 | 127.163 | €168,08 | €51,97 | €104,79 | €25,21 | 47 | 6,247 | 132,258 | € 250.00 | €91.27 | €153.21 | € 33.85 |

Kaynak: European Banking Federation.

Sistemi, gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında az gelişmiş bir bankacılık sistemine sahip görünse de, gelişmekte olan ülkeler arasında nispeten iyi durumdadır.

Türkiye’de bankacılık sektörü, finansal sistemdeki rekabet eksiliğinden kaynaklanan oligopolistik bir piyasa yapısına sahiptir. Türk Bankacılık sektörü, göreceli olarak büyük ölçekli bankaların kontrolü altındadır. Yıllar itibariyle bankacılık sektöründeki yoğunlaşma oranları incelendiğinde, Türk Bankacılık sektörüne az sayıda bankanın egemen olduğu görülmektedir (Günel, 2001, s.30; Esen, 2001, 242; Çolak, 2001, s.18).

Bankacılık sektöründe finansal serbestleşme sürecinde piyasa yapıcılığının kamu ve özel ilk beş büyük bankanın elinde olması, kamu bankalarının hükümet müdahalelerine açık olması ve küçük bankaların taşıdıkları dezavantajlar, sektörde etkin bir rekabetin doğmasını ve rekabetçi bir piyasa yapısı oluşmasını engellemiştir. Tablo 4.6’dan görüldüğü gibi ilk beş banka, sektörün yarısından fazlasına, ilk on banka ise neredeyse sektörün tamamına hakim durumdadır. 1990’ların başında ki yüksek yoğunlaşma oranları, 1994 yılından sonra giderek azalmış, 2000 ve 2001 krizlerinden sonra ki dönemde yeniden artmaya başlamıştır. Bankacılık sisteminde, 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizlere bağlı olarak yaşanan banka sayısındaki azalmanın sonucunda hem ilk beş bankanın hem de ilk on bankanın paylarında dikkat çekici artışlar olmuştur (TBB, 2004; Esen, 2001, s.243; Toprak ve Demir, 2001, s.6).

Tablo 4.6. Bankacılık Sektöründeki Yoğunlaşma Oranları (%)

| | 1990 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| İlk Beş Banka | | | | | | | | | | | | | | |
| Toplam Aktif | 54 | 50 | 48 | 46 | 44 | 44 | 46 | 48 | 56 | 58 | 60 | 60 | 63 | 63 |
| Toplam Mevduat | 59 | 56 | 53 | 52 | 47 | 49 | 50 | 51 | 55 | 61 | 62 | 64 | 66 | 64 |
| Toplam Krediler | 57 | 48 | 50 | 46 | 46 | 40 | 42 | 42 | 49 | 55 | 54 | 48 | 56 | 58 |
| İlk On Banka | | | | | | | | | | | | | | |
| Toplam Aktif | 75 | 73 | 71 | 69 | 67 | 68 | 68 | 69 | 80 | 81 | 82 | 84 | 85 | 86 |
| Toplam Mevduat | 85 | 82 | 73 | 72 | 70 | 73 | 69 | 72 | 81 | 86 | 86 | 88 | 89 | 90 |
| Toplam Krediler | 78 | 76 | 75 | 72 | 72 | 73 | 73 | 71 | 80 | 74 | 75 | 77 | 80 | 83 |

Kaynak: TBB

Avrupa birliği üye ülkelerdeki yoğunlaşma oranlarına baktığımızda ise, beş büyük kredi kuruluşunun toplam aktifler içindeki payı gelişmiş ülkelerden Almanya, İtalya ve İngiltere’de nispeten düşük düzeylerde gerçekleşmiştir (Tablo 4.7). Bu düşük oranlara karşın, ilk beş kredi kuruluşunun toplam aktifleri içindeki payı, Belçika, Estonya, Hollanda ve Finlandiya gibi ülkelerde yüksek düzeylerde seyretmektedir. Yüksek yoğunlaşma oranları sektörün kârlılığını arttırıcı bir unsur olmakla birlikte, etkin rekabeti engellemektedir.

Türk Bankacılık Sistemi'nin toplam aktifleri, 1980 yılından itibaren hızla artarak 1985 yılında 43,9 milyar dolara ulaşmıştır. 1994'te yaşanan finansal krizin ardından reel olarak yaklaşık %23 oranında küçülen Türk bankacılık sektöründe toplam aktifler, 1995 yılında ise reel olarak ise %23,2 oranında artarak 68,9 milyar dolara yükselmiştir. Türk Bankacılık Sisteminin toplam aktifleri, global ekonomik kriz, TMSF'ye devredilen bankalar ve 2000 Kasım krizinin sektör üzerinde yarattığı baskıya rağmen artarak, 2000 yılında yaklaşık 155 milyar dolara yükselmiştir. 2001 yılında yaşanan kriz ise, bankacılık sektörünün aktif kalitesinin zayıflamasına yol açmış, ekonomideki daralma ve banka sayısındaki gerileme paralelinde toplam aktifler reel olarak %14,1 oranında azalmış ve sektörün toplam aktifleri 115 milyar dolara gerilemiştir. Yaşanan ekonomik krizin yıkıcı etkilerinin ortadan kaldırılmasına yönelik olarak uygulanan yeniden yapılandırma programı neticesinde sektörün toplam aktifleri artarak, 2002 yılında 129,7, 2005 yılında 295,8 ve 2006 yılında 346 milyar dolara yükselmiştir (Vakıfbank, 2002, s.34; TBB, 1998a; TBB, 2002, s.6-8.; TBB, 2003; TBB, 2006; TBB, 2007; Sayılğan, 2003, s.68; Aktaş vd., 2005, s.24–27).

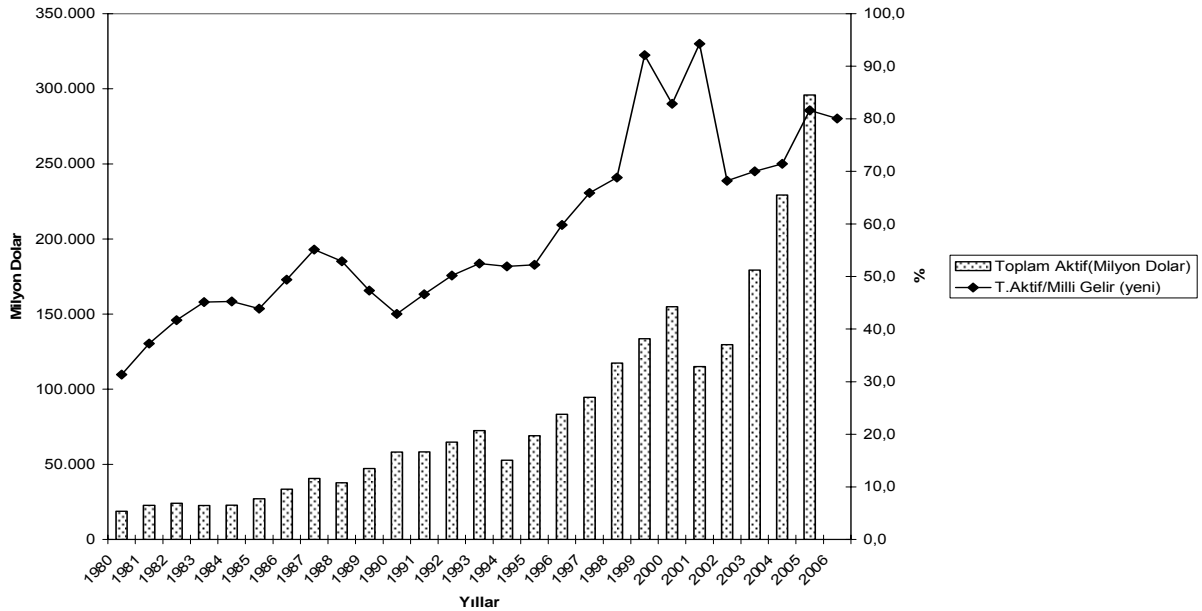
Tablo 4.7. AB'ye Üye Ülkelerde Beş Büyük Kredi Kuruluşunun Toplam Aktifler İçindeki Payı (%)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| Belçika | 78,3 | 82 | 83,5 | 84,3 | 85,2 |
| Çek C. | 68,4 | 65,7 | 65,8 | 64 | 65,5 |
| Danimarka | 67,6 | 68 | 66,6 | 67 | 66,3 |
| Almanya | 20,2 | 20,5 | 21,6 | 22,1 | 21,6 |
| Estonya | 98,9 | 99,1 | 99,2 | 98,6 | 98,1 |
| Yunanistan | 67 | 67,4 | 66,9 | 65 | 65,6 |
| İspanya | 43,9 | 43,5 | 43,1 | 41,9 | 42 |
| Fransa | 47 | 44,6 | 46,7 | 49,2 | 53,5 |
| İrlanda | 42,5 | 46,1 | 44,4 | 43,9 | 46 |
| İtalya | 29 | 30,5 | 27,5 | 26,4 | 26,7 |
| Kıbrıs | 61,3 | 57,8 | 57,2 | 57,3 | 59,8 |
| Letonya | 63,4 | 65,3 | 63,1 | 62,4 | 67,3 |
| Litvanya | 87,6 | 83,9 | 81 | 78,9 | 80,6 |
| Lüksemburg | 28 | 30,3 | 31,8 | 29,7 | 30,7 |
| Macaristan | 56,4 | 54,5 | 52,1 | 52,7 | 53,2 |
| Malta | 81,1 | 82,4 | 77,7 | 78,5 | 75,3 |
| Hollanda | 82,5 | 82,7 | 84,2 | 84 | 84,8 |
| Avusturya | 44,9 | 45,6 | 44,2 | 43,8 | 45 |
| Polonya | 54,7 | 53,4 | 52,3 | 50,2 | 48,6 |
| Portekiz | 59,8 | 60,5 | 62,7 | 66,5 | 68,8 |
| Slovenya | 67,6 | 68,4 | 66,4 | 64,6 | 63 |
| Slovakya | 66,1 | 66,4 | 67,5 | 66,5 | 67,7 |
| Finlandiya | 79,5 | 78,6 | 81,2 | 82,7 | 83,1 |
| İsveç | 54,6 | 56 | 53,8 | 54,4 | 57,3 |
| İngiltere | 28,6 | 29,6 | 32,8 | 34,5 | 36,3 |
| MU-12 | 39,1 | 39,3 | 40,5 | 41,6 | 43 |
| Ağırlıklandırılmamış | 51,9 | 52,7 | 53,1 | 53,3 | 54,4 |
| EU-25 | 37,8 | 38,3 | 39,7 | 40,9 | 42,3 |
| Ağırlıklandırılmamış | 59,1 | 59,3 | 58,9 | 58,8 | 59,7 |

Kaynak: ECB

Toplam aktiflerin GSMH'ya oranına baktığımızdaysa, 1980 yılında %31,4 olan toplam aktiflerin gayrisafi milli gelire oranı hızlı şekilde artarak, 1985 yılında %43,9'a, 1994 yılında %51,9'a yükselmiştir (Grafik 4.2). Türk Bankacılık Sistemi, 1994 krizinden sonra GSMH'nın büyüme hızının çok üzerinde büyümüş, toplam aktiflerin GSMH'ya oranı 1999 yılında %92,1'e yükselmiş, ancak 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizi sonrasında %68,2'ye düşen oran, 2002 yılından sonra artarak 2005 yılı sonunda %82'ye, 2006 yılında ise %85'e yükselmiştir.

Toplam aktiflerin sektör içindeki dağılımında, kamu ve özel mevduat bankalarının büyük ağırlığı görülmektedir. Toplam aktifler içinde kamu mevduat bankalarının 1980'li yıllardaki üstünlüğü, 1990 yıllarda yavaş da olsa azalmaya başlamış, 2000 ve 2001 krizlerinden sonra da kamu bankalarının payındaki azalma devam etmiştir. Toplam aktifler içinde kamu mevduat bankalarının payı 1985 yılında %48 iken, 1994 yılında %40'a, 1999 yılında %35'e ve 2001 yılında %32'ye ve 2006 yılında %30'a düşmüştür. Aynı dönemde özel mevduat bankalarının payı ise devamlı olarak artış göstermiştir. 1985 yılında özel mevduat bankalarının payı %43'den 1994'de %49'a 2001 yılında ise %56'ya yükselirken, 2006 yılı itibariyle %55 olarak gerçekleşmiştir. Toplam aktifler içinde yabancı bankaların payı ise, 2001 krizi sonrası dikkate değer bir artış göstererek 2002 yılında %3'e, 2005 yılında %5'e ve 2006 yılında %12'ye yükselmiştir (Tablo 4.8).



Şekil 4.2. Toplam Aktiflerin GSMH'ya Oranı

Kaynak: TBB

Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin 2005 yılındaki bankacılık sisteminin toplam aktifleri, Belçika'da 1.123 milyar Euro, Almanya'da 6.903 milyar Euro, Fransa'da 5.165 İtalya'da 2.599 İngiltere'de 8.036, Yunanistan'da 266 milyar Euro düzeyinde gerçekleşirken, Türkiye'de 250 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. Birçok gelişmiş Avrupa ülkesinde bankacılık varlıkları ülkenin GSMH'nın çok üstünde yer alırken, Türkiye'deki bankacılık sektörü henüz gelişmiş ülkeler düzeyine yaklaşmamıştır (Tablo 4.5).

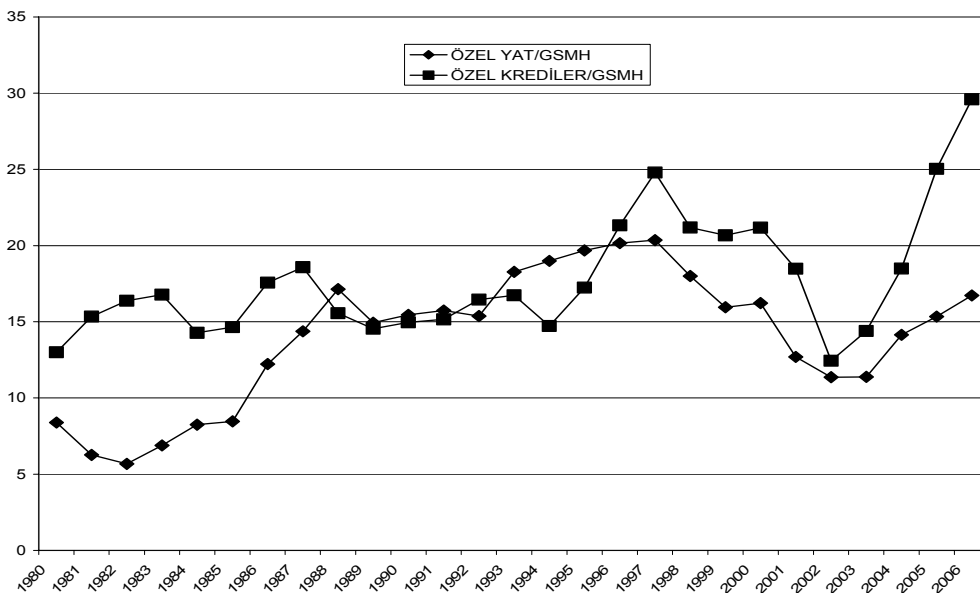
Bankacılık sektöründe toplam kredilerin gelişimine bakıldığında, 1985 yılında 11,3 milyar dolar olan toplam krediler, 1994 finansal krizinin meydana geldiği dönemde 20,5 milyar dolara düşmüş, krizden sonraki 1995 yılında ise 29,3 milyar dolara yükselmiştir. 1999 yılında 40, 2000 yılında 51 milyar dolara yükselen toplam krediler, kriz sonrası 2001 yılında 28,3 milyar dolara, 2002 yılında ise 22 milyar dolara kadar düşmüştür. 2002 yılından sonra artan toplam krediler 2005 yılında 114, 2006 yılında ise 150 milyar dolara kadar yükselmiştir (TBB, 1998a;2002;2006;2007).

Toplam kredilerin sektör içindeki dağılımına baktığımızda mevduat bankalarının toplam krediler içindeki büyük pay sahibi olduğu görülmektedir. Özellikle, 1990'ların ikinci yarısından sonra kamu bankalarının toplam krediler içindeki payı azalırken, özel mevduat bankalarının toplam krediler içindeki payı artış göstermiştir (Tablo 4.9). Kamu mevduat bankalarının 1985 yılında %46 olan payı, 1994 yılında %38'e, 1999 yılında %28'e düşmüş, 2000 yılı sonrasında ise %20'ler düzeyinde gerçekleşmiştir. Özel mevduat bankalarının 1985'de %41 olan payı, 1994 yılında %48'e, 1999 yılında %55'e çıkmıştır. Krizden sonra %68'lere çıkan oran, 2005 ve 2006 yıllarında yabancı bankaların payında meydana gelen artışa paralel olarak azalmıştır (Tablo 4.9).

Toplam kredilerin toplam aktif içindeki payı, 1980 yılında %54 iken, 1985 yılında toplam aktifler içinde menkul değerler cüzdanının (özellikle devlet iç borçlanma senetleri) artışına paralel olarak, %42'ye düşmüştür. Toplam kredilerin toplam aktifler içindeki payının azaldığı dönemler, genel olarak bankaların toplam aktifleri içindeki menkul değerler cüzdanının arttığı dönemler olmuştur. Özellikle 1990 yıllardan itibaren bankaların artan kamu borçlanma gereksinimine paralel olarak, risksiz kamu menkul kıymetlerine yatırım yapma eğilimi, toplam aktifler içinde menkul değerler cüzdanının payını arttırmıştır. Bankalar bu kamu menkul kıymetlerine yatırım yaparken, asli görevi olan kredi vermeyi unutmuşlardır. 1990'lardan sonra kamu borçlanma gereksinimindeki artışın sonucunda bankaların devlet iç borçlanma senetlerine yönelmesi ve finansal krizlerin etkisiyle birlikte, toplam kredilerin

toplam aktifler içindeki payı 1994'de %39'a, 2000 yılında %33'e, 2001'de %25'e kadar düşmüştür (Tablo 4.8, Tablo 4.9).

Özel sektöre verilen kredilerin GSMH'ya oranı, finansal serbestleşme sonrası genel olarak fazla değişmemiş, buna karşın 1996–1997 yıllarında özel sektöre verilen kredilerin GSMH içindeki payının önemli ölçüde artmıştır (Grafik 4.3). Ancak artış eğilimi, 1998'in ikinci yansından itibaren etkisini kaybetmeye başlamıştır. Özel sektöre verilen kredilerin GSMH içindeki payı, 1980'lerde %15'lere düşmüş, 1990–1997 döneminde ise %17'lere yükselmiştir. 1990 sonrasında ve özellikle 1995–1997 döneminde mevduat bankalarının özel sektöre verilen kredilerde önemli artışların yaşandığı yıllar, bankaların kaynaklarının gerek mevduat artışlarıyla gerekse mevduat dışı kaynaklar yoluyla önemli ölçülerde arttığı yıllar olmuştur (Mihçı, 2000, s.95).



Şekil 4.3. Özel Sektör Kredilerinin ve Yatırımlarının GSMH'ya Oranı
Kaynak: TCMB

Ancak, 1997 yılı sonunda yaşanan Asya krizi nedeniyle yurt dışı finansal fonlarda meydana gelen azalma ve aynı dönemde uygulanan sıkı para ve maliye politikaları nedeniyle daralan iç talepten dolayı, kredilerdeki olumlu gelişmeler 1998 yılının son dönemlerinde etkisini kaybetmiştir. Özel sektöre verilen kredilerin oranının, özellikle bankaların kaynaklarının yabancı sermaye girişlerinin de etkisiyle arttığı 1990'ların ikinci yarısında yükselme eğilimine girdiği, buna karşın talep daralmalarının yaşandığı 1990'ların sonundaki kriz dönemlerinde düştüğü gözlemlenmiştir (Mihçı, 2000, s.96).

Tablo 4.8. Bankaların Sektör Gruplarına Göre Toplam Aktifleri

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|----------------------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Toplam Aktifler (Bin YTL) | 1.662 | 2.987 | 4.426 | 6.292 | 10.035 | 15.523 | 25.293 | 41.356 | 68.355 | 109.051 | 170.274 | 295.841 | 553.928 | 1.047.988 | 2.018.938 | 4.102.384 |
| Mevduat bankaları | 1.515 | 2.768 | 4.084 | 5.849 | 9.381 | 14.706 | 23.320 | 38.143 | 61.863 | 99.050 | 155.383 | 270.600 | 513.757 | 973.404 | 1.854.275 | 3.800.259 |
| Kamu | 733 | 1.270 | 1.851 | 2.958 | 4.796 | 7.382 | 10.897 | 18.270 | 29.492 | 49.466 | 75.861 | 125.116 | 238.756 | 386.186 | 800.216 | 1.547.219 |
| Özel | 734 | 1.410 | 2.093 | 2.656 | 4.173 | 6.761 | 11.460 | 18.577 | 29.927 | 46.167 | 73.636 | 135.623 | 254.575 | 547.730 | 993.071 | 2.134.420 |
| TMSF (Fon) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Yabancı | 48 | 88 | 140 | 235 | 412 | 563 | 963 | 1.296 | 2.444 | 3.417 | 5.886 | 9.861 | 20.426 | 39.487 | 60.987 | 118.620 |
| Kalkınma ve Yat.B. | 147 | 219 | 343 | 442 | 654 | 817 | 1.973 | 3.213 | 6.492 | 10.001 | 14.891 | 25.241 | 40.171 | 74.584 | 164.663 | 302.125 |
| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | | | | |
| Toplam Aktifler (Bin YTL) | 8.959.111 | 19.378.544 | 36.827.949 | 72.120.858 | 104.088.037 | 166.392.917 | 187.611.267 | 249.749.773 | 306.451.565 | 396.970.059 | 460.988.505 | | | | | |
| Mevduat bankaları | 8.417.642 | 18.335.771 | 35.087.983 | 68.681.356 | 99.451.277 | 158.589.601 | 187.072.534 | 239.485.102 | 295.124.640 | 384.103.452 | 446.299.314 | | | | | |
| Kamu | 3.428.987 | 6.696.989 | 12.865.583 | 25.182.230 | 35.706.807 | 53.831.379 | 51.365.590 | 83.134.383 | 106.902.774 | 124.485.923 | 137.878.913 | | | | | |
| Özel | 4.721.312 | 10.727.069 | 19.636.349 | 35.679.111 | 49.401.705 | 93.673.349 | 128.099.223 | 142.270.851 | 175.936.582 | 237.043.151 | 263.278.713 | | | | | |
| TMSF (Fon) | - | - | - | 4.054.017 | 8.697.949 | 6.031.375 | 3.500.365 | 7.136.470 | 1.938.400 | 1.858.478 | 1.025.769 | | | | | |
| Yabancı | 267.343 | 911.713 | 1.613.497 | 3.765.998 | 5.644.816 | 5.053.498 | 4.107.356 | 6.943.398 | 10.346.884 | 20.715.900 | 44.115.919 | | | | | |
| Kalkınma ve Yat.B. | 541.469 | 1.042.773 | 1.739.966 | 3.439.502 | 4.636.760 | 7.803.316 | 538.733 | 10.264.671 | 11.326.925 | 12.866.607 | 14.689.191 | | | | | |

Kaynak: TBB

Tablo 4.9. Bankaların Sektör Gruplarına Göre Toplam Kredileri

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | |
|----------------------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|--|
| Toplam Krediler(Bin YTL) | 893 | 1.617 | 2.212 | 2.986 | 3.921 | 6.511 | 11.517 | 18.710 | 27.750 | 46.047 | 80.034 | 129.974 | 231.532 | 433.707 | 789.853 | 1.743.685 | |
| Mevduat bankaları | 763 | 1.420 | 1.915 | 2.611 | 3.371 | 5.914 | 10.025 | 16.397 | 23.782 | 39.856 | 70.595 | 114.541 | 206.483 | 388.154 | 693.027 | 1.552.148 | |
| Kamu | 421 | 739 | 898 | 1.319 | 1.650 | 2.992 | 4.960 | 9.007 | 13.000 | 21.663 | 36.121 | 56.060 | 98.158 | 154.044 | 300.933 | 684.272 | |
| Özel | 326 | 655 | 974 | 1.222 | 1.608 | 2.701 | 4.765 | 6.918 | 9.964 | 16.716 | 31.639 | 54.022 | 101.277 | 221.917 | 377.607 | 834.766 | |
| TMSF (Fon) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Yabancı | 16 | 26 | 43 | 70 | 113 | 221 | 300 | 472 | 818 | 1.477 | 2.836 | 4.459 | 7.048 | 12.193 | 14.488 | 33.110 | |
| Kalkınma ve Yat.B. | 131 | 196 | 298 | 375 | 550 | 597 | 1.492 | 2.313 | 3.968 | 6.191 | 9.439 | 15.433 | 25.049 | 45.553 | 96.826 | 191.537 | |
| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | | | | | |
| Toplam Krediler (Bin YTL) | 3.860.068 | 8.811.893 | 14.122.355 | 21.714.974 | 34.205.860 | 40.982.498 | 51.200.110 | 69.990.148 | 103.241.145 | 153.059.052 | 203.753.107 | | | | | | |
| Mevduat bankaları | 3.477.620 | 8.089.272 | 12.890.748 | 19.457.894 | 31.048.011 | 35.653.624 | 51.004.795 | 63.383.795 | 95.976.160 | 145.344.421 | 194.567.426 | | | | | | |
| Kamu | 1.353.394 | 3.053.559 | 4.107.727 | 6.124.954 | 9.221.482 | 8.803.646 | 8.270.247 | 12.731.939 | 21.537.540 | 31.548.884 | 41.782.427 | | | | | | |
| Özel | 2.056.533 | 4.795.703 | 8.128.408 | 11.962.635 | 18.636.019 | 24.988.695 | 40.657.877 | 46.962.693 | 69.622.046 | 103.304.662 | 127.672.143 | | | | | | |
| TMSF (Fon) | - | - | - | - | 750.193 | 2.224.221 | 505.844 | 578.436 | 916.900 | 26.554 | 17.873 | 21.035 | | | | | |
| Yabancı | 67.693 | 240.010 | 413.008 | 620.112 | 966.289 | 1.355.439 | 1.498.235 | 2.772.263 | 4.790.020 | 10.473.002 | 25.091.821 | | | | | | |
| Kalkınma ve Yat.B. | 382.448 | 722.621 | 1.231.607 | 2.257.080 | 3.157.849 | 5.328.874 | 195.315 | 6.606.353 | 7.264.985 | 7.714.631 | 9.185.681 | | | | | | |

Kaynak: TBB

Özel sektöre verilen kredilerin fazla artmamakla birlikte göze çarpan bir artış eğiliminin ancak 1996–1997 döneminde olması ve bu eğilimin bir sonraki dönemde azalmasına rağmen kamu kağıtları talebinde bulunulması vasıtasıyla kamu sektörüne aktarılan fonların artmasının nedenleri arasında: (i) Belirsizlik ve riskli bir makroekonomik ortamın olmasından dolayı bankaların firmalara kredi vermekte isteksiz olmaları, (ii) belirsizlik ortamı içindeki piyasada özel sektörün yatırım ve kredi taleplerini erteleme talepleri sayılabilir. Bu nedenle, bankaların kamu menkul kıymetlerine olan talebindeki artış, kamu kağıtlarına yatırım yapmanın kredi vermeye oranla daha az riskli ve güvenli getiriler sağlaması ve büyüyen kamu açıklarından dolayı kamunun yüksek getiriler teklif etmesi, özel sektöre verilen kredilerin sınırlı kalmasına neden olmuştur (Mihçı, 2000, s.98).

Toplam kredilerin GSMH içindeki payı ise, 1980 yılında %16,8 iken, finansal liberalleşme ile birlikte 1985 yılında %18,4'e, 1990'da %20,2'ye yükselmiştir. Bankaların özel sektörün finansmanı sağlamak yerine, kamu menkul kıymetlerine yatırım yapmaları, oranın 1990'lar boyunca dalgalanmasına ve kriz sonrası 2002 yılında 1985'den sonra en düşük seviyesi olan %18,6'ya kadar gerilemesine neden olmuştur. Bankacılık sektörünün rehabilitasyonunun ardından sistemde sağlanan güvenle birlikte oran, 2006 yılında %35'e kadar yükselmiştir.

Türk Bankacılık Sistemi'nde toplam kredilerin toplam aktifler içindeki oranı Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin çok gerisinde kalmıştır. Türkiye'de toplam kredilerin toplam aktifler içindeki oranı 2005 yılı itibariyle %37 olurken, oran, Almanya'da %44, İspanya'da %59, İtalya'da %51, Portekiz'de %61, Norveç'te %80, Hollanda'da %51 olmuştur. Mevduatların krediye dönme oranına (kredi/mevduat) baktığımızda ise, Türkiye'de mevduatın krediye dönme oranı en düşük ülkelerden biridir. Türkiye'de 2005 yılında kredilerin mevduata oranı %60 olurken, birçok ülkenin çok gerisinde kalmıştır. Avrupa'daki birçok ülkede kredilerin mevduata oranı yüzde yüzü aşmaktadır. Toplam kredilerin toplam mevduata oranı, Belçika'da %93, Almanya'da %117, Yunanistan'da %88, İspanya'da %113, Fransa'da %127, İtalya'da %136 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 4.5). 2005 yılı itibariyle Türkiye'de özel sektöre verilen yurt içi kredilerin GSYİH'ya oranını (%35) geliştirmekte olan Avrupa Ülkeleri ile karşılaştırdığında ise, Türkiye'deki bankacılık sektörünün özel sektörü desteklemede yetersiz olduğu ortaya çıkmaktadır. Oran parasal birliğe üye ülkelerde ortalama %104 olurken, Estonya'da %72, Litvanya'da %69, Macaristan'da %49, Slovenya'da %56, Bulgaristan'da %45 ve Hırvatistan'da %62 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 4.2).

Özkaynakların 1980–2006 yılları arasındaki gelişimine baktığımızda, 1985 yılında 1,9 milyar dolar olan toplam özkaynaklar, 1990 yılında 4,5, 1993’de 4,8 milyar dolara yükselmişken, 1994 finansal krizi sonrasında sektördeki özkaynaklar erimiş ve 3,3 milyar dolara düşmüştür. 2000 ve 2001 krizleri nedeniyle %10 küçülerek 7,5 milyar dolardan 6,7 milyar dolara düşen toplam özkaynaklar, bankacılık sektörünü yeniden yapılandırma programı çerçevesinde, sermayeleri erimiş bankalara sermaye desteği yapılması esasına dayanan programın uygulanmasının ardından, 2002 yılında 15,6, 2005 yılında 40 ve 2006 yılında 41,2 milyar dolara yükselmiştir (TBB, 1998a;2006;2007).

Türk Bankacılık Sistemi’nin toplam özkaynakları, 2005 yılı itibariyle 34 milyar Euro olurken, Avrupa Birliğine üye ülkelerde faaliyet gösteren bankaların toplam özkaynakları, Belçika’da 34,5 milyar Euro, Almanya’da 303 milyar Euro, Fransa’da 211,45, İtalya’da 191,41, İngiltere’de 491 milyar Euro, Yunanistan’da 23 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. 2002 yılından sonra önemli ölçüde artan Türk Bankacılık Sistemi’nin toplam özkaynakları gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında yetersiz gibi görülse de birçok Avrupa ülkesinden daha sağlam konumdadır. Çünkü, toplam özkaynakların toplam aktiflere oranı tüm gelişmiş ülkelerin önündedir. Türkiye’de 2005 yılında toplam özkaynakların toplam aktiflere oranı %13 olurken, oran Almanya’da %4, İspanya’da %5, İngiltere’de %6, İtalya’da %7 ve Yunanistan’da %8 olmuştur. Bu durum, Türk Bankacılık Sistemi’nin piyasa risklerine karşı yüksek direnç kazandığının bir göstergesidir (Tablo 4.5).

Mevduatların 1980–2006 yılları arasındaki gelişimine bakarsak; 1985 yılında 17,3 milyar dolar olan bankacılık sektörünün toplam mevduatları, 1990 yılında 32,5, 1993’de 37,6 milyar dolara yükselmişken, 1994 finansal krizi sonrasında sektöre olan güvenin sarsılması sonucunda 33,2 milyar dolara düşmüştür. 2001’de yaşanan kriz nedeniyle 101,8 milyar dolardan %20 azalarak 80,9 milyar dolara düşen toplam mevduatlar, 2002 yılında 86,8 ve 2005 yılında 188,9 ve 2006 yılında 210 milyar dolara kadar yükselmiştir (TBB, 1998a;2006;2007). Toplam mevduatların sektördeki bankalar arasındaki dağılımına baktığımızda kamu ve özel mevduat bankalarının ağırlığı hissedilirken, kamunun payı giderek düşüş göstermiştir. 1985 yılında kamu bankalarının payı %43,5, özel bankaların payı %53,8 iken, 1994 yılında kamu bankalarının sektördeki payı %43,9’a, özel bankaların payı %54,23’e yükselmiştir. 2000–2001 krizleri döneminde, 2000 yılında kamu bankalarının sektördeki payı %40,34’ten %32,36’ya düşerken, özel bankaların sektör payı %43,53’ten %61’e yükselmiştir (Tablo 4.10).

Tablo 4.10. Bankaların Sektör Gruplarına Göre Toplam Mevduatları

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | |
|---------------------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|--|
| Toplam Mevduat (Bin YTL) | 815 | 1.653 | 2.570 | 3.417 | 5.892 | 9.968 | 15.828 | 24.163 | 38.383 | 62.404 | 95.318 | 166.388 | 305.489 | 544.966 | 1.275.113 | 2.664.936 | |
| Mevduat bankaları | 814 | 1.651 | 2.565 | 3.417 | 5.892 | 9.968 | 15.826 | 24.162 | 38.381 | 62.401 | 95.318 | 166.388 | 305.489 | 544.966 | 1.275.113 | 2.664.936 | |
| Kamu | 277 | 529 | 957 | 1.441 | 2.506 | 4.332 | 6.511 | 10.007 | 16.675 | 29.407 | 46.240 | 76.968 | 151.835 | 237.342 | 559.216 | 1.153.326 | |
| Özel | 518 | 1.083 | 1.560 | 1.899 | 3.209 | 5.363 | 8.751 | 13.269 | 20.230 | 31.150 | 46.805 | 86.043 | 148.358 | 298.992 | 691.459 | 1.439.199 | |
| TMSF (Fon) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Yabancı | 19 | 39 | 49 | 77 | 178 | 272 | 564 | 886 | 1.476 | 1.844 | 2.273 | 3.377 | 5.296 | 8.632 | 24.437 | 72.411 | |
| Kalkınma ve Yat.B. | 1 | 2 | 5 | - | - | - | 2 | 1 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | | | | | |
| Toplam Mevduat (Bin YTL) | 6.145.516 | 12.545.561 | 24.185.291 | 48.263.769 | 68.442.406 | 117.121.185 | 127.876.719 | 160.812.250 | 197.393.862 | 253.578.919 | 294.561.669 | | | | | | |
| Mevduat bankaları | 6.145.516 | 12.545.561 | 24.185.291 | 48.263.769 | 68.442.406 | 117.121.185 | 127.876.719 | 160.812.250 | 197.393.862 | 253.578.919 | 294.561.669 | | | | | | |
| Kamu | 2.707.521 | 5.001.653 | 9.837.857 | 19.204.023 | 27.606.261 | 37.904.546 | 37.794.178 | 60.371.670 | 82.419.988 | 95.621.708 | 107.746.302 | | | | | | |
| Özel | 3.281.700 | 7.115.503 | 12.663.034 | 22.385.819 | 29.791.986 | 71.421.302 | 87.017.508 | 92.086.694 | 108.617.427 | 145.659.908 | 163.751.184 | | | | | | |
| TMSF (Fon) | - | - | - | - | 5.362.936 | 8.827.476 | 5.388.761 | 945.867 | 4.808.705 | 154.519 | 54.752 | 53.576 | | | | | |
| Yabancı | 156.295 | 428.405 | 648.660 | 1.310.991 | 2.216.683 | 2.406.576 | 2.119.166 | 3.545.181 | 6.201.928 | 12.242.551 | 23.010.607 | | | | | | |
| Kalkınma ve Yat.B. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |

Kaynak: TBB

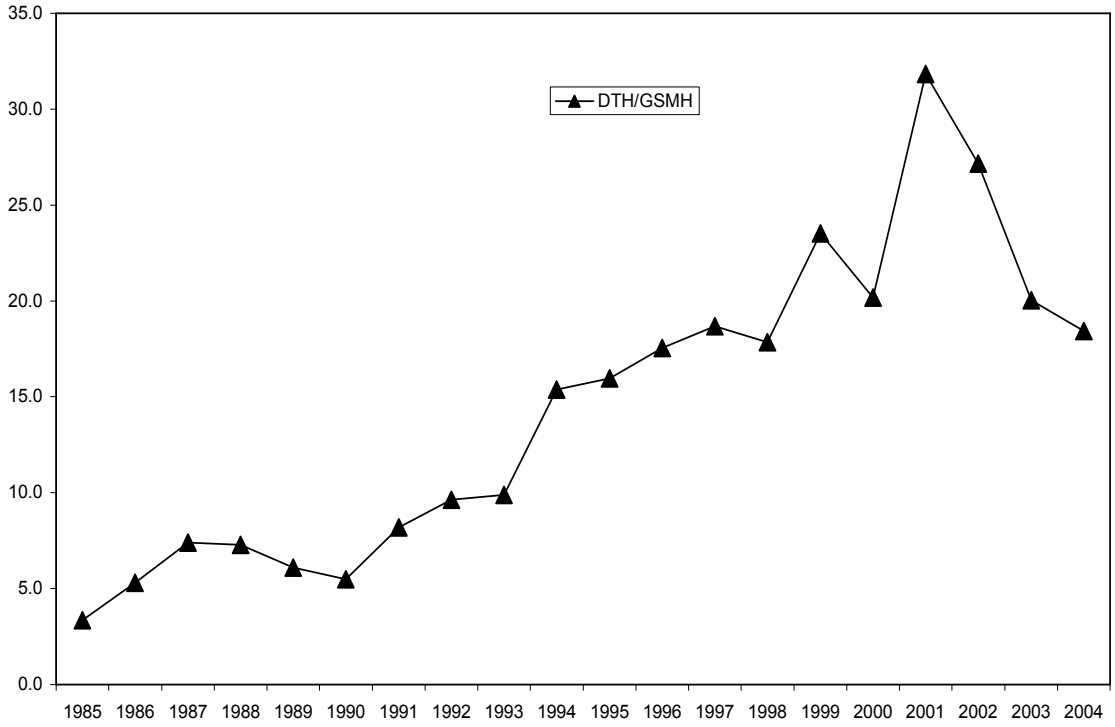
Tablo 4.11. Bankaların sektör gruplarına göre Toplam Mevduat ve Toplam Özkaynak Miktarları

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|-------------------------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Toplam Özkaynaklar (Bin YTL) | 92 | 193 | 348 | 542 | 1.049 | 1.388 | 2.013 | 3.400 | 6.252 | 10.251 | 17.280 | 28.341 | 47.649 | 97.895 | 169.401 | 366.262 |
| Mevduat bankaları | 79 | 175 | 279 | 453 | 854 | 1.182 | 1.666 | 2.989 | 5.558 | 9.237 | 15.307 | 25.359 | 43.217 | 90.513 | 161.433 | 344.692 |
| Kamu | 52 | 120 | 155 | 247 | 477 | 618 | 739 | 1.282 | 2.247 | 4.077 | 6.209 | 8.821 | 15.055 | 33.857 | 47.144 | 78.652 |
| Özel | 24 | 51 | 113 | 182 | 322 | 484 | 826 | 1.556 | 3.029 | 4.763 | 8.442 | 15.127 | 25.449 | 52.239 | 102.959 | 248.793 |
| TMSF (Fon) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Yabancı | 2 | 4 | 11 | 24 | 55 | 80 | 101 | 150 | 282 | 397 | 656 | 1.411 | 2.713 | 4.417 | 11.330 | 17.247 |
| Kalkınma ve Yat.B. | 13 | 18 | 69 | 89 | 194 | 206 | 347 | 411 | 694 | 1.014 | 1.973 | 2.982 | 4.432 | 7.382 | 7.968 | 21.570 |
| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | | | | |
| Toplam Özkaynaklar (Bin YTL) | 799.271 | 1.828.261 | 3.290.320 | 4.234.150 | 7.200.744 | 11.934.910 | 25.698.648 | 35.537.885 | 45.962.658 | 53.736.044 | 57.998.000 | | | | | |
| Mevduat bankaları | 734.247 | 1.670.334 | 2.976.207 | 3.582.934 | 6.070.608 | 10.356.586 | 22.703.101 | 31.349.780 | 40.822.704 | 47.482.231 | 50.428.000 | | | | | |
| Kamu | 160.592 | 399.284 | 544.231 | 1.031.478 | 1.093.341 | 4.548.981 | 6.747.415 | 9.573.955 | 10.067.906 | 13.253.924 | 15.709.000 | | | | | |
| Özel | 535.731 | 1.172.762 | 2.519.840 | 4.618.247 | 6.786.050 | 5.244.410 | 15.193.748 | 20.958.180 | 27.399.353 | 29.396.020 | 27.625.000 | | | | | |
| TMSF (Fon) | - | - | - | - | -2.540.071 | -2.352.859 | -446.569 | -625.899 | -848.010 | 1.272.563 | 1.532.008 | | | | | |
| Yabancı | 37.924 | 98.288 | 208.351 | 473.280 | 544.076 | 1.009.764 | 1.387.837 | 1.665.655 | 2.082.882 | 3.300.279 | 7.094.000 | | | | | |
| Kalkınma ve Yat.B. | 65.024 | 157.927 | 314.113 | 651.216 | 1.130.136 | 1.578.324 | 2.995.547 | 4.188.105 | 5.139.954 | 6.253.813 | 7.570.000 | | | | | |

Kaynak: TBB

Finansal liberalizasyon süreci ile yaşanan en önemli sorunlardan birisi de artan para ikamesidir. 1984 yılında yurt içinde ikamet edenlerin döviz taşımaları, ticari bankalarda döviz cinsinden hesap açtırmaları, nakit döviz çekmeleri ve yurt dışına transfer etmeleri olanağı sağlanması ve 1989 yılında sermaye hesabının liberalizasyonu, döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlar ve GSMH içindeki payının hızla artmasına neden olmuştur. Döviz mevduatlarının payı artarken, yerli para cinsinden mevduatların payı azalmıştır. Bu durum, liberalizasyonla birlikte hanehalkının yerli para türünden mevduattan kaçarak döviz mevduatına yöneldiğini göstermektedir. Döviz tevdiat hesapları, yüksek reel faiz oranının yaşandığı yıllar hariç hızlı bir şekilde artmıştır (Yıldırım ve Altun, 1996). Döviz tevdiat hesabının GSMH içindeki payı, 1985 yılında sadece %3,3 iken, 1987 yılında %7,24'e yükselmiştir. Daha sonra istikrar tedbirlerine ve yüksek faiz oranlarına bağlı olarak düşen oran, 1990 yılında %5,5'e kadar düşmüştür. 1990 yılında da döviz tevdiat hesaplarının GSMH içindeki payı düşmüş ancak 1991 yılındaki Körfez Savaşı sonrasında artan belirsizlik, döviz tevdiat hesabının GSMH'ya oranında büyük bir sıçramaya neden olmuş, oran 1991 yılında %8,2'ye, 1992 yılında ise %9,6'ya yükselmiştir. Kamu borçlanma gereksinimindeki sürdürülemez artışlar, 1994 krizi ve yıkıcı etkilerinin sonucunda artan belirsizlik, yerli paranın yüksek oranda devalüasyonu sonucu yerli paraya olan güvendedeki azalma, döviz tevdiat hesaplarının GSMH'ya oranının 1999 yılında %23,5'a kadar artmasına neden olmuştur. 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinden sonra %31,8'e kadar yükselen oran, 2002 yılından sonra sağlanan makroekonomik istikrar (düşük enflasyon oranı ve azalan kamu açıkları) yerli paraya olan güvenin artmasına ve döviz tevdiat hesaplarının GSMH içindeki payının düşmesine neden olmuştur (Grafik 4.4).

Finansal liberalizasyon sürecinde mevduatın vade yapısı giderek kısalmıştır. Kısa vadeli faizlerin enflasyon artışı üzerindeki etkisi düşünülerek, enflasyonist beklentilerin kırılması amacıyla kısa vadeye verilen yüksek faiz mevduatın vade yapısının altı ay ve daha kısa vadelerde oluşmasına neden olmuştur. Tablo 4.12'den görüldüğü gibi 1984'den sonra mevduatın yapısı giderek kısalmış, mevduatın ortalama yüzde doksanı altı ay ve daha kısa vadede yoğunlaşmıştır (Binay ve Kunter, 1999, s.37).



Şekil 4.4. Döviz Tevdiat Hesapları
Kaynak: DPT.

Tablo 4.12. Mevduatın Vade Yapısı

| | Mevduatın Vade Yapısı | | | Mevduat Türleri | | | Vadeli Mevduat/ Toplam Mevduat |
|------|-----------------------|------|------|-------------------|----------------------|------------------------|-----------------------------------|
| | 1 YIL | 6-AY | 3-AY | Ticari Mevduat | Tasarruf Mevduatı | Mevduat Sertifikası | |
| 1980 | 95,1 | 4,5 | 0,3 | 1,2 | 85,1 | 13,7 | 27,1 |
| 1981 | 50,4 | 36,6 | 13,0 | 0,6 | 75,4 | 24,0 | 49,7 |
| 1982 | 20,8 | 61,0 | 18,2 | 0,7 | 76,0 | 23,3 | 56,8 |
| 1983 | 45,7 | 44,8 | 9,5 | 1,8 | 89,1 | 9,1 | 49,6 |
| 1984 | 4,5 | 7,0 | 88,5 | 5,4 | 84,7 | 9,9 | 66,3 |
| 1985 | 5,9 | 44,6 | 49,5 | 9,8 | 76,2 | 14,0 | 69,4 |
| 1986 | 21,3 | 33,5 | 45,2 | 13,5 | 74,4 | 12,1 | 62,2 |
| 1987 | 47,7 | 18,9 | 33,4 | 15,0 | 67,8 | 17,2 | 57,7 |
| 1988 | 50,3 | 16,4 | 33,3 | 10,2 | 80,5 | 9,3 | 63,9 |
| 1989 | 33,4 | 20,9 | 45,7 | 7,7 | 83,8 | 8,5 | 65,8 |
| 1990 | 30,0 | 24,2 | 45,8 | 8,8 | 83,9 | 7,3 | 63,8 |
| 1991 | 19,3 | 18,8 | 61,9 | 7,4 | 86,7 | 5,9 | 68,3 |
| 1992 | 16,5 | 19,0 | 64,5 | 6,9 | 88,9 | 4,2 | 66,9 |
| 1993 | 12,7 | 26,1 | 61,2 | 8,2 | 89,2 | 2,6 | 63,4 |
| 1994 | 7,7 | 24,0 | 68,3 | 9,3 | 89,3 | 1,4 | 72,7 |
| 1995 | 6,9 | 30,1 | 36,0 | 11,7 | 87,3 | 1,0 | 78,6 |
| 1996 | 4,6 | 33,5 | 61,9 | 6,1 | 93,2 | 0,7 | 73,0 |
| 1997 | 6,0 | 31,2 | 62,8 | 11,2 | 88,7 | 0,1 | 76,7 |

Kaynak: Binay ve Kunter (1999, s.37).

4.1.3. Bankacılık Sisteminin Sorunları

Türk bankacılık sektörü finansal liberalizasyon süreciyle birlikte 1980 yılından itibaren hızlı bir gelişme göstermiştir. Bu dönem içerisinde bankacılık sektörü dinamik yapıya bürünmüş ve Türkiye ekonomisinin gelişimine önemli katkılarda bulunmuştur. Bütün bunlarla birlikte 1990'lı yıllarda Türk Bankacılık Sektörü'nün gelişmesini etkileyen birçok faktörün sektöre yaptığı olumsuz etkiler, bankacılık sektörünün gelişmesini büyük ölçüde sınırlamıştır.

4.1.3.1. Oligopolistik Yapı: Rekabet Yetersizliği

Türkiye'deki finansal piyasalara, oligopolistik bir yapıya sahip olan bankacılık sistemi hâkimdir. Bu oligopolistik yapı, bankacılık sisteminin en önemli sorunlarından birisidir. Sistemdeki oligopolistik yapının en önemli nedeni, devletin ekonomi politikaları özellikle de finansman sağlama mekanizması doğrultusunda, finansal piyasalarda sağlamayı amaçladığı kontrol ve denetimin bir sonucu olarak, bankalara tekelci yetkilerin tanınması ve bu nedenle finans piyasalarında alternatif kurumların gelişmemesidir. Ticaret bankaları dışında başka finans kurumlarının gelişmemesi ve bu bankaların oligopolistik bir yapı göstermesi, finans piyasalarının gelişmesine hizmet edecek olan finansal kurumların aralarındaki rekabeti önlemiştir. Piyasada rekabetin sağlanamaması sonucunda finansal kurumları vade, miktar ve risk ayarlamalarını etkin bir şekilde yerine getirememişlerdir. Bu bütün faktörler, ekonomide yaratılan kaynakların, reel kesime, özellikle küçük ve orta ölçekli sanayi kuruluşlarına, yüksek maliyet ile aktarılmasına neden olmuştur (Ünal, 1996, s.35–36, Günal, 2001, s.46).

Ancak Türkiye, gelişmekte olan ekonomiler içinde, bankacılık sektöründe yoğunlaşmanın en düşük olduğu ülkeler arasındadır. Yoğunlaşmanın düşüklüğü bankacılık sektöründeki etkin rekabeti önleyici bir unsur olmakla birlikte uluslararası rekabet ve ölçek ekonomisi için gereklidir. Yoğunlaşma oranındaki düşüklük, yıllarca Türk bankacılık sektöründe kârlılığı düşürücü bir faktör olarak hizmet etmiştir (Sayılğan, 2003, s.69, Günal, 2001, s.46).

4.1.3.2. Grup veya Holding Bankacılığı

Türk bankacılık sisteminde diğer önemli bir sorun grup bankacılığıdır. Faiz oranlarının liberalizasyonu ile birlikte hızla artan faiz oranları, firmaları alternatif finansman biçimleri bulmaya zorlamıştır. Bunun sonucunda holdingler, bağlı şirketlerine uygun faizle fon bulabilmek için kendi bankalarını kurma yoluna gitmişlerdir. 2000'li yıllara kadar

Türkiye'deki özel bankaların tamamına yakını, yönetim ve sermaye yapısı açısından belli kişiler, gruplar veya holdinglerin kontrolünde olmuştur. Holdinglerin bankacılık sektöründe faaliyet göstermeleri sonucunda bankalar, gerçek bankacılık faaliyetlerinden uzaklaşarak, sadece bağlı olduğu grubun şirket ve iştiraklerine kredi vermeye başlamıştır. Ayrıca, grup bankacılığında asıl sorun, sektördeki bu yapının bankaların içinin boşaltılmasına imkân tanımasıdır. Bankaların sermayelerinin geniş tabana yayılamaması, yönetim ve denetimin etkinliğini de azaltmıştır (Günel, 2001, s.47; Gökbunar ve Miynat, 2005, s.74).

4.1.3.3. Denetimin Yetersizliği ve Etkin Olmaması

Bankaların denetim ve gözetiminin temel amaçları; banka iflaslarının maliyetlerini sınırlamak, bankaların asli fonksiyonlarını yerine getirmelerine izin vermek, ahlaki risk problemini sınırlamak ve finansal sistemde bir darboğaza veya makroekonomide dalgalanmaya yol açacak sistemik bir krizin çıkmasını önleyerek makroekonomik istikrarı sağlamaktır. Türkiye'de bankaların gözetimi ve denetimi çok yetersiz olmamakla birlikte, mevcut kuralların tam olarak uygulanamaması ve denetim sonuçlarının gerektirdiği önlemlerin zamanında alınamaması bankacılık sisteminin sağlıklı bir şekilde işlemesini engellemiştir. Aslında Türk Bankacılık Sistemi'ndeki sorun büyük ölçüde denetim sonuçlarının uygulanmasındaki gecikmelerden, dolayısıyla siyasi etkilerden kaynaklanmaktadır. Hazine Müsteşarlığı'nın, bankaları gözetimden sorumlu Merkez Bankası'nın önerilerini dikkate almaması veya gereken önemi vermemesi ve Bankalar Yeminli Murakıpları'nın hazırladığı raporların gereğinin, ilgili bakan tarafından siyasi veya ekonomik gerekçelerle yerine getirilmemesi, bankacılık sektöründeki iflasların ve krizlerin önemli bir nedeni olmuştur. Bu durum, bankaların denetiminin organize bir şekilde yapılmasını ve yetkilerin tek elde toplanmasını gerekli kılmıştır. 2000 yılında uygulanan istikrar programı çerçevesinde Ağustos ayında faaliyete geçen BDDK, bu görevi yerine getirmek için kurulmuş olmakla birlikte, oldukça gecikmeli olarak göreve başlamıştır (Günel, 2001, s.47–49; Gökbunar ve Miynat, 2005, s.75).

4.1.3.4. Türkiye'nin Makroekonomik Yapısı: Yüksek Kamu Açıkları ve Enflasyon

1970'li yılların ortalarından itibaren kronikleşen makroekonomik istikrarsızlık ve yüksek enflasyon, bankacılık kesiminin sağlıklı gelişmesinin önündeki en büyük engellerden birisi olmuştur. Çeyrek yüzyılı aşkın yaşanan yüksek enflasyon, liberalleşme sürecinde hem reel sektörün hem de bankacılık sektörünün gelişmesini engellemiştir. Türkiye'deki kronik enflasyon, TL'ye olan güveni sarsmış ve bireylerin enflasyon vergisinden kaçınmak için varlık

ikamesine girişmesine ve döviz cinsinden finansal varlıkları değer saklama aracı olarak tutmasına yol açmıştır. Bu durum, TL cinsinden tasarruf mevduatlarının vadesini kısaltmış ve toplam mevduat içinde döviz mevduatlarının payını yükseltmiştir. Ayrıca enflasyon, muhtemel bir devalüasyon durumunda, bankacılık sektörü yükümlülüklerini şişirmekte ve bankacılık sektöründe istikrarsızlığa neden olmaktadır. Diğer taraftan, ekonomik büyüme hızındaki aşırı dalgalanmalar, geleceğe ilişkin stratejilerin geliştirilmesini engellemekte ve kredi portföyünün kalitesinin düşmesine neden olabilmektedir. Enflasyonun yol açtığı makroekonomik dengesizlikler ile bankacılık sektörünün istikrarsızlığı arasındaki ilişki çift yönlüdür. Makroekonomik dengesizlikler bankacılık sektörünün istikrarsızlığına yol açarken, diğer taraftan bankacılık sektöründeki istikrarsızlık negatif gelir ve servet etkisi yaratarak, reel sektör yatırımlarını engellemekte ve kamu kesiminin kaynak maliyetini yükseltmektedir. Özetle, enflasyonist sürecin getirdiği belirsizlik ortamında bankalar risklerini minimize etmek amacıyla reel sektörün finansmanı yerine kamuyu finanse etmeyi tercih etmişlerdir. (Aras ve Müslümov, 2004, s.59; Gökbunar ve Miynat, 2005, s.71–72).

Ayrıca enflasyon sonucu, mevduat maliyetlerindeki artış da sektörde karşılaşılan önemli sorunlardan birisidir. Sektörde, mevduat dışı fon sağlamada gelişmeler olmasına rağmen, ticaret bankalarının en önemli fon kaynağı mevduatlardır. Bankacılık sektöründe mevduatlara uygulanan faiz oranları enflasyon oranları ile yakın ilişki içindedir. 1980’li yılların başında faizlerin serbest bırakılmasıyla, faizler enflasyon paralelinde seyretmeye başlarken, mevduat kompozisyonunun vadeli lehine gelişmesi sonucu, mevduatın maliyeti önemli ölçüde artmıştır. (Parasız, 1997, s.108).

Bankacılık sektörünün Türkiye’nin makroekonomik yapısı nedeniyle karşı karşıya kaldığı diğer bir önemli sorun, yüksek kamu açıklarıdır. Liberalleşme süreciyle birlikte kamu gelirlerinde azalma ve kamu harcamalarının artması, 1985 yılından itibaren kamu açıklarını arttırmış, bu açıkların finansmanı önemli bir sorun haline gelmiştir. Kamu kesiminin yüksek boyutlara erişen açıklarını finanse edebilmek için yüksek reel faiz oranı ile borçlanması ve kamu borçlanmasını özel kesim borçlanmasına göre daha cazip hale getirebilmek için geniş vergi muafiyetleri ve istisnaları uygulanması, banka kaynaklarını özel kesim finansmanına değil, kamu kesimi açıklarının finansmanına yönlendirmiştir. Böylece kamu açıklarının finansmanı, dışlama etkisi ile kamunun özel sektör kaynaklarını kullanarak özel sektörü piyasanın dışında bırakmasına yol açmıştır. Yani özel kesimin ihtiyaçlarını karşılayacak fonları kamu kesimi kullanmış ve dolayısıyla bankalar, özel kesime kredi açmak yerine kamu kağıtlarını tercih etmişlerdir. Artan iç borçlanma gereksinimine bağlı olarak reel faiz oranları

da yüksek enflasyon belirsizliği ile birlikte artış göstermiştir. Dolayısıyla, bankalar uygulanan düşük kur yüksek faiz politikasının bir sonucu olarak, yurt dışından döviz borçlanarak Türkiye'de bozdurmaya ve karşılığı TL ile de yüksek getirili kamu kağıtları almaya başlamışlardır. Kamu kağıtlarının yüksek getirili olması bankaların menkul değerler cüzdanı içindeki payının giderek artmasına neden olmuştur. Yüksek enflasyon döneminde bankaların kullandığı kredi risklerinin de yüksek olması, yüksek getirilerinin yanı sıra risklerinin de düşük olması nedeniyle kamu borçlanma kağıtları, bankalar açısından çok cazip hale gelmiştir. Bu süreçte bankaların kullandığı krediler azalmış, buna karşılık bankalar, toplam kaynaklar ve özkaynaklarına oranla yüksek kârlar elde etmişlerdir. Kamu kesiminin aşırı kaynak talebi nedeniyle, asli fonksiyonu, ekonomideki tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değerlendirerek kaynak ihtiyacı olan yatırımcılara sunulmasını sağlamak olan bankacılık sektörü Türkiye'de bu fonksiyonunu yerine getiremez hale gelmiştir. Bu durum, hem bankaların hem de finans sisteminin yapısını bozmuş ve özel kesimin kaynak imkânlarını sınırlamıştır (Günel, 2001, s.49–51).

Hem kamu açıkları ve bu açıkların finansmanı hem de kronikleşen enflasyon, bankacılık sektörünü olumsuz olarak etkilemiştir. Enflasyon bankaların kaynak maliyetini yükseltirken, mevduat munzam karşılıkları ve disponibiliteler oranlarının da yüksek olması (disponibiliteler oranının yüksek olması kamu açıklarının finansmanı ihtiyacından kaynaklanmaktaydı), bankacılık sektörünün maliyetlerini daha da arttırmıştır. Çünkü disponibl değerlerin, büyük ölçüde (% 32'ye kadar yükseldi) kamu kağıtları şeklinde tutulması gerekmektedir. Bankalar, bu yüksek maliyetler karşısında, temel işlevleri olan kredi vermekten kaçınmışlardır (Günel, 2001, s.50).

Bankacılık sektörü, 1994 yılında faiz gelirlerinin yaklaşık yüzde 62'sini kredi gelirlerinden sağlarken, 2000 yılında bu oran yüzde 38'e düşmüştür. Kamu açıklarının finansmanı amacıyla Hazine'nin ihraç ettiği yüksek faizli ve risksiz kamu kağıtlarına yatırım yapan ve enflasyonist ortamda büyük miktarda faiz gelirleri elde eden bankalar, bankacılık işlemlerinden uzaklaşmışlardır (Günel, 2001, s.51).

4.1.3.5. Kamu Bankalarının Sektördeki Ağırlığı

Kamunun finansal piyasalardaki belirleyiciliği sadece kamu açıklarının finansmanı ihtiyacından kaynaklanmamaktadır, çünkü bankacılık sektöründe bazı ayrıcalıklara sahip kamu bankaları, sektördeki rekabeti olumsuz etkilemektedir. Kamu bankalarının, sektörün toplam

aktif, krediler ve mevduatlarından büyük bir pay alması, özel bankaların mevduat toplama ve kredi verme faaliyetlerini sınırlandırıcı bir rol oynamaktadır. Bu durum, kaynakların serbest piyasa koşullarında rasyonel dağılımı ve kullanımını kısıtlamaktadır. Kamu bankalarına devlet tarafından verilen tarım kesimi ile küçük ve orta boy işletmeleri destekleme görevi sonucunda oluşan görev zararlarının zamanında ödenmemesi, uzun yıllardır devam eden ve ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, aşırı istihdam ve şubeleşme, kamu bankalarının yönetim sorunları, kamu bankaların mali bünyelerini bozmuş, bir bütün olarak bankacılık sisteminin etkin çalışmasını engelleyerek ekonomi üzerinde ağır mali yük oluşturmuştur (Aras ve Müslümov, 2004, s.60; Sayılğan, 2003, s.68; Gökbnar ve Miynat, 2005, s.73–74).

4.1.3.6. Mevduat Sigorta Sistemi

Türkiye'de 1994 yılına kadar uygulanan mevduat sigorta sistemi mevduatlara sınırlı bir güvence sağlamaktaydı. 1994 krizi sonrasında mevduatın bankalardan kaçışını engellemek için yüzde yüz güvenceli mevduat sigorta sistemine geçilmiştir (Aras ve Müslümov, 2004, s.60). Devlet tarafından tasarruf mevduatlarına verilen tam güvence, mali bünyesi zayıf olan bankaların yüksek risk üstlenmelerine ve böylece bankalar arasında haksız rekabete yol açmıştır. Yüksek risk üstlenen bankaların yüksek faiz ödemeleri, bankacılık sektörünü zayıflatarak tasarruf sahiplerinin sisteme olan güveninin azalmasına neden olmuştur. Ayrıca sektördeki bozulma, yabancı bankaların sektöre olan ilgilerini azaltırken, banka birleşme ve devralmalarının önüne geçmiştir. Ayrıca, 1994 krizinden sonra mevduata tam güvence verilmesi, ahlaki risk problemini de arttırmış, 1994 krizindeki üç bankanın ardından 1999 Aralık ayında beş banka, 2000 Ekim ayında iki banka, Aralık'ta bir banka ve 2001 Mart'ta bir banka daha Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiştir (Günal, 2001, s.54; Sayılğan, 2003, s.69).

4.1.3.7. Özkaynakların Yetersizliği

Bankacılık sektöründe özkaynağın yüksekliği, sektörün piyasa risklerine karşı yüksek direncinin bir göstergesidir. Finansal liberalizasyonla birlikte bankaların riskleri önemli ölçüde artarken, bankaların taşıdığı kredi ve faaliyet riskine oranla özsermayesi oldukça yetersiz kalmıştır. Bankacılık sektöründeki özkaynakların yetersizliğinde, sektörde yer alan, gerek aktif gerekse sermaye büyüklükleri açısından, küçük ölçekteki bankaların büyük ölçekteki bankalara nispeten daha fazla olması etkili olmuştur. Küçük ölçekli bankalar hem toplam aktifler, hem de özsermaye büyüklüğü açısından yetersiz kalmıştır. Riskleri artan

bankalar, yaşanan krizlerle birlikte ciddi sermaye yeterliliği sorunuyla karşılaşmışlardır. Üslenilen riskler sonucu oluşan zararlar, bankaların sermayelerinde önemli kayıplara yol açmıştır. Güçlü sermaye yapısına sahip olmayan bankalar sistem açısından da önemli riskler oluşturmuştur. Özellikle, finansal liberalizasyon sonucu oluşan 1994, 2000 ve 2001 krizlerinin büyümesinde ve yayılmasında, mali durumu zayıf olan bankaların önemli etkisi olmuştur (Akgüç ve Kozanoğlu, 2002, s.3; Gökbunar ve Miynat, 2005, s.76; Parasız, 1997, s.110; Toprak ve Demir, 2001, s.3).

4.1.3.8. Likidite, Faiz ve Kur Riski

Finansal liberalizasyon politikalarının ardından Türkiye'deki bankacılık sektörü büyük riskler taşımaya başlamıştır. Bankacılık sektörünün taşıdığı risklerden ilki, likidite riskidir. Sektörün taşıdığı likidite riski, bankaların kısa vadeli fonları toplayıp, bu kısa vadeli fonları daha uzun vadeli yatırımlara aktarmasıydı. Bankalar, bu fonlarla devlet kağıtlarına yatırım yapmaktaydı. Kasım 2000'de yaşanan kriz esnasında bazı bankaların elinde büyük ölçüde devlet kağıdı bulunmaktaydı. Bankaların devlet kağıdı tutmasının en önemli nedeni ise, bankalar için ikinci derece bir rezerv, yani disponibl bir değer olmasıydı. Bir likidite sıkışıklığı durumunda ödemelerin yapılabilmesi için bu kağıtların paraya çevrilmesi gerekmektedir. Fakat Türkiye'de, piyasadaki likidite riski nedeniyle bankalar ellerindeki kamu kağıtlarını kısa sürede paraya çevirememişlerdir. Paraya çevirmeye kalktıkları zaman büyük zararlara uğramışlardır. Bankalar normal durumda, portföylerindeki bu kamu kağıtlarını, Merkez Bankasına satabilmekte ya da açık piyasa işlemlerinde kullanabilmekteydiler. Fakat IMF ile yapılan stand-by antlaşmasında, iç varlıklar performans kriteri olarak sınırlandırıldığından dolayı, bankalar, bankalararası piyasada çok yüksek faizler ödemek zorunda kalmışlardır. Sektördeki yüksek likidite riski ve Merkez Bankası'nın, IMF'nin getirmiş olduğu kısıtlamalar nedeniyle etkin bir likidite yönetimi gösterememesi, birkaç bankanın TMSF'ye devrine, birçok bankanın da zarar etmesine yol açmıştır (Akgüç ve Kozanoğlu, 2002, s.3-4).

Türk Bankacılık Sisteminin taşıdığı ikinci önemli risk, faiz riskidir. Bankacılık sektörünün faiz riski taşımaması için, kısa vadeli değişken faizli kaynakların, yine kısa vadeli değişken getiri sağlayan alanlara yatırılması, sabit faizli kaynakların da yine sabit faizli finansman alanlarına yatırılması gibi bir denge kurulması gerekmektedir. Bu denge Türk Bankacılık Sistemi'nde kurulamamıştır. Kamu açıklarının kısa süreli yabancı sermaye girişleriyle finansmanı politikası nedeniyle uygulanan düşük kur-yüksek faiz politikası, bankaları bir

yandan döviz açık pozisyonlarını genişletmeye teşvik ederken, bir yandan da aktif yönetim politikalarında, kamu kağıtlarına yönelik yatırımların artmasına neden olmuştur. Sektörün toplam aktifleri içinde kamu menkul değerlerinin payı, 1989–1999 arasındaki dönemde %10,3'den %21,3'e yükseltmiştir. Bu gelişme, zaten çok kırılgan olan sektörün, faiz riskine karşı kırılganlığını önemli ölçüde arttırmıştır. Aynı dönemde, özel sektöre açılan kredilerin toplam aktifler içindeki payı ise % 36'dan % 24'e gerilemiştir. Bundan dolayı bankalar, reel sektörü yeterli ölçüde destekleyememiştir (Sayılğan, 2003, s.67; Akgüç ve Kozanoğlu, 2002, s.3–4).

Sektörün karşı karşıya kaldığı üçüncü risk, kur riskinden kaynaklanan yüksek açık pozisyonudur. Bankalara 1984'de döviz cinsinden hesap açma izni verilmesi ve 1989'da çıkarılan 32 sayılı kararla uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve Türk Lirası'nın konvertibl hale gelmesinin sonucunda, Türkiye'deki para ikamesi süreci hızlanmış ve döviz tevdiat hesapları artmıştır. Döviz işlemlerindeki kısıtlamaların büyük ölçüde kaldırılması ve döviz işlemlerinin artması, sektörün artan oranda açık pozisyona sahip olmasına neden olmuştur. Özellikle, sermaye hesabının liberalizasyonundan sonra bankaların dış borç bulmalarının kolaylaşması, kamu kesimi borçlanma ihtiyacının yüksekliği nedeniyle oluşan yüksek reel faizlerin de bu durumu beslemesi, bankaların açık pozisyonlarının artmasına yol açmıştır. Bu süreçte bankalar, sendikasyon kredileri alımını arttırıp, döviz cinsinden borçlanmışlar ve dövizlerini Türk lirasına çevirerek bu fonları kamu kağıtları alımında kullanıp açık pozisyonlarını arttırmışlardır (Yıldırım ve Altun, 1996, s.109–124).

Bankalar, kambiyo rejiminin liberalizasyonu ve tam konvertibiliteye geçiş öncesinde, yabancı para cinsinden işlemlerinde fazlaya yani açık pozisyonda bir fazlaya sahip olmuştur. Türk bankacılık sektörünün toplam açık pozisyonu, kamu borçlanma gereksiniminin oldukça arttığı 1990 yılından başlayarak ciddi boyutlara ulaşmıştır. 1990'dan başlayarak hızlı bir artış kaydeden açık pozisyon, 1993 yılında 4,97 milyar dolara ulaşmıştır (Yıldırım ve Altun, 1996, s.118–124).

Tablo 4.13. Bankacılık Sektörü Açık Pozisyon Büyüklüğü (Milyar \$)

| Yıl | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|----------------------------------|-------|-------|--------|--------|---------|---------|---------|-------|
| Toplam Açık Pozisyon (Milyar \$) | 0,25 | 0,72 | -2,02 | -1,14 | -3,19 | -4,97 | -1,26 | -4,95 |
| Yıl | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000/1 | 2000/11 | 2000/12 | |
| Toplam Açık Pozisyon (Milyar \$) | -4,92 | -9,69 | -11,72 | -13,22 | -14,367 | -21,535 | -17,989 | |

Kaynak: Yıldırım ve Altun, 1996, s.124; Günal, 2001, s.16; Toprak ve Demir, 2001, s.10

1994 krizi öncesinde, açık pozisyonlarını kapatamayan bankacılık sektörü yükselen döviz kurları sonucunda büyük zararlar görmüşlerdir. Krizin ardından alınan önlemler sonucu, piyasada TL'ye olan güven yeniden sağlanmış ve bankaların açık pozisyonları büyük ölçüde azalmıştır. 1994 yılından sonra ekonomide yapısal önlemlerin alınamaması ve buna bağlı olarak büyüyen kamu açıklarının finansmanı, bankacılık sektörünün açık pozisyonlarını yeniden arttırmıştır. 1996 yılında 4,9 milyar dolar olan sektörün açık pozisyonu, 1997'de 9,7 milyar dolara, 1998'de 11,7 milyar dolara ve 1999 yılında 13,2 milyar dolara yükselmiştir (Günel, 2001, s.15–16).

2000 yılında uygulamaya konan, enflasyonla mücadele programı kapsamında uygulanan kur çıpası, dövizle borçlanmayı cazip hale getirmiş ve bankaların yurt dışından aldıkları sendikasyon kredilerinin artmasına neden olmuştur. Kur çıpası politikasına güvenerek döviz cinsinden elde ettikleri kaynakları yerli para cinsinden krediye dönüştüren ve devlet iç borçlanma senetleri satın alan bankaların açık pozisyonları ve kur riskleri artmıştır. Ocak 2000'de 14 milyar dolar olan açık pozisyon, Kasım 2000'de 21 milyar dolara yükselmiştir. Yüksek açık pozisyona sahip birçok banka, Kasım 2000 krizinde yüksek faizle borçlanmak (faiz riski), Şubat 2001 krizinde de dalgalı kura geçildiği için yüksek kurdan döviz satın almak (döviz riski) zorunda kalmışlar ve her iki durumda da bankacılık sektörü yüksek maliyetler yüklenmek zorunda kalmıştır (Toprak ve Demir, 2001, s.15–16).

Bankacılık sektöründeki yüksek açık pozisyon, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinde ve sorunlu bankaların TMSF'ye devrinde önemli rol oynamıştır (Günel, 2001, s.16).

4.2. Menkul Kıymetler Piyasası ve Gelişimi

1980'ler boyunca alternatif bir finansal piyasanın yaratılması için hisse senedi piyasasının gelişmesini destekleyici yasal ve kurumsal düzenlemeler uygulamaya konmuştur. Reform süreci 1981 yılında yürürlüğe konan Sermaye Piyasası Kanunuyla başlamıştır. Yasanın çıkarılmasının ardından sermaye piyasalarının düzenlemesi, geliştirilmesi ve denetlenmesi için 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) oluşturulmuştur (Saraçoğlu, 1997, s.11–12; Sak, 1996, s.70; Atiyas ve Ersel, 1994, s.107).

Yeni yasa ve yeni kurulmuş Sermaye Piyasası Kurulu Türkiye'de menkul kıymetler piyasasını oluşturmak için kapsamlı çalışmalara başlamıştır. 1982–1986 dönemi boyunca menkul kıymetler piyasalarının yasal ve kurumsal yapısı şekillendirilmiştir. Sermaye Piyasası

Kanunu, SPK'ya birincil piyasaların düzenlenmesi için yetki vermektedir. Resmi tebligatta bulunan kurul, yeni ihraçlar ve araçlar için açıklama standartlarını tanımlamıştır. Yatırımcıların korunmasının sağlanması için menkul kıymetler piyasasındaki araçlar, belirli çalışma standartlarını karşılama zorunluluğuyla yükümlü olmuştur. Ayrıca SPK, finansal raporlama sistemi ile ilgili bazı prensipleri de oluşturmuştur. Şirketler için tercihli genel hesap planı hazırlanmıştır. 1983 yılında ikincil piyasaların düzenlenmesi için yeni yasal yapı uygulamaya konmuştur. Bu yasal yapı, bu piyasalardaki bütün işlemleri kurma ve düzenlemeyi başlatmada SPK'ya yetki vermektedir. Nihai olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1985 yılında yeniden açılmış ve 1986 yılında işlem yapmaya başlamıştır (Saraçoğlu, 1997, s.11–12; Sak, 1996, s.71; Atiyas ve Ersel, 1994, s.107).

Türkiye'deki hisse senedi piyasası düzenlemelerinin iki ayırt edici özelliği vardır. **Birinci özellik**, düzenlemelerin bankaların birincil ve ikincil piyasalarda göstermiş olduğu faaliyetleri kısıtlamamasıdır. Aksine bankalar, bu süreçte monopol pozisyonlarını arttırmışlardır. **İkinci özellik** ise, hisse senedi piyasalarındaki gelişmenin etkin bir şekilde izlenmesi ve kontrolü için merkezi bir otoritenin meydana getirilmesidir (Atiyas ve Ersel, 1994, s.107).

1985 yılı sonunda resmen faaliyete geçen İMKB inanılmaz bir gelişme göstermiştir. Türkiye'nin içerisinde bulunduğu konjonktür ve piyasada kısa vadeli yatırım yapmanın hakim olması nedeniyle, yaşanan enflasyon ortamında ihraç rakamları ve ikinci el piyasa işlem hacimleri sürekli bir artış göstermiştir. Birçok büyük sanayi şirketi finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere menkul kıymetler piyasalarından ödünç almaya başlamıştır. Ayrıca bu şirketlerin bazıları hisse senedine dayalı finansmana ve şirketlerini halka açmaya başlamışlardır. Özel sektör tahvilleri ve finansman bonoları, özellikle 1980'li yılların ikinci yarısında ciddi rakamlara ulaşmıştır. Sermaye hesabının 1989 Ağustos'unda kısmi liberalizasyonu, yerleşik olmayanların, sermaye piyasalarına kote olmuş yurt içi menkul kıymetlere yatırım yapmalarına olanak sağlayarak menkul kıymetler piyasasının büyümesine katkıda bulunmuştur. 1990'lı yıllar, hisse senedi ile devlet iç borçlanma senedi ihraç ve işlem hacimlerinin inanılmaz ölçülerde arttığı yıllar olmuştur (Saraçoğlu, 1997, s.12–13; Akyüz, 2002, s.6).

Menkul kıymetler piyasasındaki reformlar, 1990'lı yıllarda da devam ettirilmiştir. 1992 yılında Takas ve Saklama AŞ (daha sonra banka olmuştur) kurulmuş ve 1993 yılında dünyada ilk olarak, repo işlemleri için İMKB bünyesinde organize bir piyasa açılmıştır. 1990'lı

yıllarda, yüksek enflasyon ortamında kısa vadeli yatırıma yönelmeyi tercih eden şirketler ve yatırımcılar nezdinde kamu menkul kıymetlerinin cazibesinin artması nedeniyle, bu kamu kâğıtları üzerinde yapılan repo işlemleri bir çığ gibi büyümüştür. Bu dönemde borsanın teknolojik ve fiziki altyapısında sağlanan önemli gelişmeler, açılan yeni pazarlar ve takas ve saklama sistemlerinde sağlanan iyileşmeler İMKB’de sağlanan gelişmenin devam ettirilmesini sağlamıştır (Akyüz, 2002, s.6–7). İMKB bu dönemde dünya ile bütünleşme anlamında da olumlu adımlar atmış ve kendi alanındaki uluslararası örgütlere üye olmuştur. İMKB, 1992 yılında Uluslararası Borsalar Federasyonu’na (Federation Internationale Des Bourses De Valuers-FIBV) tam üye olarak kabul edilmiştir. Bir yıllık hazırlık döneminin ardından Kasım 1993’de ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu tarafından kabul görmüş uluslararası menkul kıymet piyasası olarak tanınmıştır. İMKB geliştirmekte olan borsalar arasında bu unvana sahip üçüncü ülke olmuştur. Bu gelişmeler, uluslararası kuruluşların İMKB’yi yeterli kurumsal ve hukuksal altyapıya sahip olduğunu kabul etmeleri açısından önemli bir gelişmedir. Ayrıca, 1994 yılının sonunda tamamen otomasyona geçilmesi İMKB’yi gelişmiş borsalara bir adım daha yaklaştırmıştır (Doğu, 1996, s.97).

1980’li ve 1990’lı yıllar boyunca sermaye piyasalarında hukuki ve kurumsal altyapılar oluşturulmuş ve gelişmeler çerçevesinde revize edilmiş, ayrıca dışa açılma politikası çerçevesinde sermaye hareketleri serbestleşmiştir. Ancak menkul kıymetler piyasası, özel sektör araçlarının hacmi bakımından pek fazla ilerleme kaydedememiş ve devletin açıklarını finanse eden bir piyasa olmaktan kurtulamamıştır. Kamu borçlanma araçları, hem sermaye piyasaları açısından hem de bankaların portföylerinde büyük bir ağırlığa sahip olmuştur. Menkul kıymetler piyasası, kamu menkul kıymetlerinin ağırlıkta olduğu bir piyasa olarak göze çarpmaktadır. Bunun en önemli nedeni, 1980’lerin sonundan itibaren kamu kesiminin artan borçlanma gereksinimine paralel olarak kamu açıklarının borçlanmayla finansmanının tercih edilmesi, menkul kıymet stoklarının toplam menkul kıymet stokları içerisindeki payının çok yüksek seviyelere gelmesine neden olmuştur. Kamu kesiminin iç borçlanma yoluna başvurması, tahvil, bono, gelir ortaklığı senetleri ihraç ederek 1990–2002 yılında sermaye piyasası kaynaklarının stok olarak ortalama %80’inini, akım olarak ise ortalama %85’ini kullanmasına yol açmıştır. Bu dönemde kamunun artan oranda menkul kıymetler piyasası kaynaklarına başvurması karşısında özel kesim, kendine gerekli dış finansman kaynaklarını, mevduat bankalarından sağlama yoluna gitmiştir. Özel sektör, 1990–2002 yıllarında sermaye piyasası kaynaklarının stok olarak ancak ortalama %20’sini akım olarak ise ortalama %15’ini kullanabilmişlerdir. Bu dönemde özel kesimde biriken kaynaklar kamu kesimine doğru kaymıştır. Bu durum, kamu kesiminin izlediği politikaların özel kesimi dışlayıcı etkisini

ortaya koymuştur. 1990–2002 döneminde özel kesimin kaynaklarının kamu kesimine kaymasının en önemli sebebi, devlet tahvillerinde uygulanan yüksek faiz ve kamu güvencesi olmuştur (Civan ve Kayacan, 2002, s.88–90; Cansızlar, 2002, s.14).

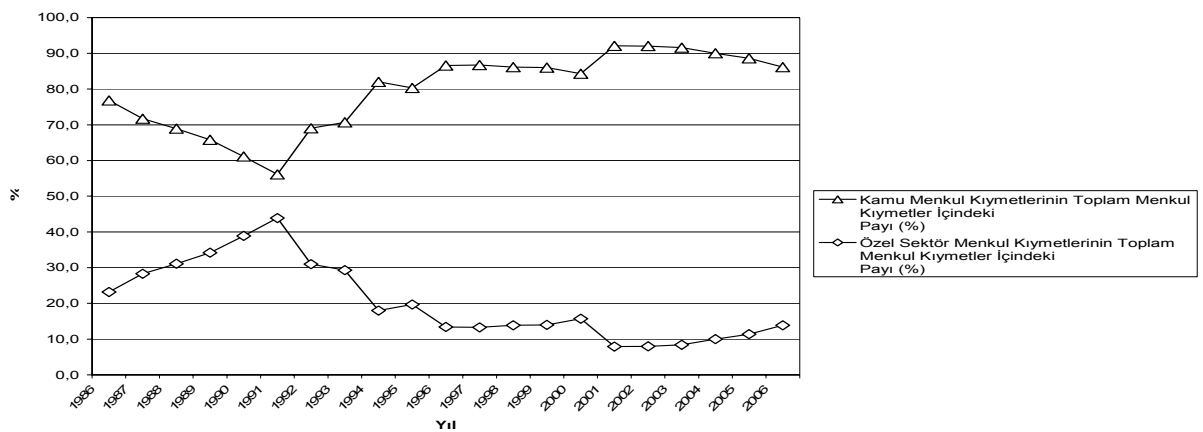
Türkiye'de 1980'li yılların ortasından sonra artmaya başlayan kamu açıkları ve bu açıkların finansmanında borçlanmanın tercih edilmesi sonucunda kamu menkul kıymet stoklarının hızla artmasına neden olmuştur. 1986 yılında 4,1 milyar dolar düzeyinde olan kamu menkul kıymet stokları 2005 yılı sonunda 180,5 milyar dolara yükselmiştir. Özel sektör menkul kıymet stokları da, 1980'li yıllarda sermaye piyasası ile ilgili düzenlemelerin yapılması ve İMKB'nin açılmasıyla hızla artmaya başlamıştır. 1986 yılı sonunda 1,2 milyar dolar olan özel sektör menkul kıymetleri 2005 yılı sonunda 22,7 milyar dolara yükselmiştir. 1991 yılına kadar özel kesim menkul kıymet stoklarının artış hızının kamu menkul kıymet stoklarından fazla olması, toplam menkul kıymet stokları içinde özel sektör menkul kıymet stoklarının payının artmasıyla sonuçlanmış ve 1986 yılında %23,2 olan özel sektör menkul kıymet stoklarının payı 1991 yılında %43,9'a kadar yükselmiştir. Ancak 1991 yılından sonra kamu menkul kıymet stoklarının artış hızının yükselmesi, buna karşın özel sektör menkul kıymet stoklarının dolar bazındaki değerinde 1998 yılına kadar genel olarak gözlenen düşüş, özel sektör menkul kıymet stoklarının payında önemli bir gerilemeye neden olmuştur. 2005 sonu itibariyle toplam menkul kıymet stoku içinde %11,2'lik paya sahip olan özel sektör menkul kıymetlerinin tamamına yakınının hisse senetleri oluşturmaktadır. Özetle, 1990'lı yılların başından itibaren mali piyasalarda, kamu menkul kıymetleri lehine güçlü bir dışlama etkisi yaşanmış ve fonların büyük kısmı kamu kesimi tarafından kullanılmaya başlanmıştır. Bununla birlikte uygulanan ekonomik program ve getirdiği mali disiplinle birlikte 2002 yılından itibaren az da olsa özel sektör menkul kıymetleri lehine bir gelişme yaşandığı gözlenmektedir (SPK, 2006, s.24–25).

Menkul kıymet stoklarının gelişimine baktığımızda (Tablo 4.14), toplam menkul kıymet stokları 1988 yılı hariç 1994 yılına kadar hızlı büyüme göstermiştir. 1994 yılında %28,2 azalan toplam menkul kıymet stoku, 1994 yılı sonrasında sürekli artarak, krizin olduğu 2001 yılında GSMH'nin %62,5'üne kadar ulaşmıştır. Kriz sonrası 2002 yılında GSMH'nin 55,8'ine düşen oran, 2002 yılından sonra hızlı bir şekilde artarak 2005 yılında GSMH'nin %56,3'üne tekabül eden 203 milyar dolara çıkmıştır.

Tablo 4.14. Menkul Kıymet Stokları

| Yıllar | KAMU SEKTÖRÜ | | | | ÖZEL SEKTÖR | | | | TOPLAM | | | |
|--------|--------------|-----------|-------------------------|------------------|-------------|-----------|-------------------------|------------------|------------|-----------|-------------|------------------|
| | Milyon YTL | Milyon \$ | Toplam İçindeki Pay (%) | GSMH'ye oran (%) | Milyon YTL | Milyon \$ | Toplam İçindeki Pay (%) | GSMH'ye oran (%) | Milyon YTL | Milyon \$ | Değişim (%) | GSMH'ye oran (%) |
| 1986 | 3,1 | 4.105,0 | 76,8 | 5,4 | 0,9 | 1.240,0 | 23,2 | 1,6 | 4,0 | 5.346,0 | | 7,0 |
| 1987 | 5,4 | 5.266,0 | 71,7 | 6,0 | 2,1 | 2.076,0 | 28,3 | 2,4 | 7,5 | 7.341,0 | 37,3 | 8,4 |
| 1988 | 8,4 | 4.637,0 | 68,9 | 5,1 | 3,8 | 2.096,0 | 31,1 | 2,3 | 12,2 | 6.733,0 | -8,3 | 7,5 |
| 1989 | 15,5 | 6.701,0 | 65,8 | 6,2 | 8,1 | 3.487,0 | 34,2 | 3,2 | 23,5 | 10.187,0 | 51,3 | 9,4 |
| 1990 | 25,4 | 8.667,0 | 61,1 | 5,7 | 16,1 | 5.514,0 | 38,9 | 3,6 | 41,5 | 14.181,0 | 39,2 | 9,3 |
| 1991 | 44,7 | 8.808,0 | 56,1 | 5,8 | 35,0 | 6.888,0 | 43,9 | 4,5 | 79,7 | 15.695,0 | 10,7 | 10,3 |
| 1992 | 135 | 15.764,0 | 69,0 | 10,0 | 60,7 | 7.094,0 | 31,0 | 4,5 | 196,0 | 22.857,0 | 45,6 | 14,5 |
| 1993 | 270 | 18.681,0 | 70,7 | 10,5 | 112 | 7.749,0 | 29,3 | 4,3 | 382,0 | 26.430,0 | 15,6 | 14,8 |
| 1994 | 598 | 15.563,0 | 82,0 | 11,8 | 131 | 3.407,0 | 18,0 | 2,6 | 729,0 | 18.970,0 | -28,2 | 14,3 |
| 1995 | 1.202 | 19.693,0 | 80,3 | 11,6 | 295 | 4.839,0 | 19,7 | 2,8 | 1.498,0 | 24.532,0 | 29,3 | 14,4 |
| 1996 | 2.849 | 26.500,0 | 86,6 | 14,5 | 441 | 4.106,0 | 13,4 | 2,2 | 3.290,0 | 30.606,0 | 24,8 | 16,7 |
| 1997 | 6.093 | 29.759,0 | 86,7 | 15,5 | 931 | 4.548,0 | 13,3 | 2,4 | 7.025,0 | 34.308,0 | 12,1 | 17,8 |
| 1998 | 11.789 | 37.699,0 | 86,1 | 18,3 | 1.899 | 6.072,0 | 13,9 | 2,9 | 13.688,0 | 43.771,0 | 27,6 | 21,2 |
| 1999 | 23.303 | 43.146,0 | 86,0 | 23,3 | 3.796 | 7.028,0 | 14,0 | 3,8 | 27.099,0 | 50.173,0 | 14,6 | 27,1 |
| 2000 | 36.802 | 54.784,0 | 84,3 | 27,2 | 6.868 | 10.224,0 | 15,7 | 5,1 | 43.670,0 | 65.008,0 | 29,6 | 32,3 |
| 2001 | 122.930 | 85.394,0 | 92,1 | 57,6 | 10.517 | 7.306,0 | 7,9 | 4,9 | 133.447,0 | 92.699,0 | 42,6 | 62,5 |
| 2002 | 150.939 | 92.345,0 | 92,0 | 51,3 | 13.177 | 8.062,0 | 8,0 | 4,5 | 164.115,0 | 100.407,0 | 8,3 | 55,8 |
| 2003 | 196.004 | 140.421,0 | 91,6 | 58,7 | 18.008 | 12.901,0 | 8,4 | 5,4 | 214.012,0 | 153.322,0 | 52,7 | 64,1 |
| 2004 | 227.415 | 169.447,0 | 90,0 | 56,6 | 25.186 | 18.766,0 | 10,0 | 6,3 | 252.601,0 | 188.214,0 | 22,8 | 62,8 |
| 2005 | 248.773 | 180.531,0 | 88,6 | 50,0 | 31.916 | 22.673,0 | 11,4 | 6,3 | 280.689,4 | 203.205,0 | 8,0 | 56,3 |
| 2006 | 255.240 | | 86,1 | | 41.059 | | 13,9 | | 296.298,7 | | | |

Kaynak: SPK



Şekil 4.5. Menkul Kıymet Stoklarının Kesimlere Göre Dağılımı

Kaynak: SPK

Toplam menkul kıymet stokunun içinde kamu menkul kıymetlerinin oranı, kamu borçlanma gereksinimine paralel olarak artarken, özel sektörün piyasada sınırlı rol almasına neden olmuştur. Kamu menkul kıymetlerinin toplam içindeki payı 1986 yılında %76,8, GSMH içindeki payı %5,4 olmuştur. Sermaye hesabının 1989 yılında tamamıyla liberalleşmesi ve 1991 yılından sonra artan kamu borçlanma gereksinimini karşılamak için bankaların dövizle borçlanıp yüksek faizli kamu kâğıtları ile yaşamlarını sürdürme tercihleri, krizin olduğu 1994 yılında kamu menkullerinin toplam menkuller içindeki payının %80'lere çıkmasını sağlamıştır. Krizin ardından alınan önlemlere nedeniyle bir miktar düşen oran, 1996 ve 1997 yılında artmaya devam etmiştir. Uzak Doğu ve Rusya krizi ile birlikte 1999 yılındaki yıkıcı Marmara depreminin etkisi ile bir miktar azalan oran, 2001 yılında kamu bankalarına görev zararları ve fon bankalarına sermaye yapılarının güçlendirilmesi için verilen devlet iç borçlanma senetlerinin etkisi ile en yüksek seviyesi olan %92,1'e kadar çıkmıştır. Toplam menkul kıymetler içindeki kamu menkul kıymetlerinin payı, 2001 yılının ardından düşmekle birlikte, GSMH'ya oranı hâlâ çok yüksek seviyededir (Tablo 4.15).

Özel sektör menkul kıymetleri 1986 yılından sonra hızlı bir büyüme sürecine girmiş, 1986 yılında %23,2 olan toplam menkul kıymetleri içindeki payı, sermaye hesabının liberalizasyonunun ardından, 1991 yılında %43,9'a kadar çıkmıştır. Aynı zamanda özel menkul kıymetleri GSMH'nın %4,5'una kadar artmıştır. Bu artış, özel sektörün menkul kıymetler piyasasından 1986–1991 yılları arasında yoğun olarak fon sağladığını göstermektedir. Kamu borçlarındaki artışa paralel olarak artan kamu menkul kıymetleri 1991 yılından sonra özel sektörün finansman olanaklarını daraltmış ve özel kesim menkullerinin toplam menkul kıymetleri içindeki payı %18'e kadar düşmüştür. 2001 krizine kadar dalgalı bir seyir izleyen özel kesim menkullerinin toplam içindeki payı, 2001 kriz yılında en düşük seviyesi olan %7,9'a kadar düşmüştür. 2002 yılından sonra makroekonomik istikrarın sağlanmasının ardından özel sektörün menkulleri artmış ve 2005 yılında GSMH'nın %6,3 seviyesine 22 milyar dolara kadar çıkmıştır. Menkul kıymet piyasasında reel sektör için en önemli fon kaynağı olan hisse senedi stokunun payı, 1986 yılından sonra 1991 yılına kadar hızlı bir şekilde artmış, 1991 yılından sonra ise giderek azalmıştır. 1986 yılında hisse senedi stokunun toplam menkul kıymetler içindeki payı %19,7'den 1994 yılında %40,6'ya kadar çıkmıştır. 1990'lı yıllarda faizlerin yüksek seviyelerde seyretmesi, kamu kâğıtlarının risksiz yüksek getirileri hisse senetlerine olan talebi azaltmış, hisse senetlerinin toplam menkul kıymetler içindeki payının düşük kalmasına neden olmuştur. 2001 yılındaki büyük kriz ise, hisse senetlerinin toplam menkul kıymetler içindeki payının %7,9'a kadar düşmesine neden olmuştur (Tablo 4.15).

Tablo 4.15. Kesimlere Göre Menkul Kıymet Stokları

| | 1986 | (%) | 1987 | (%) | 1988 | (%) | 1989 | (%) | 1990 | (%) | 1991 | (%) | 1992 | (%) | 1993 | (%) |
|------------------------|---------------|------|---------------|------|---------------|------|---------------|------|-------------|------|--------------|------|--------------|------|--------------|------|
| I. ÖZEL SEKTÖR | 937,6 | 23,2 | 2.113,1 | 28,3 | 3.800,6 | 31,1 | 8.058,0 | 34,2 | 16.139,3 | 38,9 | 34.954,3 | 43,9 | 60.694,1 | 31,0 | 112.032,7 | 29,3 |
| Hisse Senedi | 796,0 | 19,7 | 1.614,0 | 21,6 | 3.132,0 | 25,7 | 6.727,0 | 28,6 | 14.476,0 | 34,9 | 32.304,1 | 40,6 | 49.139,4 | 25,1 | 71.286,2 | 18,7 |
| Tahvil | 131,3 | 3,2 | 436,2 | 5,8 | 539,4 | 4,4 | 776,0 | 3,3 | 1.391,3 | 3,4 | 1.635,6 | 2,1 | 1.670,8 | 0,9 | 1.667,6 | 0,4 |
| Diğer | 10,3 | 0,3 | 62,9 | 0,8 | 129,2 | 1,1 | 555,0 | 2,4 | 272,0 | 0,7 | 1.014,6 | 1,3 | 9.883,9 | 5,1 | 39.078,9 | 10,2 |
| II. KAMU KESİMİ | 3.103,7 | 76,8 | 5.360,4 | 71,7 | 8.407,1 | 68,9 | 15.485,0 | 65,8 | 25.369,7 | 61,1 | 44.699,8 | 56,1 | 134.874,2 | 69,0 | 270.087,4 | 70,7 |
| Devlet Tahvili | 1.511,3 | 37,4 | 2.407,2 | 32,2 | 4.880,3 | 40,0 | 10.862,8 | 46,1 | 18.801,2 | 45,3 | 24.678,4 | 31,0 | 86.387,6 | 44,2 | 189.713,2 | 49,6 |
| Hazine Bonosu | 822,5 | 20,4 | 1.923,3 | 25,7 | 2.541,9 | 20,8 | 3.537,3 | 15,0 | 5.468,6 | 13,2 | 18.258,0 | 22,9 | 42.246,7 | 21,6 | 64.488,1 | 16,9 |
| Diğer | 770,0 | 19,1 | 1.030,0 | 13,8 | 985,0 | 8,1 | 1.085,0 | 4,6 | 1.100,0 | 2,7 | 1.763,4 | 2,2 | 6.239,9 | 3,2 | 15.886,1 | 4,2 |
| TOPLAM | 4.041,3 | 100 | 7.473,5 | 100 | 12.207,7 | 100 | 23.543,0 | 100 | 41.509,0 | 100 | 79.654,1 | 100 | 195.568,3 | 100 | 382.120,1 | 100 |
| | 1994 | (%) | 1995 | (%) | 1996 | (%) | 1997 | (%) | 1997 | (%) | 1998 | (%) | 1999 | (%) | 2000 | (%) |
| I. ÖZEL SEKTÖR | 130.881,4 | 18,0 | 295.452,9 | 19,7 | 441.391,9 | 13,4 | 931.926,0 | 13,3 | 931.293,3 | 13,3 | 1.898.773,4 | 13,9 | 3.795.735,6 | 14,0 | 6.867.979,8 | 15,7 |
| Hisse Senedi | 109.238,9 | 15,0 | 223.803,5 | 14,9 | 424.725,4 | 12,9 | 909.294,8 | 12,9 | 909.294,8 | 12,9 | 1.885.946,0 | 13,8 | 3.793.195,0 | 14,0 | 6.866.817,0 | 15,7 |
| Tahvil | 1.411,9 | 0,2 | 2.354,4 | 0,2 | 2.718,7 | 0,1 | 4.530,1 | 0,1 | 3.897,4 | 0,1 | 5.493,6 | 0,0 | 2.532,7 | 0,0 | 1.162,8 | 0,0 |
| Diğer | 20.230,6 | 2,8 | 69.295,0 | 4,6 | 13.947,8 | 0,4 | 18.101,1 | 0,3 | 18.101,1 | 0,3 | 7.333,8 | 0,1 | 7,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| II. KAMU KESİMİ | 597.914,9 | 82,0 | 1.202.332,6 | 80,3 | 2.848.909,3 | 86,6 | 6.093.227,2 | 86,7 | 6.093.227,2 | 86,7 | 11.789.177,8 | 86,1 | 23.302.853,6 | 86,0 | 36.802.214,0 | 84,3 |
| Devlet Tahvili | 232.825,4 | 31,9 | 511.769,0 | 34,2 | 1.250.154,0 | 38,0 | 3.570.811,0 | 50,8 | 3.570.811,0 | 50,8 | 5.771.980,0 | 42,2 | 19.683.393,0 | 72,6 | 34.362.937,0 | 78,7 |
| Hazine Bonosu | 304.229,7 | 41,7 | 631.298,0 | 42,1 | 1.527.837,0 | 46,4 | 2.374.990,0 | 33,8 | 2.374.990,0 | 33,8 | 5.840.906,0 | 42,7 | 3.236.753,0 | 11,9 | 2.057.684,0 | 4,7 |
| Diğer | 60.859,8 | 8,4 | 59.265,6 | 4,0 | 70.918,3 | 2,2 | 147.426,2 | 2,1 | 147.426,2 | 2,1 | 176.291,8 | 1,3 | 382.707,6 | 1,4 | 381.593,0 | 0,9 |
| TOPLAM | 728.796,3 | 100 | 1.497.785,5 | 100 | 3.290.301,2 | 100 | 7.025.153,2 | 100 | 7.024.520,5 | 100 | 13.687.951,2 | 100 | 27.098.589,2 | 100 | 43.670.193,8 | 100 |
| | 2001 | (%) | 2002 | (%) | 2003 | (%) | 2004 | (%) | 2005 | (%) | 2006 | (%) | | | | |
| I. ÖZEL SEKTÖR | 10.517.095,8 | 7,9 | 13.176.817,0 | 8,0 | 18.008.193,0 | 8,4 | 25.186.443,0 | 10,0 | 31.916,2 | 11,4 | 41.058,6 | 13,9 | | | | |
| Hisse Senedi | 10.515.933,0 | 7,9 | 13.176.817,0 | 8,0 | 18.008.193,0 | 8,4 | 25.186.443,0 | 10,0 | 31.916,2 | 11,4 | 40.925,6 | 13,8 | | | | |
| Tahvil | 1.162,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 120,0 | 0,0 | | | | |
| Diğer | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 13,0 | 0,0 | | | | |
| II. KAMU KESİMİ | 122.930.009,5 | 92,1 | 150.938.526,1 | 92,0 | 196.004.069,9 | 91,6 | 227.414.927,0 | 90,0 | 248.773,2 | 88,6 | 255.240,2 | 86,1 | | | | |
| Devlet Tahvili | 102.169.784,0 | 76,6 | 112.849.835,0 | 68,8 | 168.973.626,0 | 79,0 | 194.210.700,0 | 76,9 | 226.964,3 | 80,9 | 241.876,5 | 81,6 | | | | |
| Hazine Bonosu | 20.029.334,0 | 15,0 | 37.019.856,2 | 22,6 | 25.413.074,3 | 11,9 | 30.272.222,4 | 12,0 | 17.817,6 | 6,3 | 9.593,6 | 3,2 | | | | |
| Diğer | 730.891,5 | 0,5 | 1.068.835,0 | 0,7 | 1.617.369,5 | 0,8 | 2.932.004,5 | 1,2 | 3.991,3 | 1,4 | 3.770,1 | 1,3 | | | | |
| TOPLAM | 133.447.105,3 | 100 | 164.115.343,1 | 100 | 214.012.262,9 | 100 | 252.601.370,0 | 100 | 280.689,4 | 100 | 296.298,7 | 100 | | | | |

Kaynak: SPK

1986 yılında kurulan İMKB, kuruluşundan sonra hızlı bir büyüme süreci geçirmiştir. Hisse senedi piyasasındaki toplam işlem hacmi 2000 yılına kadar büyük bir artış göstermiştir. 1986 yılında sadece 13 milyon dolar olan işlem hacmi, 2006 yılında 229 milyar dolara kadar yükselmiştir (Tablo 4.16). Ancak 2000 yılına kadar büyük artış gösteren işlem hacmi, 2001 Şubat Krizinden büyük ölçüde etkilenmiştir. İşlem hacmi, 2001 yılında %56 daralarak 80 milyar dolara, 2002 yılında da %12 daralarak 70 milyar dolara kadar düşmüştür. Ancak daha sonra toparlanan piyasa, 2004 yılında %48 artarak 147 milyar dolara ve 2006 yılında %14 artarak 229 milyar dolarlık işlem hacmine ulaşarak rekor kırmıştır. Hisse senedi piyasasının gelişmesi açısından önemli bir gösterge olan işlem hacminin GSMH'ya oranına baktığımızda, 1986 yılında %0,02 olan oran, sadece on yılda 1995 yılında %30 seviyesine çıkmıştır. Toplam işlem hacminin kriz öncesi en yüksek seviyesine çıktığı 2000 yılında, işlem hacminin GSMH içindeki payı %88,5'a kadar yükselmiştir. Ancak krizin etkisiyle oran 2002 yılında %38,5'a düşse de, kriz sonrası toparlanan piyasada oran %55 seviyesine kadar çıkmıştır.

Toplam piyasa değeri (kapitalizasyonu) fiyat hareketlerine bağlı olarak oldukça inişli çıkışlı bir seyir izlemiştir. Toplam piyasa değeri 1990 yılında 18,7 milyar dolarken, 1992 yılında 9,9 milyar dolara, benzer şekilde 1999 yılında 114,2 milyar dolar iken 2002 yılı sonunda 34,4 milyar dolara kadar düşmüş, daha sonraki yıllarda yaşanan artış ile birlikte 2005 yılı sonunda 162,8, 2006 yılında 163,8 milyar dolara yükselmiştir (Tablo 4.17). 2005 yılında dolar karşısında Yeni Türk Lirasının değer kazanmasına bağlı olarak şirketlerin dolar bazında piyasa değeri artmıştır. Toplam piyasa değerinin yıllar itibariyle yüzde değişimleri incelendiğinde, dolar bazında en yüksek artışın 1999 yılında yaşandığı gözlenmektedir. 1999 yılında bir önceki yıla göre %236 oranında bir artış olurken, 2000 ve 2001 yıllarındaki iki finansal kriz ve bu krizlerin sonucunda İMKB endekslerindeki düşüş, sınırlı sayıdaki halka arzlar ve İMKB kotundan çıkan hisse senetleri nedeniyle piyasa değeri düşüş göstermiştir. 2000, 2001 ve 2002 yıllarında piyasa değerleri sırasıyla %39, %31 ve %27,9 oranlarında düşmüştür. Kriz sonrasında 2002 yılında piyasanın değeri 1993 seviyesinin dahi altına düşmüştür. 2003 yılından itibaren sağlanan yüksek büyüme, sanayi üretiminin ve ihracatın artması, faiz oranlarının ve enflasyonunun düşme eğilimini sürdürmesi, beklentilerin genelde olumlu seyretmesi ve dünya genelindeki likidite bolluğu İMKB'nin performansını ve piyasa değerini olumlu etkilemiş, piyasanın değeri 2003 yılında %100,6, 2004 yılında %42,1 ve 2005 yılında %66 oranında artmıştır (SPK, 2006, s.32; TBB, 2006, TSPAKB, 2004, s.6).

Tablo 4.16. Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi ve İMKB-100 Endeksi

| Yıl | Çalışma Günü Sayısı | İşlem Hacmi | | | | İşlem Miktarı (YTL 1000) | | Sözleşme Sayısı (1000) | | İMKB-100 ENDEKS | | Toplam İşlem Hacmi/ GSMH |
|------|---------------------|-------------|---------|-------------|-------------|--------------------------|-------------|------------------------|-------------|-----------------|----------|--------------------------|
| | | Toplam | Toplam | Günlük Ort. | Günlük Ort. | Toplam | Günlük Ort. | Toplam | Günlük Ort. | YTL | \$ | |
| | | (YTL) | (\$) | (YTL) | (\$) | | | | | | | |
| 1986 | 250 | 0,01 | 13 | 0 | 0,05 | 3 | 0,01 | | | 1,71 | 131,53 | 0,02 |
| 1987 | 249 | 0,11 | 118 | 0 | 0,47 | 15 | 0,06 | | | 6,73 | 384,57 | 0,14 |
| 1988 | 253 | 0,15 | 115 | 0 | 0,45 | 32 | 0,13 | 112 | 0,44 | 3,74 | 119,82 | 0,12 |
| 1989 | 255 | 2 | 773 | 0,01 | 3,03 | 238 | 0,93 | 247 | 0,97 | 22,18 | 560,57 | 0,75 |
| 1990 | 247 | 15 | 5.854 | 0,06 | 23,7 | 1.537 | 6 | 766 | 3 | 32,56 | 642,63 | 3,86 |
| 1991 | 247 | 35 | 8.502 | 0,14 | 34,42 | 4.531 | 18 | 1.446 | 6 | 43,69 | 501,5 | 5,59 |
| 1992 | 251 | 56 | 8.567 | 0,22 | 34,13 | 10.285 | 41 | 1.682 | 7 | 40,04 | 272,61 | 5,11 |
| 1993 | 246 | 255 | 21.770 | 1 | 88,5 | 35.249 | 143 | 2.815 | 11 | 206,83 | 833,28 | 12,78 |
| 1994 | 253 | 651 | 23.203 | 3 | 91,71 | 100.062 | 396 | 5.085 | 20 | 272,57 | 413,27 | 16,74 |
| 1995 | 251 | 2.374 | 52.357 | 9 | 208,59 | 306.254 | 1.220 | 11.667 | 46 | 400,25 | 382,62 | 30,22 |
| 1996 | 247 | 3.031 | 37.737 | 12 | 152,78 | 390.924 | 1.583 | 12.446 | 50 | 975,89 | 534,01 | 20,24 |
| 1997 | 252 | 9.049 | 58.104 | 36 | 230,57 | 919.784 | 3.650 | 17.639 | 70 | 3.451,26 | 981,99 | 30,79 |
| 1998 | 248 | 18.030 | 70.396 | 73 | 283,85 | 2.242.531 | 9.042 | 21.571 | 87 | 2.597,91 | 484,01 | 33,69 |
| 1999 | 236 | 36.877 | 84.034 | 156 | 356,08 | 5.823.858 | 24.677 | 25.785 | 109 | 15.208,78 | 1.654,17 | 47,11 |
| 2000 | 246 | 111.165 | 181.934 | 452 | 739,57 | 11.075.685 | 45.023 | 32.427 | 132 | 9.437,21 | 817,49 | 88,51 |
| 2001 | 248 | 93.119 | 80.400 | 375 | 324,19 | 23.938.149 | 96.525 | 31.380 | 127 | 13.782,76 | 557,52 | 52,76 |
| 2002 | 252 | 106.302 | 70.756 | 422 | 280,78 | 33.933.251 | 134.656 | 28.967 | 115 | 10.369,92 | 368,26 | 38,65 |
| 2003 | 246 | 146.645 | 100.165 | 596 | 407,18 | 59.099.780 | 240.243 | 29.944 | 122 | 18.625,02 | 778,43 | 41,11 |
| 2004 | 249 | 208.423 | 147.755 | 837 | 593,39 | 69.614.651 | 279.577 | 41.508 | 167 | 24.971,68 | 1.075,12 | 48,59 |
| 2005 | 254 | 269.931 | 201.763 | 1.063 | 794,34 | 81.099.503 | 319.289 | 43.943 | 173 | 39.777,70 | 1.726,23 | 55,50 |
| 2006 | 250 | 325.131 | 229.642 | 1.301 | 918,57 | 91.634.552 | 366.538 | 45.491 | 182 | 39.117,40 | 1.620,59 | 58,90 |

Kaynak: İMKB

İMKB'nin ulusal ekonomideki yerini görmek açısından piyasa değerinin (piyasa kapitilasyonun) GSMH'ya oranı iyi bir göstergedir. İMKB'nin piyasa değerinin GSMH'ya oranı 1986 yılında %1,39'dan 1990'da %13,85'e kadar çıkmıştır. Piyasa değerinin GSMH'ya oranı 1990'lı yıllar boyunca ülkenin içinde bulunduğu istikrarsız makroekonomik ortamdan etkilenerek dalgalı bir seyir izlemiştir. 2002 yılından sonra sürekli olarak artan oran 2005 yılında %44,88'e çıkmıştır (Tablo 4.17).

Tablo 4.17. İMKB'ye İlişkin Temel Göstergeler

| YIL | Şirket Sayısı | Fiyat/Kazanç Oranı | | Toplam Piyasa Değeri | | Toplam Piyasa Değeri/GSMH | Devir Oranı (Turnover Ratio) |
|------|---------------|--------------------|--------|----------------------|-----------|---------------------------|------------------------------|
| | | YTL(1) | YTL(2) | Milyon YTL | Milyon \$ | | |
| 1986 | 80 | 5,07 | - | 0,71 | 938 | 1,39 | 1,23 |
| 1987 | 82 | 15,86 | - | 3,18 | 3.125 | 4,24 | 3,31 |
| 1988 | 79 | 4,97 | - | 2 | 1.128 | 1,55 | 7,28 |
| 1989 | 76 | 15,74 | - | 16 | 6.756 | 6,95 | 11,17 |
| 1990 | 110 | 23,97 | - | 55 | 18.737 | 13,85 | 27,72 |
| 1991 | 134 | 15,88 | - | 79 | 15.564 | 12,45 | 44,90 |
| 1992 | 145 | 11,39 | - | 85 | 9.922 | 7,70 | 66,50 |
| 1993 | 160 | 25,75 | - | 546 | 37.824 | 27,34 | 46,79 |
| 1994 | 176 | 24,83 | - | 836 | 21.785 | 21,50 | 77,80 |
| 1995 | 205 | 9,23 | - | 1.265 | 20.782 | 16,10 | 187,73 |
| 1996 | 228 | 12,15 | 10,86 | 3.275 | 30.797 | 21,87 | 92,81 |
| 1997 | 258 | 24,39 | 19,45 | 12.654 | 61.879 | 43,05 | 73,27 |
| 1998 | 277 | 8,84 | 8,11 | 10.612 | 33.975 | 19,83 | 170,53 |
| 1999 | 285 | 37,52 | 34,08 | 61.137 | 114.271 | 78,10 | 60,36 |
| 2000 | 315 | 16,82 | 16,11 | 46.692 | 69.507 | 37,18 | 238,46 |
| 2001 | 310 | 108,33 | 824,42 | 68.603 | 47.689 | 38,87 | 135,73 |
| 2002 | 288 | 195,92 | 26,98 | 56.370 | 34.402 | 20,50 | 188,58 |
| 2003 | 285 | 14,54 | 12,29 | 96.073 | 69.003 | 26,94 | 152,64 |
| 2004 | 297 | 14,18 | 13,27 | 132.556 | 98.073 | 30,90 | 211,89 |
| 2005 | 304 | 17,19 | 19,38 | 218.318 | 162.814 | 44,88 | 123,64 |
| 2006 | 316 | 22,02 | 14,86 | 230.038 | 163.775 | 39,95 | 140,90 |

Fiyat Kazanç Oranları, 1986–1992 yılları arasında şirketlerin bir önceki yılın net dönem kârları üzerinden hesaplanmıştır.

(YTL1)= Toplam Piyasa Değeri / Son İki Altışar Aylık Dönemin Kârlar-Zararlar Toplamı

(YTL2)= Toplam Piyasa Değeri / Son Dört Üçer Aylık Dönemin Kârlar-Zararlar Toplamı

Kaynak: İMKB; SPK.

Hisse senedi piyasasındaki toplam işlem hacminin, ortalama piyasa kapitilasyonuna oranı, piyasanın devir hızını (dönüş oranı ya da işlem görme oranı da denmektedir) vermektedir. Gelişmekte olan piyasalarda devir hızının yüksekliği, düşük likidite riskinin yanı sıra bu piyasalarda yatırımcıların uzun vadeli değil kısa vadeli getiriye ve fiyat hareketleri sonucu oluşan spekülasyon kazancı öne çıkardıklarını göstermektedir (Doğu, 1996, s.8; TSPAKB, 2004, s.9). 1986 yılından 1989 yılına kadar piyasada düşük devir hızı hakimken, 1989 yılında sermaye hareketlerinin liberalleşmesinin ardından İMKB, kendini uluslararası spekülasyon sermayenin değişkenliğine terk etmiştir. 1986 yılında %1,23, 1987 yılında %3,31 olan oran hızlı bir artışla 1990 yılında %27,72'ye yükselmiştir (Tablo 4.17). 1995 yılında

%187'lere kadar tırmanan oran, 2000 yılında %188'e, 2004 yılında %211'e çıkmış ve 2000'li yıllar boyunca yüksek devir hızı oranını korumuştur.

Piyasaya kote şirketlerin sayısının fazla olması ülkedeki tasarrufların büyük bölümünün sermaye piyasası kanalıyla aktarıldığını göstermektedir. Borsaya kote şirket sayısı 2000 yılına kadar artış göstermiş, 2000 yılındaki yoğun halka arzların ardından 2001 yılında düşmüştür (Tablo 4.17). Sınırlı halka arzlar ve borsa kotundan çıkarılan şirketler nedeniyle, 2001 yılından sonra dalgalı bir seyir izleyen şirket sayısı, 2006 yılında 316 olmuştur (TSPAKB, 2004, s.6; Doğu, 1996, s.8–9).

En fazla ihraçlar gelişmiş piyasalarda yapıldığından dolayı gelişmekte olan bir piyasa için yeni ihraçların büyüklüğü önemlidir. Halka arzlar, 2000 yılına kadar sayı ve hacim olarak artış göstermiştir. 2000 yılının ise sayıca ve halka arz büyüklüğü olarak kriz öncesinde rekor yıl olduğu görülmektedir (Tablo 4.19). Ancak 2001 ve 2002 yıllarında sermaye piyasalarında görülen gerileme, halka arzlarda da etkisini göstermiştir. 2001 yılında tek, 2002'de 4 ve 2003 yılının ilk yarısında sadece iki halka arz gerçekleşmiştir (Doğu, 1996, s.10; TSPAKB, 2004, s.6). 2004 yılında 12, 2005 yılında 9 ve 2006 yılında 15 halka arz gerçekleşmesine rağmen 2005 ve 2006 yılındaki halka arzlar geçmiş yıllara nispeten hacim olarak büyük ancak gelişmiş ülkelerin çok altındadır. Türkiye'de toplam şirket sayısı ile kıyaslandığında şirketlerin halka açılma oranları çok düşüktür. Halka arz eden şirketlerde sermayesinin çok düşük miktarlarını halka açtıklarından dolayı, sınırlı arzlar İMKB'nin sığığını önleyememektedir. 1990'lı yıllarda, yüksek enflasyon ortamında kısa vadeli yatırıma yönelmeyi tercih eden şirketler ve yatırımcılar nezdinde kamu menkul kıymetlerinin cazibesinin artması nedeniyle bu kamu kâğıtları üzerinde yapılan repo işlemleri bir çığ gibi büyümüştür (Akyüz, 2002, s.6). İMKB tahvil ve bono piyasasında (kesin alım satım pazarı ve repo-ters repo pazarında) gerçekleşen toplam işlem hacimleri, 2000 yılında 720 milyar YTL ile (1,1 trilyon ABD Doları) rekor düzeye ulaştıktan sonra, dolar bazında 2001 ve 2002 yıllarında ciddi bir düşüş eğilimine girmiştir. Bu dönemde işlem hacmi, 2002 yılında bir önceki yıla göre %17,5 oranında azalarak 548 milyar dolara gerilemiştir (Tablo 4.18). 2003 yılında yükselişe geçen işlem hacmi dolar bazında %54,4 artarak 856 milyar dolar, YTL bazındaysa %49,6 artarak 1,254 milyar YTL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2003 yılında başlayan yükseliş 2004 ve 2005 yılında da devam etmiş ve işlem hacmi 2004 yılında 1,924 milyar YTL'ye (1.4 trilyon dolar), 2005 yılında ise 2,340 milyar YTL'ye (1.7 trilyon dolar) ulaşmıştır.

Tablo 4.18. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacimleri

| Dönem | Kesin Alım-Satım Pazarı | | Repo, Ters-Repo Pazarı | | Toplam | | Günlük Ortalama | |
|-------|-------------------------|---------------|------------------------|---------------|------------|---------------|-----------------|---------------|
| | Milyon YTL | Milyon ABD \$ | Milyon YTL | Milyon ABD \$ | Milyon YTL | Milyon ABD \$ | Milyon YTL | Milyon ABD \$ |
| 1991 | 1 | 312 | - | - | 1 | 312 | 0,01 | 2 |
| 1992 | 18 | 2.406 | - | - | 18 | 2.406 | 0,07 | 10 |
| 1993 | 123 | 10.728 | 59 | 4.794 | 182 | 15.522 | 0,78 | 66 |
| 1994 | 270 | 8.832 | 757 | 23.704 | 1.027 | 32.536 | 4 | 129 |
| 1995 | 740 | 16.509 | 5.782 | 123.254 | 6.522 | 139.763 | 26 | 555 |
| 1996 | 2.711 | 32.737 | 18.340 | 221.405 | 21.051 | 254.142 | 84 | 1.006 |
| 1997 | 5.504 | 35.472 | 58.192 | 374.384 | 63.696 | 409.856 | 253 | 1.626 |
| 1998 | 17.996 | 68.399 | 97.278 | 372.201 | 115.274 | 440.601 | 461 | 1.762 |
| 1999 | 35.430 | 83.842 | 250.724 | 589.267 | 286.154 | 673.109 | 1.154 | 2.714 |
| 2000 | 186.336 | 262.941 | 554.121 | 888.732 | 720.458 | 1.149.673 | 2.870 | 4.580 |
| 2001 | 39.777 | 37.297 | 696.339 | 627.244 | 736.115 | 664.541 | 2.933 | 2.643 |
| 2002 | 102.095 | 67.256 | 736.426 | 480.725 | 838.520 | 547.982 | 3.314 | 2.168 |
| 2003 | 213.098 | 144.422 | 1.040.733 | 701.545 | 1.253.831 | 845.967 | 5.015 | 3.384 |
| 2004 | 372.670 | 262.596 | 1.551.410 | 1.090.476 | 1.924.080 | 1.353.072 | 7.635 | 5.389 |
| 2005 | 480.723 | 359.371 | 1.859.714 | 1.387.221 | 2.340.436 | 1.746.591 | 9.214 | 6.876 |
| 2006 | 381.772 | 270.183 | 2.538.802 | 1.770.337 | 1.920.573 | 2.040.520 | 11.636 | 8.130 |

Kaynak: SPK, İMKB

Tablo 4.19. 1990–2006 Arasındaki Halka Arzlar ve Oranları

| YILLAR | Halka açılan toplam şirket sayısı | Sermayenin %1-%15'ini (%15 dâhil değil) halka açan şirket sayısı | Sermayesinin %15-%25'ini (%25 dâhil değil) halka açan şirket sayısı | Sermayesinin %25 ve %25'ten daha fazlasını halka açan şirket sayısı | Hacim (Bin YTL) |
|---------------|-----------------------------------|--|---|---|------------------|
| 1990 | 33 | 3 | 26 | 4 | 2.575 |
| 1991 | 24 | 8 | 9 | 7 | 880 |
| 1992 | 13 | 4 | 8 | 1 | 644 |
| 1993 | 16 | 1 | 13 | 2 | 1.784 |
| 1994 | 25 | 2 | 15 | 8 | 7.684 |
| 1995 | 29 | 4 | 14 | 11 | 10.698 |
| 1996 | 27 | 4 | 10 | 13 | 14.701 |
| 1997 | 29 | 4 | 15 | 10 | 63.569 |
| 1998 | 20 | 2 | 9 | 9 | 94.318 |
| 1999 | 10 | 2 | 1 | 7 | 46.473 |
| 2000 | 35 | 3 | 22 | 10 | 1.720.622 |
| 2001 | 1 | - | - | 1 | 386 |
| 2002 | 4 | - | 3 | 1 | 76.618 |
| 2003 | 2 | - | - | 2 | 18.395 |
| 2004 | 12 | - | 3 | 9 | 1.427.872 |
| 2005 | 9 | - | 3 | 6 | 2.362.053 |
| 2006 | 15 | - | 1 | 14 | 1.239.682 |
| TOPLAM | 304 | 37 | 152 | 115 | 7.088.956 |

Kaynak: SPK, İMKB

Bu dönemde işlem hacmi bir önceki yıla göre Yeni Türk Lirası ve dolar bazında sırasıyla %21,6 ve %29,1 oranlarında artmıştır (SPK, 2006, s.34–35).

İMKB'yi dünya borsalarıyla karşılaştırdığımızda ise, İMKB'ye kayıtlı şirket sayısı gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin çok gerisinde kalmıştır. İMKB'ye kayıtlı şirket sayısı, 2006 yılında gelişmekte olan ülkelerden Kore, Hindistan, Malezya, Çin, Meksika ve Brezilya'nın gerisinde kalmıştır. İMKB'yi AB'ye üye ülkelerin borsaları ile kıyasladığımızda ise, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip Almanya ve İngiltere'nin çok gerisinde kalmasına rağmen, İtalya, Yunanistan, İrlanda, Slovenya, Lüksemburg ve Norveç gibi birçok Avrupa ülkesine nispeten iyi bir konumda bulunmaktadır (Tablo 4.20).

Toplam işlem hacmine baktığımızda ise durum değişmektedir. İMKB, 2005 yılında 199 milyar dolarlık işlem hacmi ile 51 ülke içinde yirmi birinci, 2006 yılında ise 222 milyar dolarlık işlem hacmi ile yirmi üçüncü sırada yer almıştır. İMKB 2006 yılında, Yunanistan, Tayland, Meksika, Avusturya, Malezya ve Arjantin gibi birçok gelişmekte olan ülkenin çok üstünde işlem hacmine sahip olmuştur. Borsadaki hisse senetlerinin işlem görme oranına baktığımızda ise İMKB birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi geride bırakmıştır. İMKB, 2005 yılında %168,5'la üçüncü, 2006 yılında ise %141,3'le onuncu sırada yer almaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda işlem görme oranının yüksekliği, piyasanın yüksek likiditeye sahip olduğunu göstermekle birlikte, bu piyasalarda yatırımcıların uzun vadeli değil, kısa vadeli getiriye ve fiyat hareketleri sonucu oluşan spekülative kazançlı öne çıkarmalarının da bir göstergesi olmasından dolayı, İMKB'nin likit ama yüksek derecede spekülative sermayenin değişkenliğine maruz kalan bir piyasa olduğu söylenebilir (Tablo 4.20).

Ülkelerdeki hisse senedi piyasasının gelişmişliğinin önemli bir göstergesi de piyasa kapitilizasyon (piyasa değeri) miktarı ve bu değerinin GSYİH'ya oranıdır. İMKB, 2005 yılında 161,5 milyar dolarlık piyasa kapitilizasyonu ile yirmi altıncı sıradayken, 2006 yılında sadece %0,5 artış sağlayarak piyasa kapitilizasyonu 162,4 milyar dolara çıkmış ve sıralamada otuz ikinci sırada yer almıştır (Tablo 4.20). İMKB 2006 yılında piyasa kapitilizasyonu yönünden Hong Kong, Kore, Hindistan, Tayvan, Meksika, Malezya ve Yunanistan gibi birçok gelişmekte olan ülkenin çok altında bir piyasa değerine sahip olmuştur. Piyasa kapitilizasyonunun 2005–2006 yılları arasındaki yüzde değişimine baktığımızdaysa, İMKB sadece %0,5 artarak en düşük gelişmeye sahip borsalardan biri olmuştur. İMKB'nin oldukça sınırlı bir gelişmeye sahip olduğu dönemde, gelişmekte olan ülkelere Malezya'nın piyasa

Tablo 4.20. Dünya'daki Borsalara İlişkin Temel Göstergeler

| BORSA | 2005 | | | | | 2006 | | | | | |
|---------------------|---------------|-------------------------|---|------------------------------|-------------------------------|---------------|-------------------------|-----------------------------------|---|--------------------------------------|------------------------------|
| | Şirket Sayısı | İşlem Hacmi (Milyar \$) | Yurt İçi Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar \$) | İşlem Görme Oranı (Turnover) | Piyasa Kapitalizasyonu / GSMH | Şirket Sayısı | İşlem Hacmi (Milyar \$) | 2005-2006 % Değişim (İşlem Hacmi) | Yurt İçi Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar \$) | 2005-2006 % Değişim (Kapitalizasyon) | İşlem Görme Oranı (Turnover) |
| AMERİKA | | | | | | | | | | | |
| Amex | 595 | 608,1 | 86,3 | | 1,6% | 592 | 601,2 | -1,1% | | | |
| Bermuda | 56 | 0,1 | 2,1 | 3,5% | - | 54 | 0,2 | 125,3% | 2,7 | 27,2% | 6,3% |
| Arjantin | 104 | 6,9 | 47,6 | 11,2% | 26,9% | 106 | 5,3 | -23,0% | 51,2 | 7,7% | 7,2% |
| Kolombiya | 98 | 9,4 | 50,5 | 24,1% | 40,5% | 94 | 14,8 | 57,6% | 56,2 | 11,3% | 28,8% |
| Lima | 224 | 2,7 | 24,1 | 10,1% | 32,0% | 221 | 5,5 | 107,0% | 40,0 | 65,8% | 15,8% |
| Meksika | 326 | 56,7 | 239,1 | 27,2% | 30,8% | 335 | 96,4 | 70,1% | 348,3 | 45,7% | 29,6% |
| Nasdaq | 3.164 | 10.086,7 | 3.604,0 | 250,4% | 28,9% | 3.133 | 11.807,5 | 17,1% | 3.865,0 | 7,2% | 269,9% |
| NYSE | 2.270 | 17.858,4 | 13.632,3 | 99,1% | 109,2% | 2.280 | 21.790,6 | 22,0% | 15.421,2 | 13,1% | 134,3% |
| Santiago | 246 | 19,0 | 136,5 | 14,8% | 108,8% | 246 | 29,6 | 56,2% | 174,4 | 27,8% | 19,0% |
| Sao Paulo | 343 | 165,3 | 474,6 | 42,8% | 57,3% | 350 | 276,1 | 67,1% | 710,2 | 49,6% | 45,5% |
| Toronto | 3.758 | 900,5 | 1.482,2 | 69,2% | 126,1% | 3.842 | 1.281,8 | 42,3% | 1.700,7 | 14,7% | 76,4% |
| ASYA-PASİFİK | | | | | | | | | | | |
| Avustralya | 1.714 | 672,4 | 804,0 | 84,0% | 118,2% | 1.829 | 859,6 | 27,8% | 1.095,9 | 36,3% | 88,4% |
| Bombay | 4.763 | 159,0 | 553,1 | 35,4% | 70,6% | 4.796 | 214,5 | 34,9% | 818,9 | 48,1% | 31,9% |
| Malezya | 1.019 | 51,6 | 180,5 | 28,3% | 137,8% | 1.025 | 75,2 | 45,7% | 235,6 | 30,5% | 36,2% |
| Kolombo | 239 | 1,1 | 5,7 | 19,0% | 24,7% | 237 | 1,0 | -11,3% | 7,8 | 35,8% | 14,5% |
| Hong Kong | 1.135 | 464,3 | 1.055,0 | 50,3% | 591,9% | 1.173 | 832,4 | 79,3% | 1.715,0 | 62,6% | 62,1% |
| Jakarta | 336 | 41,6 | 81,4 | 54,7% | 29,3% | 344 | 48,8 | 17,2% | 138,9 | 70,6% | 44,8% |
| Kore | 1.616 | 1.210,7 | 718,0 | 206,9% | 90,0% | 1.689 | 1.342,1 | 10,9% | 834,4 | 16,2% | 171,4% |
| Hindistan | 1.034 | 314,7 | 516,0 | 75,6% | 65,9% | 1.156 | 423,6 | 34,6% | 774,1 | 50,0% | 67,8% |
| Yeni Zelanda | 185 | 20,9 | 40,6 | 43,5% | 38,3% | 182 | 22,2 | 6,5% | 44,8 | 10,4% | 51,6% |
| Osaka | 445 | 197,8 | 185,6 | 97,7% | 4,4% | 467 | 251,4 | 27,1% | 181,8 | -5,3% | 74,9% |
| Filipinler | 237 | 7,0 | 39,8 | 19,7% | 39,0% | 240 | 11,2 | 60,6% | 67,9 | 70,4% | 21,8% |
| Şanghay | 833 | 238,5 | 286,2 | 82,1% | 12,7% | 842 | 736,4 | 208,7% | 917,5 | 220,6% | 153,8% |
| Çin | 544 | 154,3 | 115,7 | 128,9% | 5,1% | 579 | 422,6 | 174,0% | 227,9 | 97,1% | 251,7% |
| Singapur | 686 | 116,5 | 257,3 | 48,4% | 220,3% | 708 | 180,2 | 54,8% | 384,3 | 49,3% | 58,2% |
| Tayvan | 696 | 585,4 | 476,0 | 131,4% | - | 693 | 736,5 | 25,8% | 594,7 | 24,9% | 141,7% |
| Tayland | 504 | 95,6 | 123,9 | 80,7% | 71,6% | 518 | 100,9 | 5,5% | 140,2 | 13,1% | 72,7% |
| Tokyo | 2.351 | 4.481,7 | 4.572,9 | 115,3% | 107,4% | 2.416 | 5.822,8 | 29,9% | 4.614,1 | 0,9% | 125,8% |

Tablo 4.20 Devam

| BORSA AVRUPA-AFRİKA-ORTA DOĞU | 2005 | | | | | 2006 | | | | | |
|-------------------------------------|---------------|-------------------------|---|------------------------------|-------------------------------|---------------|-------------------------|-----------------------------------|---|--------------------------------------|------------------------------|
| | Şirket Sayısı | İşlem Hacmi (Milyar \$) | Yurt İçi Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar \$) | İşlem Görme Oranı (Turnover) | Piyasa Kapitalizasyonu / GSMH | Şirket Sayısı | İşlem Hacmi (Milyar \$) | 2005-2006 % Değişim (İşlem Hacmi) | Yurt İçi Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar \$) | 2005-2006 % Değişim (Kapitalizasyon) | İşlem Görme Oranı (Turnover) |
| Atina | 304 | 65,1 | 145,1 | 48,8% | 67,9% | 290 | 107,9 | 65,7% | 208,3 | 43,5% | 58,6% |
| İspanya | | 1.566,1 | 959,9 | 161,2% | 90,0% | | 1.933,8 | 23,5% | 1.322,9 | 37,8% | 167,0% |
| İtalya | 282 | 1.293,7 | 798,1 | 160,0% | 47,7% | 311 | 1.591,2 | 23,0% | 1.026,5 | 28,6% | 162,9% |
| Budapeşte | 44 | 24,2 | 32,6 | 73,7% | 31,9% | 41 | 30,9 | 28,0% | 41,8 | 28,3% | 88,3% |
| Kahire | 744 | 26,2 | 79,5 | 73,8% | 84,9% | 595 | 48,1 | 83,2% | 93,5 | 17,6% | 58,5% |
| Kıbrıs Rum K. | 144 | 0,5 | 6,6 | 12,9% | 41,3% | 141 | 4,2 | 794,0% | 16,2 | 145,5% | 34,1% |
| Almanya | 764 | 1.915,3 | 1.221,1 | 149,4% | 46,1% | 760 | 2.737,2 | 42,9% | 1.637,6 | 34,1% | 173,7% |
| Euronext | 1.259 | 2.906,2 | 2.706,8 | 112,8% | 86,4% | 1.210 | 3.853,3 | 32,6% | 3.708,2 | 37,0% | 116,4% |
| İrlanda | 66 | 67,4 | 114,1 | 59,5% | 60,3% | 70 | 81,7 | 21,1% | 163,3 | 43,1% | 59,6% |
| İMKB | 304 | 199,2 | 161,5 | 168,5% | 44,6% | 316 | 222,7 | 11,8% | 162,4 | 0,5% | 141,3% |
| Johannesburg | 373 | 201,8 | 549,3 | 44,6% | 228,1% | 389 | 311,0 | 54,1% | 711,2 | 29,5% | 48,9% |
| Slovenya | 116 | 1,4 | 7,9 | 14,0% | 24,4% | 100 | 2,1 | 51,7% | 15,2 | 92,2% | 17,6% |
| Londra | 3.091 | 5.677,7 | 3.058,2 | 110,1% | 145,0% | 3.256 | 7.571,7 | 33,4% | 3.794,3 | 24,1% | 124,8% |
| Lüksemburg | 245 | 0,3 | 51,2 | 0,5% | 148,3% | 260 | 0,3 | -20,1% | 79,5 | 55,2% | 0,3% |
| Malta | 13 | 0,1 | 4,1 | 4,3% | 77,2% | 14 | 0,3 | 73,0% | 4,5 | 9,9% | 5,4% |
| Mauritius | 30 | 0,2 | 2,3 | 13,1% | 38,2% | 63 | 0,2 | 37,6% | 5,0 | 112,8% | 4,1% |
| OMX | 678 | 951,4 | 802,6 | 116,7% | 96,5% | 791 | 1.332,4 | 40,0% | 1.122,7 | 39,9% | 134,5% |
| Oslo | 219 | 234,4 | 191,0 | 118,8% | 67,9% | 229 | 405,9 | 73,2% | 279,9 | 46,6% | 144,3% |
| İsviçre | 400 | 973,5 | 935,4 | 114,7% | 269,1% | 348 | 1.396,5 | 43,5% | 1.212,3 | 29,6% | 130,2% |
| Tahran | 408 | 7,9 | 36,4 | 18,7% | - | 320 | 4,9 | -37,7% | 36,3 | -0,3% | 13,8% |
| Tel Aviv | 584 | 49,0 | 122,6 | 46,1% | 101,9% | 606 | 65,5 | 33,7% | 161,7 | 31,9% | 46,6% |
| Varşova | 241 | 30,4 | 93,6 | 38,7% | 31,2% | 265 | 55,7 | 83,1% | 148,8 | 58,9% | 45,4% |
| Viyana | 111 | 46,5 | 126,3 | 41,6% | 43,7% | 113 | 82,0 | 76,6% | 192,8 | 52,7% | 50,2% |

Kaynak: World Federation of Exchanges

değeri %30,5, Yunanistan'ın piyasa değeri %43,5 ve Hindistan'ın piyasa değeri %50 artmıştır. Piyasa kapitilizasyonunun GSYİH'ya oranına baktığımızda ise, 2005 yılında İMKB'de piyasa kapitilizasyonunun GSYİH'ya oranı %44,6 olmuş ve borsalar arasında 48 borsa arasında yirmi dokuzuncu sırada yer alarak, birçok gelişmekte olan ülkenin çok gerisinde kalmıştır. Oran, gelişmekte olan ülkelerden Malezya'da %138, Kore'de %90, Tayland'da %72, Yunanistan'da %68, Hindistan'da %66 ve Brezilya'da %57 olarak gerçekleşmiştir.

İMKB 2006 yılı itibariyle dünya borsaları içerisinde yeterli düzeyde değildir. Yüksek gelişme potansiyeline sahip bir borsa olan İMKB, likidite bakımından yüksek, ancak piyasa kapitilizasyonu (değeri) bakımından nispeten düşük değere sahiptir. İMKB, düşük piyasa kapitilizasyonu, yüksek işlem hacmi ve işlem görme oranı ile spekülative faaliyetlerin yüksek olduğu bir borsa izlemine vermektedir. İMKB'deki yüksek değişkenlik, spekülative faaliyetleri doğururken, İMKB'nin makroekonomi ile yeterince eklenememesini ve reel sektörü yeterince besleyememesine neden olmaktadır.

Özel sektöre alternatif bir finansman olanağı sağlanması için kurulan menkul kıymetler piyasası amacından çok uzak bir görüntü sergilemiştir. Sağlanan birçok gelişmeye karşın, sermaye piyasalarının asıl beslendiği kaynak olan mali sistemi büyütmeye yeterince başarılı olamamıştır. Kamu kesimi menkul kıymetlerinin ihraç rakamlarında ciddi artışlar yaşanmış ancak özel sektör menkul kıymetleri, 1980'lerin ikinci yarısındaki kısa süreli artışın dışında çok yetersiz kalmıştır. Kamunun ağırlığının piyasada yüksek oluşu, özel sektör tarafından daha verimli alanlarda değerlendirilebilecek olan fonların kamuya akmasına yol açmakla birlikte, kamu güdümünde de olsa, sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmuştur (İnağ, 1994, s.359; Akyüz, 2002, s.7-8).

Sermaye piyasalarının ekonomi içerisindeki payının sınırlı kalmasının temelinde arz ve talebin yeterince büyütememesi yatmaktadır. Aslında sermaye piyasasının hukuki altyapısı uluslararası normlara uygun, AB mevzuatı ile büyük ölçüde uyumludur. Piyasanın hızlı, düzenli işleyişini sağlayan köklü kurumlar ve yatırımcının korunmasına dönük işlevsel mekanizmalar mevcuttur. Sermaye piyasasının tüm kurumları bilgi işlem teknolojilerini yoğun olarak kullanmaktadır. Türkiye'deki sermaye piyasasının bu güçlü yönlerine karşılık birçok zayıflıkları bulunmaktadır. Yurt içi tasarrufların sadece çok küçük bir bölümü sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmektedir. Bireysel yatırımcı tabanı ve portföy büyüklüğü gelişmiş ülkelere kıyasla oldukça düşük seviyelerdedir. Türkiye'de kurumsal yatırımcı

çeşitliliği azdır. Toplumsal bilgi eksikliği, risk-getiri analizi yapmakta güçlük çeken tasarrufçuların geleneksel yatırım araçlarını tercih etmesine yol açmaktadır. Öte yandan, benzer durum sermaye piyasasından fon sağlama konusundaki bilgi eksikliği ile de arz tarafına yansımaktadır. Türkiye’de sermaye piyasası aracı olarak sadece hisse senetleri ve kamu borçlanma senetleri ihraç edilmektedir. Diğer sermaye piyasası araçları çeşitli sebeplerle ihraç edilemez hale gelmiştir. Vergi rejimi, sermaye piyasası yatırımlarını teşvik etmekten uzaktır. Benzer nitelikteki yatırım araçları arasında farklı vergilendirme sistemleri uygulanmakta, vergi kanunları sıklıkla değiştirilmekte, tasarrufların verimli alanlarda değerlendirilmesini engelleyecek düzenlemeler getirilmektedir. Sonuç olarak, tasarrufçuların ve ihraççıların geleceğe dönük uzun vadeli yatırım veya fonlama kararları almaları engellenmekte, sisteme duyulan güven zedelenmektedir (TSPAKB, 2004, s.11–44).

Ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik ortam (yüksek enflasyon ve sonucunda uygulanan yüksek faizli iç borçlanma) İMKB’de yapısal problemlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu durumun hisse senedi piyasalarının gelişimine iki yönden zararı olmuştur. İlk olarak, sağlanan risksiz yüksek kazanç olanakları, tasarruf sahiplerini hisse senedi piyasasından uzaklaştırmış ve talebi azaltmıştır. İkinci olarak, girişimcilerin yatırım yapma isteklerini kırarak, şirketlerin doğrudan finansman sağlama yöntemi olarak kullanabilecekleri halka açılma isteklerini kırmıştır. İMKB, ikinci el piyasa hacmi itibarıyla hep rekorlar kırmış, ancak birinci el piyasa işlem hacmi itibarıyla, yani şirketlerin halka açılarak finansman sağlaması anlamında İMKB çok fazla büyümemiştir. Esasında, enflasyon ortamında hızlı bir nominal büyüme yaşandığı halde, reel anlamda önemli bir mesafe kat edilememiştir. İMKB’nin gelişmemesinin arz tarafındaki bir diğer sorun, ülkedeki toplam şirket sayısı ile orantısız sayıda şirketlerin İMKB’de işlem görüyor olmasıdır. Sorunun talep tarafında tasarruf sahiplerinin mali varlıklara yeterince talep yaratmamaları yatmaktadır. Çok az sayıda kişinin hisse senedi piyasasında işlem yaptırması bu piyasanın sağlam bir talep yapısına ulaşamadığı anlamına gelmektedir. Yatırımcıların sermaye piyasası ve borsaya bakış açıları yoğun bir şekilde ülkenin içerisinde bulunduğu koşullardan etkilenmiş, özellikle 1990’lı yıllarda kısa vadeli yatırım biçimi haline gelmiştir. Sabit getirili menkul kıymetlerde ortalama vadeler 3–6 ay sınırını pek aşmazken, hisse senetlerini elde tutma süreleri de çok kısalmıştır. Bu ortamda hisse senetlerini elde tutarak değil, alıp-satarak para kazanma eğilimi ağır basmıştır. Bu yapı, İMKB’nin likiditesini inanılmaz ölçülerde arttırırken, fiyat değişkenliğini ve riskleri de aynı ölçüde arttırmıştır. Aslında kısa dönemli getiri oynaklığı likiditeyi arttırmak gibi olumlu bir etki yaratsa da uzun dönemde belirli tür tasarruf sahibinin bu yatırım alternatifinden uzaklaşmasına neden olmuştur. Bu yapı içerisinde Türkiye’ye gelen yabancı yatırımcıların

büyük kısmı yüksek risk alan ve spekülâtif işlemlere eğilimli kişi ve kurumlardan oluşmuştur. İMKB’de fiyat istikrarının olmaması yani değişkenliğin (oynaklığın) yüksekliği, riskten kaçınan küçük yatırımcı ve diğer kurumsal yatırımcıları piyasadan uzak tutarken, piyasayı kısa vadede yüksek getiri bekleyen ve ani fiyat hareketlerini kendi lehine çevirmeye çalışan spekülâtorlerin inisiyatifine bırakmıştır. Bu nedenle hisse senedi yatırımcı için güvenilir bir yatırım aracı olarak görülmemekte ve yatırımcı portföyünde sağlıklı bir yatırım aracı olarak yerini alamamaktadır (Doğu, 1996, s.94–96; Akyüz, 2002, s.9; Saltoğlu, 1998, s.10–15).

İMKB’de yaşanan tüm olumsuzluklar, piyasanın atomistik bir yapıya dönüşmesini ve makroekonomi ile eklemlenmesini engellemektedir. Bu iki etkenin doğal sonucu olarak sermaye piyasası genişleyememekte ve yapısal sorunlarından arındırılmamaktadır (Saltoğlu, 1998, s.10–15).

5. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Finans-büyüme literatüründeki temel tartışma konusu, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkı sağlayıp sağlamadığı ve katkı sağlıyorsa sağladığı katkının yönü ve şiddetidir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen birçok uygulamalı çalışma, genel olarak ekonomik büyüme göstergesi olarak reel gayrisafi yurt içi hasıla ve finansal derinleşme-gelişme ölçüleri arasındaki ilişkiyi modellemeye çalışmışlardır. Literatürdeki uygulamalı tek ülke çalışmaları, genel olarak geleneksel zaman serisi yöntemini kullanmaktadır. Bu nedenle, 1970–2006 döneminde Türkiye'deki finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin incelemesinde, finans-büyüme literatürünü takiben zaman serisi tekniklerinden yararlanılacaktır. Çalışmada öncelikle, finansal gelişme (bankacılık piyasasındaki gelişme) ve ekonomik büyüme değişkenlerinin aralarındaki uzun dönem denge ilişkilerini test etmeye yönelik eşbütünleşme testleri yapılacak ve daha sonra değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün belirlenmesine yönelik olarak Granger nedensellik testi uygulanacaktır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin Türkiye için uygulamalı olarak incelendiği bu bölümde, öncelikle çalışmada kullanılan ekonometrik teknikler ve veri seti tanıtılmakta ve daha sonra, yapılan uygulama ve sonuçları ortaya konulmaktadır.

5.1. Ekonometrik Yöntemler

Zaman serisi sürecinin temelindeki kilit kavram durağanlıktır. Zaman serisi aşağıdaki üç özelliğe sahip olduğu zaman durağan olmaktadır;

(a) Seriler, sabit uzun dönem ortalama değerinden herhangi bir ayrılıştan sonra, yeniden uzun dönem ortalama değerine geri dönmektedir. Yani seriler, sabit uzun dönem ortalaması etrafında dalgalanırlar ve ortalamaya geri dönme özelliği gösterirler.

(b) Seriler zamanla değişmeyen sonlu bir varyansa sahiptir.

(c) Serilerin gecikme uzunluğu arttıkça, azalan teorik otokorelasyonlara (korelogram) sahip olmaktadır.

Basitleştirilmiş terimlerle ifade edersek zaman serisi Y_t ;

(i) $E(Y_t) =$ tüm t için sabitse,

(ii) $Var(Y_t) =$ tüm t için sabitse,

(iii) $Cov(Y_t, Y_{t+k}) =$ tüm t için sabitse ve tüm $k \neq 0$, ya da ortalaması, varyansı ve kovaryansı zaman içinde sabit kalıyorsa Y_t serisi durağandır (Asteriou, 2006, s.247).

Bundan dolayı, bu büyüklükler serinin, örneğin 1975'den 1985'e ya da 1985'den 1995'e olup olmamasına bakmaksızın aynı kalmaktadır. Serideki durağanlık önemlidir, çünkü serilerin durağan olmaması durumunda klasik regresyon analizinin tüm tipik sonuçları sağlam olmayacaktır. Durağan olmayan serilere sahip regresyonların herhangi bir anlamı olmayacaktır, bundan dolayı bu tür regresyonlar sahte regresyon olarak adlandırılmaktadır. Durağan ve durağan olmayan zaman serileri arasında önemli farklar vardır. Durağan zaman serilerinde şoklar geçicidir ve seriler uzun dönem ortalama değerlerine geri döndükçe zaman içinde şokların etkileri elemine olacaktır. Esasen durağan zaman serilerinin uzun dönem kestirimleri, serilerin koşulsuz ortalamalarına yakınsayacaktır. Diğer yandan durağan olmayan zaman serileri muhakkak kalıcı bileşenler içermektedir. Bundan dolayı durağan olmayan zaman serilerinin ortalamaları ve/veya varyansları zamanla değişecektir. Bu durumda, serilerin geri döneceği herhangi bir uzun dönem ortalaması olmayacak, varyans zamanla değişecek ve zaman sonsuza gittikçe sonsuza yaklaşacaktır (Asteriou, 2006, s.247–308).

5.1.1. Zaman Serilerinde Birim Kök ve Sahte Regresyon

5.1.1.1. Zaman Serilerinde Birim Kök

Zaman serilerinde birim kök problemini açıklamak için AR(1) modelini göz önünde bulunduralım:

$$y_t = \phi y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.1)$$

ε_t ak gürültü süreci olduğunda, durağanlık koşulu $|\phi| < 1$ 'dir. Muhtemel durumları göz önünde bulundurursak:

(i) $|\phi| < 1$ ve bu durumda seri durağandır.

(ii) $\phi = 1$, bu durumda seri birim köke sahiptir ve durağan değildir. $\phi = 1$ ise y_t serisi birim kök içermektedir. $\phi = 1$ olduğunu bildiğimiz durumda, her iki taraftan y_{t-1} 'i çıkarırsak, denklem;

$$y_t - y_{t-1} = y_{t-1} - y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.2)$$

$$\Delta y_t = \varepsilon_t \quad (5.3)$$

Eşitlik 5.3'te ε_t ak gürültü süreci olduğu için, Δy_t serisi durağan bir seridir. Bu nedenle y_t serisinin ilk farkını aldıktan sonra durağanlığı elde ettik (Asteriou, 2006, s.310–311).

TANIM 1: y_t serisi birinci dereceden bütünleşebilir ($y_t \sim I(1)$ ile gösterilir) ya da y_t durağan değilse birim kök içerebilir ama Δy_t durağandır.

Genellikle y_t gibi durağan olmayan zaman serilerini durağan hale getirmek için birden fazla farkı alınabilir. Bu durumda y_t serisinin d sayıda farkını aldıktan sonra seri durağanlaşıyorsa seri d 'inci derecesinden bütünleşiyor denmektedir.

TANIM 2: y_t serisi d 'inci dereceden bütünleşebilir ($y_t \sim I(d)$ ile gösterilir) ya da birim kök içerebilir. Eğer y_t serisi durağan değilse $\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$ ve $\Delta^2 y_t = \Delta(\Delta y_t) = \Delta y_t - \Delta y_{t-1}$ olması durumunda $\Delta^d y_t$ durağandır.

Bu durumu genel bir kural altında özetlersek: serilerin bütünleşmelerinin derecesi = serilerin durağanlaşması için alınması gereken fark sayısı = birim kök sayısı olmaktadır (Asteriou, 2006, s.311).

5.1.1.2. Sahte Regresyon

Birçok makroekonomik zaman serisi trende sahiptir ve bu nedenle birçok durumda seriler durağan değildir. Durağan olmayan veya trende sahip verilerle çalışmanın yarattığı temel problem, standart sıradan en küçük kareler regresyon yönteminin kolayca hatalı sonuçlara neden olabilmesidir. Bu durumda analizde kullanılan değişkenler arasında hiçbir ilişki olmamasına rağmen sonuçlar çok yüksek R^2 değerine ve çok yüksek t oranına sahip olmaktadır. Aşağıdaki regresyon modelini göz önünde bulunduralım:

$$y_t = \beta_1 + \beta_2 x_t + \varepsilon_t \quad (5.4)$$

Modelde ε_t ak gürültü sürecidir. Klasik doğrusal regresyon modelinin varsayımları, hem x_t hem de y_t 'nin sıfır ortalamaya ve sabit varyansa (durağanlık için) sahip olmasını gerektirmektedir. Durağanlığın olmaması durumunda bu tip regresyonlardan elde edilen sonuçların tümü sahte olur ve bu tip regresyonlar sahte regresyon olarak adlandırılır. Sahte regresyonlar genellikle görünüşte anlamlı kestirim yapmayı sağlayan çok yüksek R^2 değerine ve t istatistiğine sahiptir. Ancak sonuçlar hiçbir ekonomik anlam taşımamaktadır. Bu durumun ortaya çıkmasındaki temel neden, basit em küçük kareler yöntemi kestirimlerinin

tutarlı olmaması ve bundan dolayı istatistiksel çıkarımların testlerinin sağlam olmamasıdır (Asteriou, 2006, s.311).

Granger ve Newbold (1974) aşağıdaki formülü kullanarak birim köke sahip büyük sayıda x_t ve y_t serisini meydana getirerek Monte Carlo analizi oluşturmuşlardır:

$$y_t = y_{t-1} + e_{yt} \quad (5.5)$$

$$x_t = x_{t-1} + e_{xt} \quad (5.6)$$

Eğer x_t ve y_t birbirinden bağımsızsa, bunlar arasındaki herhangi bir regresyon anlamsız sonuçlar verecektir. Fakat çeşitli y_t 's ve x_t 's değerleri regresyona sokulduğunda $\beta_2 = 0$ yokluk hipotezi reddedilememektedir. Ayrıca regresyon çok yüksek R^2 ve çok düşük DW değerine sahip olmaktadır. Granger ve Newbold (1974) sahte regresyonun tespiti için pratik bir kural önermektedir: Eğer $R^2 > DW$ -istatistiği ya da $R^2 \approx 1$ ise regresyon sahtedir (Asteriou, 2006, s.313).

Denklem 5.4'deki eşitlikte, hata terimi ε_t durağan değilse, regresyon anlamsız olacaktır. Bu nedenle, ε_t stokastik bir trende sahipse, t dönemindeki herhangi bir hata hiçbir zaman azalmayacak ve modelde kalıcı sapmalar olacaktır (Asteriou, 2006, s.313–314). ε_t 'nin davranışını basitçe incelemek için 5.4 denklemini tekrar yazarsak:

$$\varepsilon_t = y_t - \beta_1 - \beta_2 X_t \quad (5.7)$$

ya da sabit β_1 'i modelden çıkarırsak;

$$\varepsilon_t = y_t - \beta_2 x_t \quad (5.8)$$

y_t ve x_t 5.5 ve 5.6 denklemleri ile oluşturulmuşlarsa, başlangıç koşulu $y_0 = x_0 = 0$ 'ı modele eklediğimizde:

$$\varepsilon_t = \sum_{i=1}^t \varepsilon_{yi} - \beta_2 \sum_{i=1}^t \varepsilon_{xi} \quad (5.9) \text{ olacaktır.}$$

Eşitlik 5.9'dan görüldüğü gibi, hata teriminin varyansı t arttıkça sonsuza gidecektir. Ayrıca, hata terimi, her $i > 0$ için $E_t \varepsilon_{t+1} = \varepsilon_t$ şeklinde kalıcı bir bileşene sahip olacaktır. Bunun sonucunda klasik doğrusal regresyon modelinin varsayımı ihlal edilecek ve böylece t, F ya da R^2 test değerleri güvenilir olmaz.

5.1.1.3. Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Dickey ve Fuller (1979,1981) durağan olamayan serilerin test edilebilmesi için bir süreç geliştirmişlerdir. Dickey-Fuller'in testlerindeki kilit görüş, durağan olmayan serilerin testinin, birim kökün varlığının testi ile aynı olmasıdır (Asteriou, 2006, s.315–316). Dickey-Fuller'in AR(1) süreci şeklindeki temel modeli aşağıdaki gibidir:

$$y_t = \phi y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.10)$$

Modelde araştırılan durum, ϕ 'nin bire eşit olup olmamasıdır (eğer bire eşitse birim kök vardır). Bu nedenle yokluk hipotezi $H_0 : \phi = 1$, ve alternatif hipotez $H_a = \phi < 1$ 'dir. Denklem 5.10'un her iki tarafından y_{t-1} 'i çıkarırsak:

$$\begin{aligned} y_t - y_{t-1} &= \phi y_{t-1} - y_{t-1} + \varepsilon_t \\ \Delta y_{t-1} &= (\phi - 1)y_{t-1} + \varepsilon_t \\ \Delta y_{t-1} &= \gamma(y_{t-1}) + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (5.11)$$

$\gamma = (\phi - 1)$ eşittir. Bu nedenle yeni yokluk hipotezi, $H_0 : \gamma = 0$ ve yeni alternatif hipotez $H_a = \gamma < 0$ olmaktadır. Eğer $\gamma = 0$ 'a eşit olursa, y_t rassal yürüyüş modelini takip edecektir.

Dickey ve Fuller (1979) ayrıca, birim kökün varlığının tespiti için kullanılacak iki alternatif regresyon eşitliği önermektedir. İlk model, rassal yürüyüş sürecinde sabit içermektedir:

$$\Delta y_{t-1} = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.12)$$

İkinci eşitlik ise, modelde sabitin dışında stokastik olmayan zaman trendine yer vermektedir:

$$\Delta y_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_2 t + \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.13)$$

Dickey-Fuller birim kök testi bütün modellerde, $\gamma = 0$ olup olmadığı ile ilgilenmektedir. Dickey-Fuller test istatistiği, gecikmeli bağımlı değişken için t istatistiğidir. Dickey-Fuller istatistik değeri, kritik değerden küçükse, birim köke dair yokluk hipotezi reddedilir ve y_t durağan süreçtir şeklinde sonuca varılmaktadır.

MacKinnon (1991), Dickey-Fuller'in bu üç modelinin her biri için uygun kritik değerleri tabloştürmüştür (Asteriou, 2006, s.316).

Tablo 5.1. Dickey-Fuller Testi Kritik Değerleri

| | %1 | %5 | %10 |
|--|-------|-------|-------|
| Sabit ve Trendin Olmadığı Model | -2,56 | -1,94 | -1,62 |
| Sabitin Olduğu Model | -3,43 | -2,86 | -2,57 |
| Sabit ve Trendin Birlikte Yer Aldığı Model | -3,96 | -3,41 | -3,13 |
| Standart Kritik Değerler | -2,33 | -1,65 | -1,28 |

Kaynak: Asteriou, 2006, s.316

5.1.1.4. Geliştirilmiş Dickey-Fuller Testi (ADF)

Dickey-Fuller, hata teriminin muhtemel olmayan şekilde ak gürültü süreci olması durumunda, otokorelasyonu kaldırmak için, ekstra bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini içerecek, testin geliştirilmiş versiyonunu önermektedir. Bu ekstra terimlerdeki gecikme uzunluğu Akaike Bilgi Kriteri (AIC) yada Schwartz Bayesyen Kriteri (SBC) tarafından belirlenmektedir.

ADF testin, üç muhtemel modeli aşağıdaki eşitlikte verilmiştir:

$$\Delta y_t = \gamma_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.14)$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.15)$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma_{t-1} + \alpha_2 t + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.16)$$

Üç regresyon arasındaki fark, deterministik bileşenler α_0 ve α_2 'nin varlığı ile ilgilidir. ADF testi için kritik değerler, Dickey-Fuller testi değerleri ile aynıdır.

5.1.1.5. Phillips-Perron Birim Kök Testi

Phillips-Perron (1988), zaman serilerindeki yüksek dereceden korelasyonun kontrol edilebilmesi için parametrik olmayan bir yöntem geliştirmiştir. Phillips-Perron birim kök testi, Dickey-Fuller birim kök testine alternatif bir test olmaktan ziyade, tamamlayıcı bir birim kök testidir. Phillips-Perron birim kök testi, zaman serilerindeki yapısal kırılmaların tespitinde daha etkindir (Oltulular ve Terzi, 2006, s.6).

Dickey-Fuller birim kök testi, hata terimlerinin istatistiki olarak bağımsız oldukları ve sabit varyansa sahip oldukları varsayımı üzerine kuruludur. Bundan dolayı, ADF birim kök testi

kullanılırken hata terimleri arasında korelasyon olmadığına ve sabit varyansa sahip olduklarına emin olmak gerekmektedir. Phillips-Perron, hata terimlerinin dağılımına ilişkin oldukça esnek varsayımlara olanak tanıyan genelleştirilmiş ADF test prosedürünü geliştirmişlerdir. Phillips–Perron testi için regresyon denklemi, AR(1) süreci:

$$\Delta y_{t-1} = \alpha_0 + \beta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.17)$$

şeklinindedir. ADF birim kök testi, yüksek dereceden serisel korelasyonların düzeltilmesini, denklemin sağ tarafına gecikmeli fark terimlerini ekleyerek yaparken, Phillips-Perron testi, e_t 'deki serisel korelasyonun nedenini açıklamak için AR (1) regresyonundan elde edilen γ katsayısının t istatistiğini düzelterek yapar. Bundan dolayı Phillips-Perron istatistiği, sadece hata sürecinin varsayımlarına ilişkin sınırlamaları dikkate almayan ADF t istatistiğinin değişikliğinden ibarettir (Asteriou, 2006, s.318–319). Özetle, Phillips-Perron testinde, Newey-West optimal gecikme uzunluğunu belirlemeden ziyade uyarılama tahmincisi olması nedeniyle, Phillips-Perron testinde otokorelasyonu gidermeye yetecek kadar bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ilave edilmemekte, onun yerine katsayı uyarlanmaktadır (Oltulular ve Terzi, 2006, s.6).

5.1.2. Zaman Serilerinde Eşbütünleşme Analizi

Bir zaman serisi d kez farkı alındıktan sonra durağanlaşıyorsa, bu seri d'inci dereceden bütünleşmektedir denir ve I(d) şeklinde gösterilir. Seri, farkı alınmadan durağan halde bulunuyorsa, bu seri düzeyde durağan olmakta ve I(0) ile gösterilmektedir. Y_t ve X_t gibi iki seri birinci farkı alındığında durağan hale geliyorsa (Serilerin I(1) olması durumunda), bu iki serinin doğrusal birleşimi, I(0) olan bir seri meydana getirebiliyorsa, bu iki seriye, eşbütünleşik seriler denmektedir (Kadılar, 2000, s.119).

Y_t ve X_t serileri I(1) ve $u_t = Y_t - \lambda X_t$ denkleminde u, I(0) ise, Y_t ve X_t serileri eşbütünleşiktir. Denkleminde λ , eşbütünleşme katsayısı, değişken sayısının ikiden fazla olması durumunda ise eşbütünleşme vektörünü vermektedir (Holden ve Thompson, 1992, Kadılar, 2000, s.119). İki veya daha fazla fark durağan değişkeni, eşbütünleşik değilse, bu değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi bulunmamaktadır. Y_t ve X_t gibi iki seri, fark durağan ancak eşbütünleşik değilse, aralarındaki doğrusal ilişkinin hata terimi durağan olmayacaktır (Kadılar, 2000, s.119). Özetle, her iki seri d'inci dereceden bütünleşmiş ve iki

serinin $b < d$ derecesinden bütünleşmiş doğrusal bileşimlerinin olması durumunda, iki seri d, b derecesinden eşbütünleşmektedir denir ve $CI(d,b)$ ile gösterilir. Sonuç olarak eşbütünleşme, seriler arasındaki uzun dönem ilişkisinin istatistiksel olarak gösterimidir (Engle ve Granger, 1987; Kadılar, 2000, s.120).

5.1.2.1. Eşbütünleşme Testleri ve Hata Düzeltme Mekanizması

Y_t ve X_t gibi iki zaman serisi arasında eşbütünleşmenin varlığını test etmek için öncelikle, Y_t ve X_t serilerinin aynı dereceden bütünleşmiş olup olmadığı test edilmektedir. Her iki serinin birinci farkları durağan oluyorsa, yani seriler $I(1)$ ise, eşbütünleşme testine geçilir. Eşbütünleşme regresyonu:

$$Y_t = \lambda_0 + \lambda X_t + u_t \quad (5.18)$$

denklemini ifade edilir. Bu regresyon denkleminde elde edilen artıklar:

$$\hat{u}_t = Y_t - \hat{\lambda}_0 - \hat{\lambda} X_t \quad (5.19)$$

şeklinde hesaplanmaktadır. Artıkların durağan olup olmadığı:

$$\Delta \hat{u}_t = \beta \hat{u}_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.20)$$

denklemini yardımıyla test edilmektedir. Bu regresyon işleminden sonra, $H_0 : \beta = 0$ yokluk hipotezi kurulur. Hipotezin reddedilememesi durumunda, hata terimi durağan değildir ve Y_t ve X_t serileri eşbütünleşmiş değildir sonucuna varılır. Yokluk hipotezinin reddedilmesi ise, iki serinin arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını göstermektedir (Holden ve Thompson, 1992; Kadılar, 2000, s.120–121).

5.1.2.1.1. Hata Düzeltme Modeli (Error Correction Model)

Denge durumunda Y_t ve X_t gibi iki seri aşağıdaki ilişkiye sahip olsun:

$$Y_t = K X_t^{\gamma_2} \quad (5.21)$$

K ve γ_2 denklemdeki sabitlerdir. Serilerin logaritmik değerlerini ($\gamma_1 = \log K$) küçük harflerle gösterirsek, denklem, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$y_t = \gamma_1 + \gamma_2 X_t \quad (5.22)$$

Y_t ve X_t serilerinin dengede olması durumunda, $y_t - \gamma_1 - \gamma_2 X_t = 0$ olacaktır. Ancak Y_t ve X_t serilerinin dengede olmaması durumunda, $y_t - \gamma_1 - \gamma_2 X_t$ sıfırdan farklı olacaktır. Bu sebeple, $y_t - \gamma_1 - \gamma_2 X_t$ işleminin sonucu dengesizliğin büyüklüğünü, yani dengesizlik hatasını vermektedir. Y_t ve X_t serileri her zaman dengede olamayacağından dolayı, Y_t ve X_t serileri arasındaki uzun dönemli ilişkiyi tespit etmek mümkün olamamaktadır. Y_t ve X_t serilerinin gecikmeli değerleri dâhil, bütün gözlemlenebilen dengesizlik ilişkisi:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t + \beta_2 x_{t-1} + \alpha y_{t-1} + u_t, \quad (0 < \alpha < 1) \quad (5.23)$$

şeklinde gösterilebilir. Eşitlik 5.23'deki sorun, değişkenlerin durağan olmayabileceğidir. Bu sorunu çözmek için eşitliğin her iki tarafından y_{t-1} çıkartılıp denklem yeniden düzenlenirse;

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t + \beta_2 x_{t-1} - (1 - \alpha) y_{t-1} + u_t \quad (5.24)$$

veya

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta x_t + (\beta_1 + \beta_2) x_{t-1} - (1 - \alpha) y_{t-1} + u_t \quad (5.25)$$

şeklinde ifade edilir. Denklemde $\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$ ve $\Delta x_t = x_t - x_{t-1}$ 'e eşittir. Denklem (5.25) bir kez daha düzenlenirse:

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta x_t - (1 - \alpha) [y_{t-1} - \gamma_2 x_{t-1}] + u_t \quad (5.26)$$

denklemini elde edilir. Bu denklemde yeni parametre, $\gamma_2 = (\beta_1 + \beta_2)/(1 - \alpha)$ 'dır. Eşitliğin elde edilen yeni parametre ile tekrar yazılması durumunda:

$$\Delta y_t = \beta_1 \Delta x_t - (1 - \alpha) [y_{t-1} - \gamma_1 - \gamma_2 x_{t-1}] + u_t \quad (5.27)$$

şeklinde bir denklem elde edilir. Denklemde $\gamma_1 = \beta_0/(1 - \alpha)$ 'ya eşittir. Son denklemde, Y_t serisinde meydana gelen değişiklikler, X_t serisindeki meydana gelen değişikliklere ve bir önceki dönem meydana gelen dengesizlik hatasını gösteren terime ($y_{t-1} - \gamma_1 - \gamma_2 x_{t-1}$) bağlı olmaktadır. Bu nedenle, düşük (veya yüksek) düzeydeki Y_t serisi, yüksek (veya düşük) düzeydeki X_t serisine göre bir denge değeriyle karşılaştırıldığında, Y_t serisinde bir yükselme

(veya düşüş) meydana gelecektir. Bir başka ifadeyle, Y_t serisinin değeri bir önceki dengesizlik hatasıyla düzeltilmektedir. Bu nedenle bu modele, hata düzeltme modeli denmektedir. Son denklemden dengesizlik hatasını düzeltmeye yarayan hata düzeltme modelinin katsayısı, $(1 - \alpha)$ terimi olmaktadır (Kadılar, 2000, s.115–117).

Hata düzeltme modelini özetlersek, Y_t ve X_t gibi iki serinin her ikisi de $I(1)$ sürecine sahipse, bu iki serinin doğrusal kombinasyonları $I(0)$ oluyorsa, bu iki seri eşbütünlüktedir denir.

$$\hat{e}_t = Y_t - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_t \quad (5.28)$$

Y_t ve X_t serileri eşbütünlüktedir, $\hat{e}_t \sim I(0)$ tanımı gereğince, Y_t ve X_t serileri arasındaki ilişki hata düzeltme mekanizması ile aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$\Delta Y_t = a_0 + b_1 \Delta X_t - \pi \hat{e}_{t-1} + u_t \quad (5.29)$$

Model bu şekilde hem kısa hem de uzun dönem etkilerini içermektedir. Modelde, b_1 kısa dönem etkisini göstermekten, β_2 ($\hat{e}_{t-1} = Y_{t-1} - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_{t-1}$), uzun dönem etkisini göstermektedir (Asteriou, 2006, s.331).

5.1.2.1.2. Engle-Granger İki Aşamalı Eşbütünlükleme Yöntemi

Engle ve Granger (1987) eşbütünlükleme ile ilgili iki aşamalı tahmin yöntemini önermiştir. Yöntemin ilk adımında eşbütünlükleme vektörünün parametreleri tahmin edilmekte ve ikinci adımda ise kestirilen parametreler hata düzeltme modelinde kullanılmaktadır.

Engle ve Granger (1987), eşitlik 5.26'daki hata düzeltme modelinin tahminini iki adımda ele almış ve süper tutarlılık⁹ kavramının özelliği sayesinde eşitlik 5.26'daki γ_1 ve γ_2 parametrelerinin tahminini 5.22 numaralı eşbütünlükleme regresyonunda en küçük kareler yöntemini kullanarak elde etmiştir. Bu regresyondan artıklar;

⁹ Normal koşullarda açıklayıcı değişken ile hata terimi arasındaki ilişki, tahminin yanlı ve tutarsız olmasına neden olmaktadır. Süper tutarlılık özelliğine göre Y_t ve X_t serileri eşbütünlüktedir ise, açıklayıcı değişken ile (X_t) hata terimi arasında ilişki olup olmadığına bakılmaksızın, $y_t = \gamma_1 + \gamma_2 X_t$ denkleminde γ_1 ve γ_2 parametrelerinin sıradan en küçük kareler kestiricisi tutarlı olur. Süper tutarlılık ile, örneklemin yeterince büyük olduğu durumda Y_t ve X_t serileri eşbütünlüktedir ise kestirimin yanlı ve tutarsız olması sorunu ortadan kalkmaktadır.

$$e_t = Y_t - \hat{\gamma}_1 - \hat{\gamma}_2 X_t, \text{ bütün } t \text{ değerleri için (5.30)}$$

hesaplandıktan sonra 5.22 numaralı denklemdeki dengesizlik hatasının yerine konulur. Engle-Granger yöntemin ikinci aşamasında ise:

$$\Delta y_t = \beta_1 \Delta X_t - (1 - \alpha) e_{t-1} + u_t \quad (5.31)$$

5.30 numaralı denklemde en küçük kareler yöntemi uygulanıp β_1 ve α kısa dönemli parametreler tahmin edilecektir (Kadılar, 2000, s.125–126).

5.1.2.1.3. Johansen Çok Değişkenli Eşbütünleşme Yöntemi

Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen eşbütünleşme testine karşılık, Johansen (1988) maximum olabilirlik tahmin yöntemini kullanarak eşbütünleşmiş vektörlerin varlığını test etmektedir. Johansen eşbütünleşme yöntemindeki temel mantık, matrisin rankı ile karakteristik kökler arasındaki ilişkidir. Aslında Johansen yöntemi, Engle-Granger yönteminin çok değişkenli olarak genişletilmesinden ibarettir (Kutlar, 2000, s.).

Johansen (1988), çalışmasında ele alınacak süreçlerin doğrusal modellerde yer alan ε_t ve Λ varyans matrisiyle aynı ve bağımsız dağılımlı, p boyutlu normal dağılıma sahip rassal değişkenler olduğu varsayımı altında, vektör otoregresyon modeli ile gösterilen X_t çok değişkenli süreç vektörünü aşağıdaki biçimde tanımlamaktadır:

$$X_t = \pi_1 X_{t-1} + \dots + \pi_k X_{t-k} + \varepsilon_t, \quad (t=1,2,\dots) \quad (5.32)$$

Denklem 5.32'deki π katsayıları, (NxN) boyutlu matris olmaktadır. Denklemde X_t 'nin birinci dereceden eşbütünleşmiş olması nedeniyle, ΔX_t durağan olabilmektedir. Modelde polinom matrisi:

$$A(Z) = I - \pi_1 Z - \dots - \pi_k Z^k \quad (5.33)$$

Denklem 5.33 şeklinde tanımlanmıştır. Polinom matrisinde $Z=1$ olduğunda etki matrisi:

$$\pi = A(Z)|_{Z=1} = I - \pi_1 - \dots - \pi_k \quad (5.34)$$

şeklinde ifade edilir. Denklem 5.34'deki π matrisine, denge ilişki matrisi de denilir. Denklem 5.34'deki π matrisinin rankı, eşbütünleşmiş vektörlerin sayısına eşit olmaktadır (Kadılar, 2000, s.127).

Johansen çoklu eşbütünleşme testinin temel modeli aşağıdaki gibidir:

$$x_t = \pi_1 x_{t-1} + \dots + \pi_k x_{t-k} + \mu + \phi D_t + \varepsilon_t, (t=1,2,\dots,T). \quad (5.35)$$

Denklemde D_t , mevsimsel kukla değişkenini göstermektedir. Genelde zaman serileri durağan bir süreç olmadığı için, VAR modelini birinci farkını alarak tekrar yazdığımızda aşağıdaki eşitlikler elde edilmektedir:

$$\Delta x_t = \Gamma_1 \Delta x_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta x_{t-k+1} + \pi_k x_{t-k} + \mu + \phi D_t + \varepsilon_t \quad (5.36)$$

$$\Gamma_i = -(I - \pi_1 - \dots - \pi_i), (i=1,\dots,k-1) \quad (5.37)$$

ve

$$\pi = -(I - \pi_1 - \dots - \pi_k) \quad (5.38)$$

Johansen (1988) çalışmasında, katsayılar matrisi π 'nin, veri vektöründeki değişkenlerin arasındaki uzun dönem ilişkisinin var olup olmadığını araştırmaktadır. Yani, π 'nin önemi, modelin uzun dönemde alacağı şekil hakkında bilgi vermesindedir. π , p elemanlı bir vektördür. π vektörü için üç seçenek söz konusudur:

- (i) Rank (π) = 0'dır. Yani π matrisi sıfır matrisidir (matrisinin determinanı sıfırdır). Bu durumda model, normal birinci farkı alınmış VAR modeline uymaktadır.
- (ii) Rank (π) = ρ 'dir. Matris, tam ranka sahiptir. Bu durumda, x_t süreç vektörü durağandır.
- (iii) $0 < \text{rank} (\pi) = r < p$ 'dir. Bu durumda uzun dönemli bir ilişki, eşbütünleşme olmaktadır.

Johansen (1988)'in çalışmasında eşbütünleşmenin varlığına yönelik hipotez aşağıdaki şekilde verilmiştir:

$$\pi = \alpha\beta' \quad (5.39)$$

Denklemden α ve β (pxr) boyutlu matrislerdir. X_t serisi durağan değilken, ΔX_t 'nin durağan olması varsayımı altında, eşitlik 5.39'un geçerli olması durumunda $\beta'X_t$ ile gösterilen doğrusal bileşimler durağan olmaktadır. Durağan ilişkilere sahip olan $\beta'X_t$ 'ye eşbütünleşmiş ilişkiler adı verilmektedir.

Johansen (1988), α ve β 'yi tahmin edebilmek için "En çok Olabilirlik Testini" (Maximum Likelihood Test) geliştirmiştir. En çok Olabilirlik Testinin en önemli özelliği, eşbütünleşme derecesinin belirlenebilmesine imkân sağlamasıdır. Johansen, eşbütünleşme vektörünün (β), eşitlik 5.40'da istatistiksel olarak anlamlı r sayıdaki özdeğer vektörün (eigenvektörün) çözümlenmesiyle tahmin edilebileceğini ispatlamıştır:

$$\lambda S_{kk} S_{k0} S_{00}^{-1} S_{0k} = 0 \quad (5.40)$$

Eşitlik 5.40'daki S_{kk} terimi, x_{t-k} 'nin Δx_{t-i} ile regresyona sokulmasından edilen ikinci hata moment matrisini, S_{oo} terimi Δx 'in Δx_{t-1} ile regresyonundan elde edilen birinci hata moment matrisini, S_{ok} terimi ise vektörlerin çapraz-çarpım moment matrisini göstermektedir. Hesaplanan özdeğerler (eigen değerler) kullanılarak en fazla r sayıda eşbütünleşme vektörünün bulunduğu hipotezi Johansen tarafından ileri sürülmüş ve eşitlik 5.41 ve 5.42'deki iki olabilirlik testi ile test edilmiştir:

$$\lambda_{trace}(p, n) = -T \sum_{i=p+1}^n \log(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (5.41)$$

$$\lambda_{max}(p, p+1) = -T \log(1 - \hat{\lambda}_{p+1}) \quad (5.42)$$

Eşitlik 5.41 ve 5.42'deki $\hat{\lambda}_i$ terimi, ifadesi, hesaplanan β matrisinden elde edilen karakteristik köklerin tahmin edilmiş özdeğerlerini göstermektedir. T katsayısı ise, kullanılan gözlem sayısını göstermektedir. Eşitlik 5.41'deki test edilen yokluk hipotezi, r sayıdaki eşbütünleşme vektörü sayısının p'den az ya da p'ye eşit olduğu ($r \leq p$), yokluk hipotezidir. Tüm $\lambda_i = 0$ olduğu durumda, λ_{trace} sifıra eşit olmaktadır. Eşitlik 5.42'deki test edilen yokluk hipoteziyse, eşbütünleşmiş vektörlerin sayısının p'ye eşit olduğu ($r = p$) yokluk hipotezidir (Eigen Testi). Çoklu eşbütünleşme testlerine ilişkin λ_{trace} ve λ_{max} istatistiklerinin kritik değerleri Johansen ve Juselius tarafından yapılan simulasyon çalışmaları sonucunda sunulmaktadır (Enders, 1995, s.391-420).

5.1.3. Granger Nedensellik Testi

Granger (1969) değişkenler arasındaki nedenselliği tanımlayan nispeten basit bir test geliştirmiştir. Granger (1969)'a göre, Y'nin öngörüsü, X'in geçmiş değerlerinin kullanıldığı durumda, X'in geçmiş değerlerinin kullanılmadığı duruma göre daha başarılı ise (diğer terimler değişmezken) X, Y'nin Granger nedenidir (Asteriou, 2006, s.300).

y_t ve x_t gibi iki değişkenin bulunduğu Granger nedensellik testi, aşağıdaki VAR modelinin kestiriminin ilk adımını gerektirmektedir:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^n \beta_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \gamma_j y_{t-j} + e_{1t} \quad (5.43)$$

$$x_t = a_2 + \sum_{i=1}^n \theta_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j y_{t-j} + e_{2t} \quad (5.44)$$

e_{y_t} ve e_{x_t} hata terimleri, aralarında ilişki olmayan ak gürültü sürecidir. Modelde, aşağıdaki muhtemel dört farklı durum söz konusudur:

- (i) İlk denklemdeki gecikmeli x değerleri, grupça istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır ve ikinci denklemdeki gecikmeli y değerleri istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. Bu durumda x_t , y_t 'ye neden olmaktadır.
- (ii) İkinci denklemdeki gecikmeli y değerleri, grupça istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır ve ilk denklemdeki gecikmeli x değerleri istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. Bu durumda y_t , x_t 'ye neden olmaktadır.
- (iii) Her iki denklemdeki x ve y değerleri setinin tümü, istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır. Bu durumda x_t ve y_t arasında iki yönlü nedensellik vardır.
- (iv) Her iki denklemdeki x ve y değerleri setinin tümü, istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. Bu durumda x_t ve y_t birbirinden bağımsızdır.

Granger nedensellik testi daha sonra aşağıdaki süreçleri gerektirmektedir. Örnek olarak, ilk denklemi daha analitiksel olarak incelersek, aşağıdaki adımlar uygulanacaktır:

1) y_t , aşağıdaki modelde olduğu gibi gecikmeli y değerleri ile regresyona sokulur:

$$y_t = a_1 + \sum_{j=1}^m \gamma_j y_{t-j} + e_{1t} \text{ ve bu regresyondan kısıtlı hata kareleri toplamı (RSS) değerleri}$$

elde edilir ve RSS_R olarak adlandırılır.

2) y_t , aşağıdaki modelde olduğu gibi hem gecikmeli y değerleri artı gecikmeli x değerleri ile regresyona sokulur:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^n \beta_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \gamma_j y_{t-j} + e_{1t} \quad \text{ve bu regresyondan kısıtsız hata kareleri toplamı}$$

(RSS) değerleri elde edilir ve RSS_U olarak adlandırılır.

3) Yokluk ve alternatif hipotez aşağıdaki gibi oluşturulur:

$$H_0 : \sum_{i=1}^n \beta_i = 0 \quad \text{ya da } x_t, y_t \text{ 'ye neden olmamaktadır.}$$

$$H_a : \sum_{i=1}^n \beta_i \neq 0 \quad \text{ya da } x_t, y_t \text{ 'ye neden olmaktadır.}$$

4) $F_{m,n-k}$ dağılımına sahip ($k = m + n + 1$), katsayılar kısıtları üzerinde F istatistiği hesaplanır:

$$F = \frac{(RSS_R - RSS_U) / m}{RSS_U / (n - k)}$$

5) Hesaplanan F değeri, F -kritik değeri aşarsa, yokluk hipotezi reddedilir ve x_t, y_t 'ye neden olmaktadır sonucuna varılır.

5.2. Veri Seti

Çalışma, Türkiye'deki finansal sistemin en önemli parçası olan bankacılık piyasadaki gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1970–2006 döneminde yıllık verileri kullanarak incelemektedir. 1970–2006 dönemindeki veri setimiz, toplam 37 gözlemden oluşmaktadır. Çalışmada, büyüme göstergesi olarak reel kişi başına GSYİH (rkg) değişkeni kullanılmaktadır. Finansal gelişme ölçüsü olarak ise bankacılık piyasasına ait üç farklı değişken kullanılmaktadır. İlk finansal gelişme ölçümüz, geniş tanımlı para arzının (M2Y) GSYİH'ya oranıdır (m2yg). İkinci finansal gelişme değişkeni ise, özel sektöre verilen yurt içi kredilerin GSYİH'ya oranıdır (okg). Üçüncü ve son finansal gelişme ölçüsü ise, özel sektöre verilen yurt içi kredilerin toplam yurt içi kredilere oranıdır (oktyk). Çalışmada kullanılan tüm verilerin logaritmik dönüşümleri kullanılmıştır (lnrkg, lnm2g, lnokg, lnoktyk). Çalışmada kullanılan veriler, TÜİK (İstatistik Göstergeler 1923–2005 kitabı) ve TCMB'dan (TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi) elde edilmiştir. Uygulanan tüm testler Eviews 5.1 paket programı kullanılarak tahmin edilmeye çalışılmıştır.

5.3. Ampirik Sonuçlar

5.3.1. ADF (Augmented Dickey-Fuller) Birim Kök Testi Sonuçları

Çalışmamızda yer alan değişkenlerin (lnrkg, lnm2yg, lnokg, lnoktyk) durağanlık analizi için yapılan ADF birim kök testi (Augmented Dickey-Fuller Test) sonuçlarına göre, lnokg değişkeni dışındaki tüm değişkenler düzey değerlerinde durağan olmadıkları için birim kök içerdiği şeklindeki yokluk hipotezi reddedilememiştir. Yani seriler, lnokg hariç düzey değerlerinde durağan değildir. Lnokg serisi ise ADF birim kök testine göre düzey değerinde durağandır. Serilerin düzey değerlerindeki ADF birim kök testi sonuçları tablo 5.2’ de gösterilmiştir.

Tablo 5.2. ADF Birim Kök Testi Sonuçları (Düzy)

| Değişken | Düzy Test İstatistiği | Mac Kinnon Kritik Değer (%5) | Sonuç |
|--|-----------------------|------------------------------|---------------|
| lnrkg | -2,7099 (0) | -3,5403 (a) | Durağan Değil |
| lnm2yg | -2,5952 (0) | -3,5403 (a) | Durağan Değil |
| lnokg | -3,5785 (1) | -2,9484 (b) | Durağan |
| lnoktyk | -2,8620 (1) | -3,5443 (a) | Durağan Değil |
| (a) Regresyon Sabit Terim ve Trend İçermektedir. | | | |
| (b) Regresyon Sabit Terim İçermektedir. | | | |
| Parantez içindeki gecikme uzunlukları minimum AIC (Akaike Information Criteria) ve SBC (Schwarz Bayesian Criterion) bilgi kriterleri ile belirlenmiştir. | | | |

Düzy değerlerinde durağan olmayan değişkenlerin durağanlaştırmak amacıyla ilk farkları alınarak (dlnrkg, dlnm2yg, dlnoktyk) ADF birim kök testi tekrar uygulanmıştır. Birinci farkları alınmış serilerin ADF birim kök testi sonuçlarına göre tüm serilerde birim kökün varlığı reddedilmiştir. Sonuçlara göre test edilen tüm seriler birinci farklarında durağandır. Dolayısıyla düzey değerinde durağan olan lnokg serisi I(0) ile gösterilirken, birinci farklarında durağan olan lnrkg, lnm2yg, lnoktyk serileri I(1) ile gösterilmektedir. Birinci farkları alınan seriler için uygulanan ADF birim kök testi sonuçları tablo 5.3’ de gösterilmiştir.

Tablo 5.3. ADF Birim Kök Testi Sonuçları (Birinci Farklar)

| Değişken | Düzy Test İstatistiği | Mac Kinnon Kritik Değer (%5) | Sonuç |
|--|-----------------------|------------------------------|---------|
| Dlnrkg | -5,8731 (0) | -2,9484 (b) | Durağan |
| dlnm2yg | -7,0903 (0) | -2,9484 (b) | Durağan |
| dlnoktyk | -5,0924 (3) | -2,9571 (b) | Durağan |
| (b) Regresyon Sabit Terim İçermektedir. | | | |
| Parantez içindeki gecikme uzunlukları minimum AIC (Akaike Information Criteria) ve SBC (Schwarz Bayesian Criterion) bilgi kriterleri ile belirlenmiştir. | | | |

5.3.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları

İncelenen dönem itibariyle Türkiye Ekonomi'si birçok krize maruz kalmıştır. Bu yaşanan krizler, makroekonomik zaman serilerinde yapısal kırılmalara neden olmaktadır. ADF birim kök testi, serilerdeki yapısal kırılmaları dikkate almadığı için, serilerdeki yapısal kırılmaları dikkate alan Phillips-Perron birim kök testi, ADF birim kök testini tamamlamak amacıyla uygulanmıştır. Phillips-Perron birim kök testi sonuçlarına göre tüm değişkenler düzey değerlerinde durağan olmadıkları için birim kök içerdiği şeklinde yokluk hipotezi reddedilememiştir. Tüm seriler düzey değerlerinde durağan değildir. ADF birim kök testinde düzey değerinde durağan olan lnokg serisi, Phillips-Perron birim kök testine göre düzey değerinde durağan değildir. Bu durum normaldir. Çünkü Phillips-Perron testi serilerdeki yapısal kırılmaları dikkate alırken, ADF birim kök testi bu durumu dikkate almamaktadır. Serilerin düzey değerlerindeki Phillips-Perron birim kök testi sonuçları tablo 5.4'de gösterilmiştir.

Tablo 5.4. Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları (Düzy)

| Değişken | Düzy Test İstatistiği | Mac Kinnon Kritik Değer (%5) | Sonuç |
|---|-----------------------|------------------------------|---------------|
| lnrkg | -2,8429 (1) | -3,5403 (a) | Durağan Değil |
| lnm2yg | -2,5692 (2) | -3,5403 (a) | Durağan Değil |
| lnokg | -2,1604 (1) | -2,9458 (b) | Durağan Değil |
| lnoktyk | -2,5607 (1) | -3,5403 (a) | Durağan Değil |
| (a) Regresyon Sabit Terim ve Trend İçermektedir. | | | |
| (b) Regresyon Sabit Terim İçermektedir. | | | |
| Parantez içindeki gecikme uzunlukları Newey-West'e göre belirlenmiştir. | | | |

Düzye değerlerinde durağan olmayan değişkenlerin durağanlaştırmak amacıyla ilk farkları alınarak (dlnrkg, dlnm2yg, dlnokg, dlnoktyk) Phillips-Perron birim kök testi tekrar uygulanmıştır. Birinci farkları alınmış serilerin Phillips-Perron birim kök testi sonuçlarına göre tüm serilerde birim kökün varlığı reddedilmiştir. Sonuçlara göre test edilen tüm seriler birinci farklarında durağandır. Birinci farkları alınan seriler için uygulanan Phillips-Perron birim kök testi sonuçları tablo 5.5’de gösterilmiştir.

Tablo 5.5. Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları (Birinci Farklar)

| Değişken | Düzye Test İstatistiği | Mac Kinnon Kritik Değer (%5) | Sonuç |
|---|------------------------|------------------------------|---------|
| dlnrkg | -5,8728 (3) | -2,9484 (b) | Durağan |
| dlnm2yg | -7,2405 (4) | -2,9484 (b) | Durağan |
| dlnokg | -4,2232 (1) | -2,9484 (b) | Durağan |
| dlnoktyk | -4,6034 (1) | -2,9484 (b) | Durağan |
| (b) Regresyon Sabit Terim İçermektedir. | | | |
| Parantez içindeki gecikme uzunlukları Newey-West’e göre belirlenmiştir. | | | |

5.3.3. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Serilerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediğinin incelenmesi için Johansen eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Çalışmada kullanılan tüm değişkenler ADF ve Phillips-Perron birim kök testleri sonucuna göre, aynı düzeyde durağan oldukları için ($I(1)$), lnrkg, lnm2yg, lnokg ve lnoktyk serilerinin uzun dönem denge ilişkileri incelenmiştir. ADF birim kök testi sonucuna göre düzye değerinde durağan olan lnokg serisi, Phillips-Perron birim kök testi sonucunda düzye değerinde durağanlaşmamış, serinin birinci farkı alındıktan sonra durağanlaşmıştır. Bu nedenle lnokg serisi için, Phillips-Perron testi sonuçları dikkate alınmıştır. Eşbütünleşme analizi için VAR modelinden tahmin edilen gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiş ve model seçimi için Akaike (Akaike Information Criteria) ve Schwarz (Schwarz Bayesian Criterion) bilgi kriterleri kullanılarak modele karar verilmiştir. Modele sabit terim katılmış, trend eklenmemiştir. Modelin artıklarının ak gürültü (white noise) süreci olduğu kontrol edilmiştir.

Johansen eşbütünleşme testi sonuçlarına göre, değişkenler arasında %5 anlamlılık düzeyinde herhangi bir eşbütünleşme vektörü yoktur şeklinde ilk hipotez reddedilememiştir. Bu nedenle seriler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmamaktadır. Johansen eşbütünleşme testi sonuçları tablo 5.6'da gösterilmiştir.

5.3.4. Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Engle-Granger eşbütünleşme testinde ekonomik büyüme göstergemiz lnrbg ile bankacılık piyasasına ait finansal gelişme değişkenleri (lnm2yg, lnokg, lnoktyk) arasındaki uzun dönem ilişkisi araştırılmıştır. Engle-Granger eşbütünleşme testinde, basit en küçük kareler yöntemiyle ekonomik büyüme ve finansal gelişme göstergeleri arasındaki uzun dönem denklemler tahmin edilmiş, denklemlerden elde edilen artıklara ADF birim kök testi uygulanmıştır. Daha sonra denklemlerdeki değişkenlerin yerleri değiştirilerek tekrar uzun dönem denklemler tahmin edilmiş ve bu denklemlere ilişkin yeni hata terimleri elde edilmiştir. Bu hata terimlerine ilişkin ADF birim kök testi sonuçları Tablo 5.7'de verilmiştir.

Tüm modellerdeki sonuçlar, hata terimlerinin durağan olmadığını, bu nedenle ekonomik büyüme ile finansal gelişme-derinleşme göstergeleri arasında uzun dönem denge ilişkisinin olmadığını ortaya koymaktadır. Johansen eşbütünleşme testinden elde edilen sonuçlar, Engle-Granger eşbütünleşme testi ile de desteklenmektedir. Yani, değişkenler arasında var olabilecek uzun dönem denge ilişkileri Engle-Granger eşbütünleşme testi ile sınanmış, elde edilen bulgulara göre herhangi bir uzun dönem denge ilişkisine rastlanmamıştır.

Tablo 5.6. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

| Hipotez | Eigen Değer | İz (Trace) İstatistiği | %5 Kritik Değer | Eigen İstatistiği | %5 Kritik Değer |
|------------------------------------|-------------|------------------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| Eşbütünleşme Yok | 0,4812 | 45,8516 | 47,8561 | 22,9688 | 27,5843 |
| 1 tane Eşbütünleşme Vektörü | 0,3614 | 22,8828 | 29,7971 | 15,6998 | 21,1316 |
| 2 tane Eşbütünleşme Vektörü | 0,1790 | 7,1831 | 15,4947 | 6,9020 | 14,2646 |
| 3 tane Eşbütünleşme Vektörü | 0,0080 | 0,2810 | 3,8415 | 0,2810 | 3,8415 |

Tablo 5.7. Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları

| Model No | Modeller | Artıklar için ADF Birim Kök Testi | | |
|----------------|---|-----------------------------------|--|---------------|
| | | ADF Birim Kök Test İstatistiği | Engle-Granger Test İstatistiği %5 Kritik Değer | Durağanlık |
| Model 1 | $\ln r_{kbg} = 1.0153 + 0.5458 * \ln m_{2yg}$ | -2,8797 (0) | 3,67 | Durağan Değil |
| Model 2 | $\ln m_{2yg} = -1,6771 + 1,2847 * \ln r_{kbg}$ | -2,9009 (0) | 3,67 | Durağan Değil |
| Model 3 | $\ln r_{kbg} = 0,6268 + 0,8867 * \ln o_{ktyk}$ | -3,0032 (1) | 3,67 | Durağan Değil |
| Model 4 | $\ln o_{ktyk} = -0,6230 + 0,8769 * \ln r_{kbg}$ | -3,1323 (1) | 3,67 | Durağan Değil |
| Model 5 | $\ln r_{kbg} = 1,3564 + 0,5827 * \ln o_{kg}$ | -2,6867 (0) | 3,67 | Durağan Değil |
| Model 6 | $\ln o_{kg} = -1,9019 + 0,4425 * \ln r_{kbg}$ | -2,1295 (0) | 3,67 | Durağan Değil |

5.3.5. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenlerin birbirinin nedeni olup olmadığı, yani finansal gelişmenin mi ekonomik büyümeye, yoksa ekonomik büyümenin mi finansal gelişmeye neden olduğunun incelenmesi amacıyla Granger nedensellik testi uygulanmıştır. VAR modelinden tahmin edilen gecikme uzunluğu olan 1 gecikmenin kullanılması durumunda elde edilen sonuçlar Tablo 5.8’de gösterilmiştir. Ayrıca, gecikme uzunluğu 2 seçilerek elde edilen sonuçlar da tabloda gösterilmektedir.

Granger nedensellik testi sonuçları, nedenselliğin yönünün seçilen finansal gelişme göstergesine göre değiştiğini göstermektedir. Finansal gelişme göstergesi olarak geniş tanımlı para arzının GSYİH’ya oranının ($\ln m_{2yg}$) ve özel sektöre verilen kredilerin GSYİH’ya oranının ($\ln o_{kg}$) kullanılması durumunda nedensellik, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olurken, finansal gelişme göstergesi olarak özel sektöre verilen yurt içi kredilerin toplam yurt içi kredilere oranının ($\ln o_{ktyk}$) kullanılması durumunda nedensellik, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olmaktadır. Gecikme sayısının iki seçilmesi durumunda $\ln m_{2yg}$ ve $\ln o_{ktyk}$ ’ya ilişkin sonuçlar anlamlılığını korurken, $\ln o_{kg}$ ’ye ilişkin sonuç anlamlılığını kaybetmektedir.

Tablo 5.8. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

| İncelenen Dönem: 1970–2006 | | |
|---|----------------------|-----------------|
| Gözlem Sayısı: 35 | | |
| Gecikme Sayısı: 1 | | |
| Hipotez | F-İstatistiği | Olasılık |
| Dlnm2yg Dlnrkg'nin Granger Nedeni Değildir. | 4,9276 | 0,0336* |
| Dlnrkg Dlnm2yg'nin Granger Nedeni Değildir. | 2,0363 | 0,1633 |
| Dlnokg Dlnrkg'nin Granger Nedeni Değildir. | 4,5252 | 0,0412* |
| Dlnrkg Dlnokg'nin Granger Nedeni Değildir. | 0,3546 | 0,5557 |
| Dlnoktyk Dlnrkg'nin Granger Nedeni Değildir. | 0,0324 | 0,8584 |
| Dlnrkg Dlnoktyk'nın Granger Nedeni Değildir. | 7,6332 | 0,0094* |
| Gözlem Sayısı: 34 | | |
| Gecikme Sayısı: 2 | | |
| Hipotez | F-İstatistiği | Olasılık |
| Dlnm2yg Dlnrkg'nin Granger Nedeni Değildir. | 4,4801 | 0,0202* |
| Dlnrkg Dlnm2yg'nin Granger Nedeni Değildir. | 1,1382 | 0,3343 |
| Dlnokg Dlnrkg'nin Granger Nedeni Değildir. | 3,1276 | 0,0589 |
| Dlnrkg Dlnokg'nin Granger Nedeni Değildir. | 0,6155 | 0,5473 |
| Dlnoktyk Dlnrkg'nin Granger Nedeni Değildir. | 0,1733 | 0,8417 |
| Dlnrkg Dlnoktyk'nın Granger Nedeni Değildir. | 3,8927 | 0,0318* |

5.3.6. Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Ampirik çalışmadan elde edilen bulgular, Türkiye’de 1970–2006 döneminde finans-büyüme arasındaki bağlantının zayıf olduğunu göstermektedir. Eşbütünleşme sonuçlarına göre, bankacılık piyasasındaki gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmazken, Granger nedensellik testi sonuçları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün seçilen değişkene göre değiştiğini göstermektedir. Sonuçlar, finansal gelişme göstergesi olarak, geniş tanımlı para arzının ve özel sektöre verilen yurt içi kredilerin GSYİH’ya oranının kullanıldığı durumda, arz-öncü hipotezi desteklerken, özel sektöre verilen kredilerin toplam yurt içi kredilere oranının kullanıldığı durumda talep-izleyici hipotezi desteklemektedir. Granger nedensellik testinden elde edilen bulgular, Kar ve Pentecost (2000)’un 1963–1995 döneminde Türkiye için yaptığı

çalışmanın sonuçlarını desteklemektedir. Sonuç olarak, Türkiye için arz-öncü veya talep-izleyici hipotez ayrımı yapılamamakla birlikte arz-öncü hipotez durumu daha güçlüdür. İncelenen dönem itibariyle Türkiye’de birçok finansal krizin meydana gelmesi, Türkiye Ekonomisi için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantının sağlamlığına büyük etkisi bulunmaktadır. Ayrıca, Rousseau ve Wachtel (2002)’nin belirttiği, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini önemli oranda azaltan %13–25 arasındaki enflasyon eşiği göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye’nin yıllarca yaşadığı kronikleşen yüksek enflasyonun olumsuz etkileri de, Türkiye’deki finansal sistemin gelişmesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini sınırlamaktadır.

SONUÇ

Finansal sistemin ekonomik büyüme sürecine yaptığı katkı, iktisatçılar arasında yüzyıllardır tartışma konusu olmuştur. Finansal sistemin gelişmesi ve reel sektördeki büyüme arasında ilişki olabileceğine yönelik şüphe, ekonomi biliminin tarihi kadar eski olmasına rağmen, çalışmalar yaklaşık kırk yıllık bir süreçte gittikçe artmaktadır. Finansal sistemin ekonomik büyüme sürecinde öncü rol oynadığına ilişkin baskın teoriler olmakla birlikte, bu ilişkiye eleştirel olarak bakan birçok teorik çalışma bulunmaktadır. Arz-öncü finansal gelişme hipotezini savunanlar, ekonomik büyüme sürecinde finansal sistem tarafından sağlanan fonksiyonların ve finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkilerini vurgulamaktadır. Finans-büyüme ilişkisine eleştirel olarak bakan hipotezlerden talep-izleyici hipotez, ekonomik gelişmenin sonucu olarak finansal sistemin gelişebileceğini iddia etmekteyken, karşılıklı nedenselliği savunan iktisatçılar, finansal sistem ve ekonomik büyüme arasında tekyönlü bir nedensellikten çok, karşılıklı ilişkinin olduğu iki yönlü nedenselliği savunmaktadır. Eleştirileri daha da ileri götüren Post-Keynesyen, Yeni-Keynesyen ve Yeni Yapısalcı görüş ise, arz-öncü hipotezin savunucularından McKinnon-Shaw'ın finansal liberalizasyon hipotezinin aslında ekonomik büyümeye olumsuz etki ettiğini iddia etmektedir. Ekonomik büyüme sürecinde finansal sistemin önemli bir rol oynamadığına inanan Lucas ve bazı kalkınma iktisatçıları ise, finansal sistemin rolünün abartıldığını iddia etmektedir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi modellemeye çalışan uygulamalı çalışmalar ise, birçok farklı ekonometrik yöntem kullanarak, farklı coğrafyalardaki, farklı gelir gruplarındaki, farklı ülke grupları ve farklı dönemler, farklı veri setleri için çok çeşitli sonuçlara ulaşmaktadır. Sonuçlar, kullanılan ekonometrik yönteme, ülke veri setine ve ülke coğrafyalarına, makroekonomik ve finansal sektöre yönelik hükümet politikalarına ve bu politikaların başarılarına göre farklı sonuçlar vermektedir. *Uygulamalı çalışmaların sonuçları, elde edilen bulguların ülkeye özgü olduğunu ve finansal gelişme için seçilen göstergelere göre sonuçların değişebileceğini göstermektedir.* Çünkü ülkeler, politikaların ve kurumların farklılıklarından kaynaklanan finansal gelişme seviyesinde farklılaşmaktadır. Ayrıca, ekonomik politikalar ülkeye özgüdür ve bu politikaların başarıları özellikle bu politikaları yürüten kurumların etkinliğine bağlıdır. Bu nedenle, *uygulamalı çalışmalardan elde edilen sonuçlar ülkeler arasında genelleştirilemez.*

Finansal gelişme ve ekonomik büyümeyi inceleyen çalışmaların sonuçlarının tereddütlü ve çelişkili olmasına karşın, teorik sonuç ve ampirik kanıtların üstünlüğü dikkat çekecek

derecede birbiri ile uyumlu sonuçlar üretmektedir. Bulgulara göre, daha gelişmiş finansal sisteme sahip ülkeler daha hızlı büyüme eğilimindedirler. Özellikle, büyüme için finansal araçların ve finansal piyasaların her ikisi de önemlidir. Bankacılık sisteminin büyüklüğü ve hisse senedi piyasalarının likiditesi ekonomik büyüme ile pozitif olarak ilişkilidir. Ayrıca, daha iyi işleyen finansal sistemler, firmaların ve endüstrilerin gelişmesini engelleyen dışsal finansman kısıdını kolaylaştırırlar. Sonuçlar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif birinci derece ilişkiyi ortaya koymaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine yönelik geniş bir literatür, finansal derinleşme ve gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine odaklanırken, finansal yapının ekonomik gelişme sürecindeki önemini ihmal etmektedir. Finansal yapı-büyüme ilişkisini araştıran çalışmalar, ülkelerin bankacılık-temelli veya piyasa-temelli finansal sistemlere sahip olmasının ekonomik büyüme sürecinde yarattığı farklılıklara odaklanmalarının yanında, ülkeler arasındaki finansal hizmetler ve hukuk yapısındaki farklılıkların da ekonomik büyüme üzerinde farklı etkilere neden olduğunu açıkça ortaya koymaktadır. Finansal yapı-büyüme ilişkisine yönelik yaklaşımlardan, bankacılık-temelli veya piyasa-temelli görüş, büyümeyi destekleyici en uygun ya da en iyi finansal yapının bankacılık-temelli mi yoksa piyasa-temelli mi olduğunu tartışmakta ve görüşlerini bankaların ve hisse senedi piyasalarının nispi üstünlükleri üzerine kurmaktadır. Ortak noktalarda buluşan diğer iki görüşten finansal hizmetler görüşüne göre, farklı finansal sistemler bu finansal hizmetleri daha fazla ya da daha az etkin sağlayarak az ya da çok derecede ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Temel problem ise, bankalar ya da piyasalar değildir, araçların ve piyasaların sağlam finansal hizmetler sağlayacağı ortamın meydana getirilmesidir. Aynı şekilde hukuk ve finans görüşü de, finansal sistemleri ayırt etmede bankacılık-temelli ya da piyasa-temelli finansal sistem ayrımının kullanışlı bir yol olmadığını, bunun yerine, hukuka ve hukukun uygulama mekanizmasına odaklanmanın daha faydalı bir yol olduğunu ileri sürmektedir. İyi işleyen yasal sistem hem piyasaların hem de araçların işlemlerini kolaylaştırmakta, yasal sistem tarafından belirlenen finansal hizmetlerin tüm seviye ve kaliteleri ise, etkin kaynak tahsisini ve ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. *Sonuç olarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinde ülkelerin finansal yapıları önemli bir yer tutmaktadır. Ancak, ülkelerin bankacılık veya hisse senedi piyasasındaki gelişmenin yanında, tüm finansal sisteme ilişkin sağlanan gelişmeler önemli olmaktadır. Ayrıca sağlam bir yasal altyapı da finansal sisteme olan güveninin artmasını sağlayarak ekonomik büyüme sürecinde finansal sistemin etkinliğini arttırmaktadır.*

Türkiye'deki finansal piyasalar, 1980 öncesinde yoğun olarak finansal baskı altında tutulmuştur. Bu dönemde mevduat ve kredi faiz oranları üzerine uygulanan tavan nedeniyle reel faiz oranları negatif değerler almış, bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlar getirilmiştir. Finansal piyasalardaki işlemler ve elde edilen gelirler üzerinde yüksek vergi yükü bulunmakta, bu nedenle aracılık hizmetleri oldukça yüksek maliyetlerle çalışmıştır. Yabancı ve yerli bankaların bankacılık sistemine girişleri sınırlandırılmıştır. Yüksek disponibilitate ve zorunlu karşılık oranları ile finansal sistemin kaynakları kamu kesimine aktarılmaya çalışılmıştır. 1980 öncesinde finansal sistemin tek unsuru olan bankalar üzerindeki bu finansal baskı politikaları sonucunda finansal sistem yeterince gelişmemiş ve reel kesimi yeterince destekleyememiştir.

1980'lerin başında Dünya'daki finansal liberalleşme çabalarına paralel olarak Türkiye'de de bankacılık sektöründe rekabetin arttırılması, reel faiz yoluyla yurt içi tasarrufların yukarı seviyelere çekilmesi ve bu şekilde finansal sisteme derinlik kazandırılmasını amaçlayan bir finansal liberalizasyon programı uygulamaya konmuştur. Ancak, kurumsal altyapısı oluşturulmadan uygulamaya konan finansal liberalizasyon programı, hazırlıksız, hızlı ve aceleci bir reform programı olmaktan öteye gidememiştir. Mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılmasıyla başlayan finansal sektördeki liberalleşme, programın üstünden çok geçmeden "Banker Krizi" nedeniyle finansal sistemi krize götürmüştür. Kriz, reformların uygun düzenleyici ve denetleyici bir yapı olmaksızın yürütülmeye çalışıldığında, arzu edilmeyen sonuçlar meydana getireceğini açıkça göstermiş ve reformların zamanlamasının ve hızının önemini ortaya çıkarmıştır. Bu temel başarısızlığın ardından politika yapıcılar, piyasa sisteminin çalışması için kurumsal yapının meydana getirilmesi konusunu ön sıralara taşımışlardır.

Türk finansal sisteminin yasal altyapısının oluşması liberalizasyon programından oldukça sonra başlamıştır. Bankaların karşı karşıya kaldığı likidite probleminin ortaya çıkmasını engellemek ve finansal sisteme olan güvenin yeniden sağlanabilmesi için 1983'te TMSF kurulmuştur. Merkez Bankası'na parasal gelişmeleri yakından izleme olanağı sağlayan Bankalararası Para Piyasası ancak 1986 yılında yürürlüğe girebilmiştir. Merkez Bankası bünyesindeki piyasaların 1986 yılından sonra oluşturulmaya başlanması reform programının ne kadar acele yapıldığını ve zamanlamasının iyi ayarlanamadığını açıkça göstermektedir.

Bankalara alternatif bir finansal piyasa oluşturulmak üzere kurulan Menkul Kıymetler Piyasasına ilişkin düzenlemeler de bankaların birincil ve ikincil piyasalarda göstermiş olduğu

faaliyetleri kısıtlamayıp, bankaların finansal sistemdeki monopol pozisyonlarını arttırmış ve böylece finansal sistemde meydana gelebilecek etkin rekabeti engellemiştir.

Bankacılık piyasasının düzenlenmesine ve denetlenmesine ilişkin kuralları kapsayan bankacılık yasası da ancak 1985 yılında yürürlüğe girmiş, Merkez Bankası da bankaların üzerindeki denetleyici rolünü daha iyi yerine getirmek için 1986 yılında kendi bünyesinde Bankaları Gözetim Müdürlüğü kurmuştur. Bankacılık piyasasına ilişkin yasal düzenlemelerin reform programından beş yıl gibi uzun bir sürenin ardından yürürlüğe girmesi, bankacılık sistemindeki yasal boşluğun çok gecikmeli olarak doldurulmaya çalışıldığını göstermektedir.

Türk Finansal Sistemi'nin gelişimindeki dönüm noktası 1989 yılındaki sermaye hesabının liberalizasyonudur. 1989 yılında sermayenin liberalizasyonunun tamamlanmasından sonra yaşanan süreç Türk bankacılık sisteminin kırılmasını daha da arttırmıştır. 32 sayılı Karar ile birlikte kambiyo rejiminde yaşanan serbestleşme bankaların döviz işlemlerine yönelmelerine ve yurt dışından kaynak bulmalarına imkân sağlamıştır. Bu kararın ardından Türkiye, artan kamu açığının finansmanında büyük ölçüde dış tasarruflara yönelmiştir. 32 sayılı Karar'ın getirdiği serbestleşme, 1990'ların başlarında kamu borçlanma gereksiniminin giderek artması, buna bağlı olarak ihraç edilen yüksek faizli kamu menkul kıymetleri ve kamunun uyguladığı yüksek faiz-düşük kur politikası mali piyasalar üzerinde önemli bir baskı meydana getirmiş ve bu dönemde bankalar kamu borçlarının en önemli alıcısı konumuna gelmişlerdir. *Kamu açıklarındaki artış ve açıkların finansmanında ağırlıklı olarak iç borçlanmaya gidilmesi, hem reel faizlerin hızla artışına yol hem de bankacılık sisteminde reel kesime kredi olarak yönlendirilmesi gereken kaynakların kamu kağıtlarına yönelmesine neden olmuştur.* Yurt içi tasarrufların büyük bir bölümü bankalar aracılığıyla kamu açıklarının kapatılmasında kullanılmış, yurt içi tasarrufların yeterli olmadığı durumlarda bankalar yurt dışından dövizle borçlanarak (sendikasyon kredileri) dövizlerini Türk lirasına çevirip hazine ihalelerinde yüklü teklifler önermelerde kullanmışlardır. Faizlerin yükselmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, faiz-kur makasının açılmasına ve Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişinin artmasına, yani bankaların açık pozisyonlarının da büyümesine yol açmıştır. Bu durum bankaların kur riskini arttırmıştır. Dış borç bulmalarının kolaylaşması, kamu kesimi borçlanma ihtiyacının yüksekliği nedeniyle oluşan yüksek reel faizler de bu durumu besleyerek bankaların açık pozisyonlarının artmasına yol açmıştır. Kamu borçlanma gereksiniminin bankacılık sistemi üzerindeki olumsuz etkisi, sadece bankacılık sistemi üzerinde yarattığı etkilerle sınırlı kalmamış, kamu bankalarına asli fonksiyonları dışında verilen görevler, görev zararlarının zamanında ödenmemesi, ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler ve yönetimlerindeki

zafiyetler, sistemde yaklaşık yüzde elli paya sahip olan kamu bankalarının mali bünyelerinin önemli ölçüde bozulmasına da neden olmuştur. Kamu bankalarının finansman ihtiyaçlarını kısa vadede ve piyasa koşullarında karşılamaları, bir yandan sistemin toplam zararının artmasına diğer yandan piyasa faiz oranlarının yüksek seyretmesine yol açmıştır. Türk bankacılık sisteminde 1990–1999 döneminde, kamu finansmanının giderek artan risk primiyle gerçekleştirmeye çalışıldığı, iç ve dış şoklara karşı son derece kırılgan bir finansal yapı sisteme hakim olmuştur.

Finansal sistemdeki bu sürdürülemez gelişmeler sistemi önce 1994’de sonra da 2000 Kasım ve 2001 Şubat olmak üzere üç büyük kriz yaşamasına neden olmuştur. Ayrıca, 1994 krizi sonrasında finansal sistemde meydana gelen güven kaybını azaltmak amacıyla, tasarruf mevduatlarının tümüne garanti uygulaması ile giderilmeye çalışılmış, ancak mevduata verilen güvence, bankaların maliyetlerini çok fazla önemsemeksizin kaynaklarının çok daha riskli müşterilere ödünç vermesine neden olmuştur. Ayrıca, 1994 krizi sonrasında TMSF’nin işleyiş yapısındaki değişiklikler ve banka kurmanın kolaylaştırılması, Türk Bankacılık sisteminin kırılganlığını arttırmış ve yaşanan krizlerde önemli rol oynamıştır.

Türkiye’de bankaların gözetimi ve denetimi çok yetersiz olmamakla birlikte, mevcut kuralların tam olarak uygulanamaması ve denetim sonuçlarının gerektirdiği önlemlerin alınamaması bankacılık sisteminin sağlıklı bir şekilde işlemesini engellemiştir. Aslında Türk Bankacılık Sistemi’ndeki sorun büyük ölçüde denetim sonuçlarının uygulanmasındaki gecikmelerden, dolayısıyla siyasi etkilerden kaynaklanmaktadır. Hazine Müsteşarlığı’nın, bankaları gözetimden sorumlu Merkez Bankası’nın önerilerini dikkate almaması veya gereken önemi vermemesi veya Bankalar Yeminli Murakıpları’nın hazırladığı raporların gereğinin, ilgili bakan tarafından siyasi veya ekonomik gerekçelerle yerine getirilmemesi, bankacılık sektöründeki iflasların ve krizlerin önemli bir nedeni olmuştur. Bu durum, bankaların denetiminin organize bir şekilde yapılmasını ve yetkilerin tek elde toplanmasını gerekli kılmıştır. Bankacılık sisteminin gözetimi ve denetiminin bağımsız bir kurumca yapılması, gelişmiş bankacılık sistemine sahip birçok Avrupa Ülke’sinde 50-60 yıl öncesinden sağlanmışken, Türkiye bu düşüncüyü ancak 1999 yılında 4389 sayılı Bankalar Kanunuyla hayata geçirmiştir. 2000 yılında uygulanan istikrar programı çerçevesinde Ağustos ayında faaliyete geçen BDDK, bu görevi yerine getirmek için kurulmuş olmakla birlikte, oldukça gecikmeli olarak göreve başlamıştır. Türk bankacılık sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesine ilişkin yapılan düzenlemeler, bankacılık sisteminin düzenleme, gözetim ve denetim çerçevesinin uluslararası kriterlere ve Avrupa Birliği Direktiflerine uyumu konusunda önemli aşamalar kaydedilmesini sağlamış, ancak

yapılan olumlu düzenlemelere karşın sistemdeki sorunlar, düzenlemelerin uygulanmasından kaynaklanmıştır. Sonuç olarak liberalizasyon sürecinde banka kurmayı cazip kılan düzenlemelerle özel sektörün finansal sektöre yönelmesi ve bunun sonucunda bankacılık sisteminin genişlemesi gerçekleştirilmiş, ancak finansal serbestleşmenin önemli aşamalarından olan finansal kurumların denetim sonuçlarına ilişkin kararların zamanında ve etkin olarak alınmasını sağlayacak hassasiyet gösterilememiştir.

BDDK, 2000 Ağustos ayında kurulmuş olmakla birlikte, görevine tam olarak ancak 2001 krizinden sonraki Mayıs ayında uygulamaya konan ve Türk bankacılık sektöründe finansal ve operasyonel anlamda yeniden yapılandırmayı amaçlayan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile başlamıştır. Programla birlikte, kriz sonrası TMSF bünyesine alınan bankalara ilişkin sorunlar çözüme kavuşturulmuş, kamu bankalarının finansal ve operasyonel açıdan yeniden yapılandırılması tamamlanmış, özel bankaların sermaye yapıları sağlıklı bir yapıya kavuşturulmuştur. Bankacılık sektöründe gözetim ve denetimin etkinliğini arttırması, sektörü daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşturması ve uluslararası bankacılık standartlarına (Basel II) uyumu sağlayacak yasal ve kurumsal düzenlemeler, 2005 yılında yürürlüğe giren 5411 sayılı bankacılık kanunu ile uygulamaya geçirilmiştir.

Finansal liberalizasyon süreci ile birlikte finansal sisteme ilişkin kurumsal ve yasal altyapı oldukça gecikmeli olarak oluşturulmuştur. Yasal altyapıya ilişkin düzenlemeler aslında dönemin koşullarına ve uluslararası standartlara uygun olarak gerçekleştirilmeye çalışılmışsa da, uygulamadaki gecikmeler, sistemdeki risklerin ve kırılganlığın çok büyük boyutlara ulaşmasına neden olmuştur.

2001 yılından sonra uluslararası standartlar doğrultusunda daha etkin bir bankacılık sisteminin sağlanması amacıyla tasfiye edilen bankaların ölçek ekonomilerinden yararlanabilmeleri için birçok küçük ölçekli banka birleştirilerek büyük ölçekli bankalar oluşturulmaya çalışılmıştır. Ancak bu süreçte Türk Bankacılık Sistemi’nde yabancılaşma bir risk faktörü olarak ortaya çıkmıştır. AB ülkelerindeki bankacılık sektöründe yabancı sermaye oranının %10’u geçmezken Türkiye’de ise bankacılık sektöründeki yabancı sermaye oranı yüzde 36,2’lere ulaşmıştır (Oyakbank’ın satışından önce). Türkiye bankacılık piyasasındaki yabancılaşma, kredi mekanizması yoluyla reel sektörün yabancıların kontrolüne geçmesini sağlayacak ve yabancı bankaların ülkenin geneline yayılan bir hizmet şube ağı kurmadıkları, buldukları ülke değil menşe ülkenin çıkarlarını ön plana çıkardıkları göz önünde bulundurulduğunda, ülkenin makroekonomik koşullarını olumsuz etkileyebileceklerdir.

Hazine ve BDDK'ya göre 2008 yılında uygulanacağı öngörülen ve bankacılıkta risk yönetimi açısından yeni düzenlemeler getiren Basel-II süreciyle birlikte, bankacılık sektöründen kredi almak daha da zorlaşacak ve KOBİ'lerin kredi imkânları iyice daralacaktır. Çünkü kredi mekanizmasında yabancı bankaların ağırlığının artması, kredilerin KOBİ'ler yerine mali yapısı sağlam köklü firmalara aktarılmasına neden olacaktır. Hazine ve BDDK, geçmiş kriz dönemlerinde yabancı bankaların paylarının az olduğu dikkate alarak, paylarının %50'yi geçtiği zaman kırılgan bir Türk Ekonomisinde daha derin ve uzun süren krizlerin çıkmasından büyük endişe duymakta, reel sektörün can damarı olan bankacılık sektöründeki yabancılaştırmanın optimal noktayı geçmesi nedeniyle reel sektörün finansmanı konusunda büyük sıkıntılar doğuracağını iddia etmektedir (Hazine Müsteşarlığı ve BDDK, 2007).

KAYNAKÇA

Acemoglu D., Zilibotti, F., **“Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth”**, Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 4, (1997), 709–751.

Ahmed S.M., Ansari M.I., **“Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience”**, Journal of Asian Economics, Vol. 9, No. 3, (1998), 503–517.

Akçoraoğlu A., **“Financial Sector and Economic Growth: An Exogeneity Analysis”**, Ankara Üniversitesi S.B.F. Dergisi, Sayı 55, (2000), 1-25.

Akgüç Ö., Kozanoğlu H., **“Yuvarlak Masa: Türkiye’de Bankacılık Sektörü”**, İktisat Dergisi, Sayı. 417, (2002), 3–12.

Aktaş R., Pekkaya S., Aydoğan E., **“2001 Krizi Sonrası Dönemde Makroekonomik Gelişmeler Işığında Türk Bankacılık Sisteminin Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin Bir Değerlendirme”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 237, (2005), 17-48.

Akyüz A., **“Türk Sermaye Piyasaları: İlk 20 Yılın Özet Bilançosu”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 201, (2002), 5-9.

Al-Awad M., Harb N., **“Financial Development and Economic Growth in the Middle East”**, Applied Financial Economics, 15, (2005), 1041-1051.

Allen F., Gale D., **“A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and U.S.”**, Working Paper No. 94-12, The Wharton Financial Institutions Center, (1994).

Allen F., Gale D., **Comparing Financial Systems**, MIT Press., Cambridge, (2000).

Allen F., Gale D., **“Comparative Financial Systems: A Discussion”**, Credit, Intermediation, and the Macroeconomy, der. Bhattacharya S., Boot A.W.A., Thakor A.W., 699-770, Oxford University Press, New York, (2004).

Al-Yousif Y.K., **“Financial Development and Economic Growth Another Look at the Evidence from Developing Countries”**, Review of Financial Economics, Vol.11, (2002), 131-150.

Ang J.B., McKibbin W.J., **“Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia”**, CAMA Working Paper 5/2005, Centre for Applied Macroeconomic Analysis, <http://cama.anu.edu.au>, (2005).

- Ansari M.I., **“Impact of Financial Development, Money, and Public Spending on Malaysian National Income: An Econometric Study”**, Journal of Asian Economics, Vol. 13, (2002), 72–93.
- Aras G., Müslümov A., **“Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerine Etkileri”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı. 222, (2004), 55–65.
- Arestis P., Demetriades P.O., **“Finance and Growth: Institutional Consideration and Causality”**, UEL Department of Economics Working Paper, No. 5, (1996).
- Arestis P., Demetriades P.O., **“Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”**, The Economic Journal, Vol. 107, No. 442, (1997), 783–799.
- Arestis P., Demetriades P.O., Luintel K.B., **“Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”**, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 33, No. 1, (2001), 16–41.
- Artan S., **“Finansal Kalkınmanın Büyümeye Etkileri: Literatür ve Uygulama”**, Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Konferansı, Ankara, (2006), 1-24.
- Artun T., **İşlevi-Gelişimi-Özellikleri ve Sorunlarıyla Türkiye’de Bankacılık**, Tekin Yayınevi, İstanbul, (1983).
- Aslan Ö., Küçükaksoy İ., **“Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı. 4, (2006), 12–28.
- Asteriou D., **Applied Econometrics: A Modern Approach Using Eviews and Microfit**, Pall Grave MacMillan, New York, (2006).
- Atamtürk B., **“Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyümenin Nedensellik Yönü Üzerine Bir İnceleme (1975-2003)”**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları 46. Seri Prof. Dr. Salih Turhan'a Armağan, (2004), 100-105.
- Atiyas I., Ersel H., **“The Impact of Financial Reform: The Turkish Experience”**, Financial Reform Theory and Experience, der. Caprio Jr.G., Atiyas I., Hanson J.A., 103-139, Cambridge University Press, New York, (1994).
- Atje R., Jovanovic B., **“Stock Markets and Development”**, European Economic Review, Vol. 37, (1993), 632–640.
- Auerbach P., Siddiki J.U., **“Financial Liberalization and Economic Developmet: An Assessment”**, Journal of Economic Surveys, Vol. 18, No. 3, (2004), 231–265.

Bagehot W., **Lombard Street: A Description of the Money Market**, (1873), Reprint John Wiley & Sons, (1999), <http://www.econlib.org/library/Bagehot/bagLom.html>.

Bakan S., “**Osmanlı’dan Günümüze Türk Bankacılık Kesimi**”, İktisat Dergisi, Sayı. 417, (2002), 31–39.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), **Bankacılık Sektörü Değerlendirme Raporu**, Şubat, (2004).

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), “**10 Soruda Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı (Basel-II)**”, BDDK-Araştırma Dairesi, Ocak, (2005), 1–6.

Beck T., Levine R., “**Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?**”, Journal of Financial Economics, Vol. 64, (2002), 147–180.

Beck T., Levine R., “**Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence**”, Journal of Banking and Finance, Vol. 28, (2004), 423–442.

Beck T., Levine R., Loayza N., “**Finance and the Sources of Growth**”, Journal of Financial Economics, Vol. 58, (2000), 261–300.

Beck T., Demirgüç-Kunt A., Laeven L., Levine R., “**Finance, Firm Size, and Growth**”, Policy Research Working Paper No. 3485, World Bank, (2005).

Bekaert G.H., Campell R., Lundblad C., “**Emerging Equity Markets and Economic Development**”, Journal of Development Economics, Vol. 66, (2001), 465–504.

Ben Naceur S., Ghazouani S., “**Stock Markets, Banks, and Growth in Some Mena Region Countries**”, The 10th Annual Conference of the Economic Research Forum (ERF), Marrakech-Morocco, December 18-21; 2003, <http://www.erf.org.eg/tenthconf/financial-markets-background/Bennaceur-Ghazouani.pdf>.

Bencivenga V.R., Smith B.D., “**Financial Intermediation and Endogenous Growth**”, The Review of Economics Studies, Vol. 58, No. 2, (1991), 195–209.

Bencivenga V.R., Smith B.D., Starr R.M., “**Equity Markets, Transaction Costs and Capital Accumulation An Illustration**”, Policy Research Working Paper No. 1456, World Bank, (1995a).

Bencivenga V.R., Smith B.D., Starr R.M., “**Transaction Costs, Technological Choice and Endogenous Growth**”, Economic Theory, 67, (1995b), 153-177.

Benhabib J., Spiegel M.M., “**The Role of Financial Development in Growth and Investment**”, Journal of Economic Growth, Vol. 5, No.4, (2000), 341–360.

- Bennett R.L., **The Financial Sector Development and Economic Development: The Mexican Case**, The Johns Hopkins Press, Baltimore, USA, (1965).
- Bernanke B.S., Gertler M., **“Financial Fragility and Economic Performance”**, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 105, No. 1, (1990), 87–114.
- Berthelemy J., Varoudakis A., **“Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development”**, Oxford Economic Papers, Vol. 48, No. 2, (1996), 300–328.
- Biçer R., **“Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme”**, Mali Kılavuz Dergisi, (2001), 58-69.
- Binay Ş., Kunter M., **“Türkiye’de Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1997”**, İktisat İşlerme Finans Dergisi, Sayı 154, (1999), 24-48.
- Binh K.B., Park S.Y., Shin B.S., **“Financial Structure and Industrial Growth: A Direct Evidence from OECD Countries”**, <http://www.fma.org/Sieana/Papers/560496.pdf>, (2005).
- Blackburn K., Hung, V.T.Y., **“A Theory of Growth, Financial Development and Trade”**, *Economica*, Vol. 65, (1998), 107–124.
- Blum D., Federmair K., Fink G., Haiss P., **“The Financial-Real Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence”**, IEF Working Paper No. 43, Research Institute for European Affairs, (2002).
- Boot A.W., Thakor, A.V., **“Financial System Architecture”**, Review of Financial Studies, 10, (1997), 693-733.
- Boot A.W., Greenbaum S.I., Thakor A.V., **“Reputation and Discretion in Financial Contracting”**, American Economic Review, 83, (1993), 1165-1183.
- Bordo M.D., Rousseau P.L., **“Legal-Political Factors and the Historical Evolution of the Finance-Growth Link”**, NBER Working Paper No. 12035, National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w12035>, (2006).
- Boulila G., Trabelsi M., **“The Causality Issue in the Finance and Growth Nexus: Empirical Evidence from Middle East and North African Countries”**, Review of Middle East Economics and Finance, Vol. 2, No. 2, (2004), 123–138.
- Boyd J.H., Prescott E.C., **“Financial Intermediary-Coalitions”**, Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 87, (1985).
- Boyd J.H., Smith B.D., **“The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development”**, *Economic Theory*, 12 (3), (1998), 519-560.

- Buffie E., **“Financial Repression, The New Structuralist, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Countries”**, Journal of Development Economics, 14, (1984), 305-322.
- Burhop C., **“Did Banks Cause the German Industrialization?”**, Explorations in Economic History, Vol. 43, (2006), 39–63.
- Calderon C., Liu L., **“The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth”**, Journal of Development Economics, Vol. 72, (2003), 321–334.
- Cansızlar D., **“Bankacılık ve Sermaye Piyasası”**, İktisat Dergisi, Sayı. 417, (2002), 13–15.
- Chandavarkar A., **“Of Finance and Development: Neglected and Unsettled Questions”**, World Development, Vol. 20 (1), (1992), 133–142.
- Chang T., **“Financial Development and Economic Growth in Mainland China: A Note on Testing Demand-Following or Supply-Leading Hypothesis”**, Applied Economics Letters, Vol. 9, (2002), 869-873.
- Chang T., Caudill S.B., **“Financial Development and Economic Growth: The Case of Taiwan”**, Applied Economics, Vol. 37, (2005), 1329–1335.
- Choe C., Moosa I.A., **“Financial System and Economic Growth: The Korean Experience”**, World Development, Vol. 27, No. 6, (1999), 1069–1082.
- Christopoulos D.K., Tsionas E.G., **“Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests”**, Journal of Development Economics, Vol. 73, (2004), 55–74.
- Civan M., Kayacan M., **“Türkiye Ekonomisinin Finansman Dengesinin Sermaye Piyasası Açısından İncelenmesi (1990-2002)”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 201, (2002), 87-103.
- Cooley T.F., Smith B.D., **“Financial Markets, Specialization, and Learning by Doing”**, Cornell U., mimeo, (1992).
- Çolak Ö.F., **“Finansal Kriz ve Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı Üzerine Bir Eleştiri”**, Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt. 3, Sayı: 2, (2001), 13–30.
- Darrat A.F., **“Are Financial Deepening and Economic Growth Causally Related? Another Look At the Evidence”**, International Economic Journal, Vol. 13 (3), (1999), 19–35.

De Gregorio J., Guidotti P.E., **“Financial Development and Economic Growth”**, World Development, Vol. 23, No. 3, (1995), 433–448.

Dedeoğlu A., Gökent G., **“Mali Sektör 2002-2007”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı. 197, (2002), 68–87.

Demetriades P.O., Hussein K., **“Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries”**, Journal of Development Economics, Vol. 51, (1996), 387–411.

Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V., **“Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth: An International Comparison”**, World Bank Policy Research Working Paper No. 1671, (1996).

Devereux M.B., Smith G.W., **“International Risk Sharing and Economic Growth”**, International Economic Review, Vol. 35 (3), (1994), 535–550.

Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), Çeşitli yıllara ait istatistikler, <http://www.ekutup.dpt.gov.tr>.

Diamond D.W., **“Financial Intermediation and Delegated Monitoring”** The Review of Economic Studies, Vol. 51, No. 3, (1984), 393–414.

Diamond D. W., Dybvig P. H., **“Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity”**, Journal of Political Economy, 91 (3), (1983), 401-419.

Dickey D. A., Fuller, W. A., **“Distribution of The Estimators for Autoregressive Time Series with A Unit Root”**, Journal of the American Statistical Association, 74 (366), (1979), 427-431.

Dickey D.A., Fuller W.A., **“Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with A Unit Root”**, Econometrica, 49, (1981), 1057-1072.

Doğan H., **“Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı. 190, (2002), 60–71.

Doğu M., **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, Yayın No: 27, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, (1996).

Dornbusch R., Reynoso A., **“Financial Factors in Economic Development”**, The American Economic Review, Vol.79, No. 2, (1989), 204-209.

Enders W., **Applied Econometric Time Series**, John Wiley and Sons, Inc, USA, (1995).

Engle R.F., Granger C.W.J., **“Cointegration and Error-Correction: Representation, Estimation and Testing”**, Econometrica, 55, (1987), 251-276.

- Engle R., Hendry D., Richard J., “**Exogeneity**”, *Econometrica*, 51, (1983), 277-304..
- Erim N., Türk A., “**Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme**”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2005 / 2, (2005), 21-45.
- Esen O., “**Türk Bankacılık Sektörü**”, *Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz*, der. Şahinöz A., *Türkiye Ekonomi Kurumu*, (2001), 237-251.
- European Banking Federation, *Banking Statistics 2005*, <http://www.fbe.be>.
- European Central Bank, *Annual and Monthly Reports*, <http://www.ecb.int>.
- Fase M.M.G., Abma R.C.N., “**Financial Environment and Economic Growth in Selected Asian Countries**”, *Journal of Asian Economics*, Vol. 14, (2003), 11–21.
- Favara G., “**An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth**”, *IMF Working Paper*, WP/03/123, *International Monetary Fund*, (2003).
- Fink G., Haiss P., Hristoforova S., “**Bond Markets and Economic Growth**”, *IEF Working Paper Nr. 49*, *Research Institute for European Affairs, University of Economics and Business Administration Vienna*, (2003).
- Fink G., Haiss P., Vuksic G., “**Changing Importance of Financial Sectors for Growth from Transition to Cohesion and European Integration**”, *EI Working Paper Nr. 58*, *Europainstitut, University of Economics and Business Administration Vienna*, (2004).
- Fink G., Haiss P., Mantler H.C., “**The Finance-Growth Nexus: Market Economies vs. Transition Countries**”, *EI Working Paper Nr. 64*, *Europainstitut, University of Economics and Business Administration Vienna*, (2005a).
- Fink G., Haiss P., Kirchner H. Thorwartl L., “**Financing through Bond Issues and the Nexus with Economic Growth**”, *EI Working Paper Nr. 68*, *Europainstitut, University of Economics and Business Administration Vienna*, (2005b).
- Fink G., Haiss P., Hristoforova S., “**Credit, Bonds, Stocks and Growth in Seven Large Economies**”, *EI Working Paper Nr. 70*, *Europainstitut, University of Economics and Business Administration, Vienna*, (2006).
- Fry M.J., **Money, Interest, and Banking in Economic Development**, *The Johns Hopkins University Press, London (Baltimore)*, (1995).
- Gelb A.H., “**Financial Policies, Growth, and Efficiency**”, *World Bank Policy, Planning, and Research Working Paper No. 202*, (1989).

Gerschenkron A., **Economic Backwardness in Historical Perspective**, The Belknap Press of Harvard University, Cambridge, Massachusetts, (1962).

Gertler M., Rose A., **“Finance, Public Policy and Growth”**, Financial Reform: Theory and Experience, der. Caprio Jr.G., Atiyas I., Hanson J.A., 13-48, Cambridge University Press, New York, (1994).

Ghali K.H., **“Financial Development and Economic Growth: The Tunisian Experience”**, Review of Development Economics, Vol. 3 (3), (1999), 310–322.

Ghani E., **“How Financial Markets Effect Long-Run Growth: A Cross-Country Study”**, World Bank Policy Research Working Paper, Washington D.C., (1992).

Ghirway T., **“Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis”**, African Development Bank 2004, (2004), 415-430.

Goldsmith R.W., **Financial Structure and Development**, Yale University Press, New Haven CT., (1969).

Gökbunar R., Miynat M., **“Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Sürecinde İç Borçlanma Politikalarının Bankacılık Sektörüne Etkileri”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 231, (2005), 68-87.

Grabel I., **“Speculation-led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World”**, International Review of Applied Economics, Vol. 9, No. 2, (1995), 127–149.

Graff M., **“Financial Development and Economic Growth-New Data and Empirical Analysis”**, METU Studies in Development, 28 (1-2), (2001), 83-110.

Granger C.W.J., **“Investigating Casual Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods”**, Econometrica, 37, (1969), 424-438.

Granger C.W.J., Newbold P., **“Spurious Regressions in Econometrics”**, Journal of Econometrics, 2, (1974), 111–120.

Green C.J., Kirkpatrick C.H., Murinde V., **“How Does Finance Contribute to the Development Process and Poverty Reduction?”**, Finance and Development: Surveys of Theory, Evidence and Policy, der. Gren C.J., Kirkpatrick C.H., Murinde V., 1-26, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK, (2005).

Greenwood J., Jovanovic B., **“Financial Development, Growth and the Distribution of**

Income”, NBER Working Paper No. 3189, National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w3189>, (1989).

Greenwood J., Jovanovic B., “**Financial Development, Growth and the Distribution of Income**”, Journal of Political Economy, Vol. 98, (1990), 1076–1107.

Greenwood J., Smith B.D., “**Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets**” Journal of Economic Dynamics and Control, Vol.21 (1), (1997), 145 - 181.

Gupta K.L., **Finance and Growth in Developing Countries**, Croom Helm, London, (1984).

Gurley J.G., Shaw E. S., “**Financial Aspects of Economic Development**“, The American Economic Review, Vol. 45 (4), (1955), 515–538.

Gurley J.G., Shaw E.S., “**Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process**”, The Journal of Finance, Vol.11, No. 2, (1956), 257-276.

Güloğlu B., “**Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Panel Veriler Yaklaşımı**”, İMKB Dergisi, Yıl 7, Sayı 27, (2003), 39-65.

Günel M., **Türk Bankacılık Sektörünün Sorunları ve Geleceği**, Ankara Ticaret Odası Yayını, Ankara, (2001).

Günçavdı Ö., Küçükçiftçi S., “**Türkiye’de Finansal Liberalleşme Sürecinin Başarımı ve Mali Kesim Üzerine Bir Değerlendirme**”, Odtü Gelişme Dergisi, 29 (1-2), (2002), 87-107.

Gürsoy C.T., Al-Aali H., “**Causal Relationships Between Financial and Economic Development in Gulf Countries**”, Doğuş University Journal, Vol. 1, (2000), 124–134.

Gürsoy C.T., Müslümov A., “**Stock Markets and Economic Growth: A Causality Test**”, Doğuş University Journal, Vol. 2, (2000), 124–132.

Güven S., “**Türkiye’de Banka Kredileri ve Büyüme İlişkisi**”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 197, (2002), 88-100.

Hamilton A., **Banks and Politics in America: From the Revolution to the Civil War**, Quoted from Hammond, (1991), Princeton University Press, Princeton NJ, (1781).

Hansson P., Jonung L., “**Finance and Economic Growth: The Case of Sweden 1834-1991**”, Research in Economics, Vol. 51, (1997), 275–301.

Harris R.D.F., “**Stock Markets and Development: A Reassessment**”, European Economic Review, Vol. 41, (1997), 139–146.

Hazine Müsteşarlığı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), **“Bankacılık Sektörünün Yabancılaşması”**, IV. Türkiye Bölgesel ve Sektörel Ekonomi Şurası, TOBB-ETU, Ankara, 10 Mart 2007.

Hicks J., **A Theory of Economic History**, Clarendon Press, Oxford, (1969).

Holden K., Thompson S., **“Cointegration: An Introductory Survey”**, British Review of Economic Issues, 14 (33), (1992), 1-55.

Hondroyannis G., Lolos S., Papapetrou E., **“Financial Markets and Economic Growth in Greece, 1986-1999”**, International Financial Markets, Inst. and Money, Vol. 15, (2005), 173–188.

Hussein K., **“Finance and Growth in Egypt”**, mimeo, (1999).

Islam M.M., Sultan D., Oman A.K., **“Cointegration and The Causality Between The Real Sector and The Financial Sector of The Malaysian Economy”**, Journal of American Academy of Business, Cambridge, Vol. 2, No. 2, (2003), 560–566.

İşık S., Doğan H., Kadılar C., **“Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezinin Türkiye İçin Testi”**, İşletme İktisat ve Finans Dergisi, Sayı 233, (2005), 37-51.

İnağ N., **“Sermaye Piyasası ve Gelişmelerin Analizi”**, Tartışma Tebliği No: 9412, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, (1994), 335-369.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), çeşitli yıllara ait yıllık raporlar ve istatistikler.

Japelli T., Pagano M., **“Saving, Growth, and Liquidity Constraints”**, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 109(1), (1994), 83–109.

Jayaraman T.K., **“Does Money Matter in the South Pasific Island Countries? Some Empirical Evidence”**, www.sidsnet.org/pasific/usp/economic/research/Tk2.htm, (2000).

Jayarathne J., Strahan P.E., **“The Finance–Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation”**, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 111, No. 3, (1996), 639–670.

Johansen S., **“Statistical Analysis of Cointegrating Vectors”**, Journal of Economic Dynamics and Control, 12, (1988), 231-254.

Jung W.S., **“Financial Development and Economic Growth: International Evidence”**, Economic Development and Cultural Change, Vol. 34, (1986), 333–346.

Kadılar C., **Uygulamalı Çok Değişkenli Zaman Serileri Analizi**, Bizim Büro Basımevi, Ankara, (2000).

Kar M., **“Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği”**, Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt 2, Sayı 2, (2001), 150-169.

Kar M., Tuncer M., **“Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme”**, Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 17, Sayı 3, (1999), .

Kar M., Pentecost E.J., **“Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue”**, Loughborough University Economic Research Paper No. 00/27, (2000), 1-20.

Kargı N., Terzi H., **“Türkiye’de İMKB, Enflasyon, Faiz Oranı ve Reel Sektör Arasındaki Nedensellik İlişkilerinin VAR Modeli ile Belirlenmesi”**, İMKB Dergisi, Cilt:1, No:4, (1997), 27-39.

Keskin E., **“1999 Yılında Türk Bankacılık Sistemindeki Gelişmeler”**, Bankacılar Dergisi, Sayı 33, (2000), 11-31.

Keskin E., **“2000 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sisteminde”**, Bankacılar Dergisi, Sayı 37, (2001), 3-43.

Keskin E., Alparslan M., İnan E.A., **“Türk Bankacılık Sektörü”**, Bankacılar Dergisi, Sayı 49, (2004), 68-99.

Kesriyeli M., **“1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, (1997), 1-34.

Khan M.S., Senhadji A.S., **“Financial Development and Economic Growth: An Overview”**, IMF Working Paper No. WP/00/209, (2000).

King R.G., Levine R., **“Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”**, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3, (1993a), 717–737.

King R.G., Levine R., **“Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence”**, Journal of Monetary Economics, Vol. 32, (1993b), 513–542.

King R.G., Levine R., **“Financial Intermediation and Economic Development”**, Financial Intermediation in the Construction of Europe, eds. Mayer C., Vives X., 156-189, Centre for Economic Policy Research, London, (1993c).

Kularatne C., **“An Examination of The Impact of Financial Deeping on Long-Run Economic Growth: An Application of a VECM Structure to a Middle- Income Country”**

Context”, Trade and Industrial Policy Strategies 2001 Annual Forum at Misty Hills, Muldersdrift, (2001).

Kuznets S., “**Economic Growth and Income Inequality**”, American Economic Review, 45, (1955), 1-28.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., “**Legal Determinants of External Finance**”, The Journal of Finance, Vol. 52 (3), (1997), 1131–1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., “**Law and Finance**”, The Journal of Political Economy, Vol.106 (6), (1998), 1113-1155.

Lee J., “**Financial Development by Learning**”, Journal of Development Economics, Vol. 50, (1996), 147–164.

Levine R., “**Stock Markets, Growth, and Tax Policy**”, The Journal of Finance, Vol. 46, No. 4, (1991), 1445–1465.

Levine R., “**Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**”, Journal of Economic Literature, Vol.35, (1997a), 688-726.

Levine R., “**Stock Markets, Economic Development, and Capital Control Liberalization**”, Investment Company Institute Perspective, Vol. 3, No. 5, (1997b), 1–7.

Levine R., “**The Legal Environment, Banks and Long-Run Economic Growth**”, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 30, No. 3, Part. 2, (1998), 596–613.

Levine R., “**Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?**”, Journal of Financial Intermediation, Vol. 11, No. 4, (2002), 398–428.

Levine R., “**More on Finance and Growth: More Finance More Growth?**”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 85 (4), (2003), 31–46.

Levine R., “**Finance and Growth: Theory and Evidence**”, NBER Working Paper No. 10766, National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w10766>, (2004).

Levine R., Zervos S., “**Stock Market Development and Long-Run Growth**”, Policy Research Working Paper No. 1582, World Bank, (1996).

Levine R., Zervos S., “**Stock Markets, Banks and Economic Growth**”, The American Economic Review, Vol. 88, (1998), 537–558.

Levine R., Loayza N., Beck T., “**Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes**”, Journal of Monetary Economics, Vol. 46, (2000), 31–77.

- Levine R., Carkovic M., **“Finance and Growth: New Evidence and Policy Analyses for Chile”**, Central Bank of Chile Working Papers No: 157, (2002).
- Lewis W.A., **The Theory of Economic Growth**, George Allen and Unwin, London, (1955).
- Loayza N., Ranciere R., **“Financial Development, Financial Fragility, and Growth”**, CESifo Working Paper No. 684 (5), (2002).
- Lucas R.E., **“On the Mechanics of Economic Development”**, Journal of Monetary Economics, Vol. 22, (1988), 3–42.
- Luintel K.B., Khan M., **“A Quantitative Reassessment of The Finance-Growth Nexus: Evidence From A Multi-Variate VAR”**, Journal of Development Economics, Vol. 60, (1999), 381–405.
- MacKinnon J.G., **“Critical Values for Cointegration Tests”**, Long Run Economic Relationships: Reading in Cointegration, eds. Engle R.F., Granger C.W.J., 267-276, Oxford University Press, Oxford, (1991).
- Mavrotas G., **“Savings and Financial Sector Development: Assessing the Evidence”**, Finance and Development: Surveys of Theory, Evidence and Policy, der. Green C.J., Kirkpatrick C.H., Murinde V., 29-61, Edward Elgar Publishing Lim., Cheltenham UK, (2005).
- McKinnon R.I., **Money and Capital in Economic Development**, Brookings Institution, Washington, DC., (1973).
- Merton R.C., Bodie Z., **“A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment”**, The Global Financial System: A Functional Perspective, eds. Crane D.B., Froot K.A., Mason S.P., Perold A.F., Merton R.C., Sirri E.R., Tufano P., 3-32, Harvard Business School Press, Boston, MA., (1995).
- Mihçi S., **“Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme: Endojen Büyüme Modelleri”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 159, (1999), 63-78.
- Mihçi S., **“Finansal Serbestleşme Sonrası Türkiye Ekonomisi”**, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, (2000), 83-107.
- Minsky H.P., **Stabilizing an Unstable Economy**, New Haven, Yale University Press, (1986).

- Murinde V., Eng F.S., “**Financial Development and Economic Growth in Singapore: Demand-Following or Supply-Leading?**”, *Applied Financial Economics*, Vol. 4, (1994), 391–404.
- Müslümov A., Aras G., “**Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkileri: OECD Ülkeleri Örneği**”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 198, (2002), 90-100.
- Nazmi N., “**Deregulation, Financial Deeping and Economic Growth: The Case of Latin America**”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 45, (2005), 447–459.
- Neusser K., Kugler M., “**Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence From OECD Countries**”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, No. 4, (1998), 638–646.
- North D., **Structure and Change in Economic History**, Norton, New York, (1981).
- Obstfeld M., “**Risk-Taking, Global Diversification, and Growth**”, *The American Economic Review*, Vol. 84, No.5, (1994), 1310–1329.
- Odedokun M., “**Financial Indicators and Economic Efficiency in Developing Countries**”, *Financial Development and Economic Growth*, eds. Hermes N. ve Lensink R., 115-137, Routledge, London, (1996).
- Oltulular S., Terzi H., “**Yüksek Enflasyon Enflasyon Belirsizliğini Artırıyor mu?**”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı. 3 (1), (2006), 1-22.
- Onur S., “**Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki**”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 1, Sayı 1, (2005), 127-152.
- Özdemir Z., Sever E., “**Finansal Liberalleşmenin Ekonomik Performansa Etkisi: Türkiye Analizi**”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları 46. Seri Prof. Dr. Salih Turhan'a Armağan*, (2004), 35-51.
- Pagano M., “**Financial Markets and Growth: An Overview**”, *European Economic Review*, Vol. 37, (1993), 613–622.
- Parasız İ., **Para Banka ve Finansal Piyasalar: Teori ve Politika**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 6. Baskı, Bursa, (1997).
- Patrick H., “**Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries**”, *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14 (2), (1966), 174–189.

- Phillips P.C.B., Peron P., **“Testing for a Unit Root in Time Series Regression”**, *Biometrika*, 75, (1988), 335-346.
- Rajan R.G., Zingales L., **“Financial Dependence and Growth”**, *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, (1998), 559–586.
- Ram R., **“Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence”**, *The Journal of Development Studies*, Vol. 35, No. 4, (1999), 164–174.
- Rioja F., Valev N., **“Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development”**, *Economic Inquiry*, Vol. 42, No.1, (2004a), 127-140.
- Rioja F., Valev N., **“Does One Size Fit All?: A Reexamination of The Finance and Growth Relationship”**, *Journal of Development Economics*, Vol. 74, (2004b), 429–447.
- Robinson J., **“The Generalization of the General Theory”** in *The Rate of Interest and Other Essays*, 67-142, Macmillan, London, (1952).
- Rousseau P.L., Wachtel P., **“Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries”**, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, No.4, (1998), 657–678.
- Rousseau P.L., Wachtel P., **“Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995”**, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, (2000), 1933–1957.
- Rousseau P.L., Wachtel P., **“Inflation Thresholds and The Finance-Growth Nexus”**, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 21, (2002), 777–793.
- Rousseau P.L., Sylla R., **“Financial Systems, Economic Growth, and Globalization”**, NBER Working Paper No. 8323, National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w8323>, (2001).
- Rousseau P.L., Sylla R., **“Emerging financial markets and early US growth”**, *Explorations in Economic History*, Vol. 42, (2005), 1–26.
- Rousseau P.L., Vuthipadadorn D., **“Finance, Investment and Growth: Time Series Evidence from 10 Asian Economies”**, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 27, (2005), 87–106.
- Saint-Paul G., **“Technological Choice, Financial Markets and Economic Development”**, *European Economic Review*, Vol. 36 (4), (1992), 763–781.
- Sak G., **Public Policy Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation of The Turkish Experience in The 1980’s**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını,

Ankara, (1996).

Saltoğlu B., “**Ekonomik Büyüme ve Finans Piyasalarının Gelişimi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkeler**”, İktisat Dergisi, Sayı 378, (1998), 8–15.

Sayılgan Ş., “**Bankacılık Sisteminin Güncel Sorunları ve Çözüm Önerileri**”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 210, (2003), 63-76.

Saraçoğlu R., “**Financial Liberalization in Turkey**”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 132, (1997), 5–18.

Schreft S.L., Smith B.D., “**Money, Banking and Capital Formation**”, Journal of Economic Theory, Vol. 73, (1997), 157–182.

Schumpeter J.A., **The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle**, New Brunswick, Transaction Publisher, London, (1912).

Schumpeter J.A., **Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process**, McGraw-Hill, New York, (1939).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Çeşitli yıllara ait aylık ve yıllık raporlar.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 2005 Faaliyet Raporu, <http://www.spk.gov.tr>, (2006).

Shan J., “**Financial Development and Economic Growth: The Empirical Evidence from China**”, 15th Annual Conference of the Association for Chinese Economics Studies, Melbourne-Australia, (2003).

Shan J.Z., Morris A.G., Sun F., “**Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem?**”, Review of International Economics, Vol. 9 (3), (2001), 443–454.

Shane M., “**Capital Markets and The Process of Economic Growth**”, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 4, (1970), 950–951.

Sharpe S.A., “**Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships**”, Journal of Finance, 45 (4), (1990), 1069-1087.

Shaw E.S., **Financial Deeping in Economic Development**, Oxford University Press, New York, (1973).

Singh A., “**Financial Liberalization, Stock Markets, and Economic Development**”, The Economic Journal, Vol. 107, No.442, (1997), 771–782.

Singh A., Weisse B.A., “**Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-Term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives**”, *World Development*, Vol. 26, No. 4, (1998), 607–622.

Sinha T., “**The Role of Financial Intermediation in Economic Growth: Schumpeter Revisited**”, *Economic Theory in the Light of Schumpeter’s Scientific Heritage*, eds. Dahiya S.B., Orati V., 63-70, Spellbound Publishers, Rohtak, India, (2001).

Sirri E.R., Tufano, P., “**The Economics of Pooling**”, *The Global Financial System: A Functional Perspective*, eds. Dwight B.Crane vd., 81-128, Harvard Business School Press, Boston, (1995).

Smith A., **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, eds. Cannan E., The Modern Library Edition, 1994, New York, (1776).

Soytaş U., Küçükkaya E., “**Economic Growth and Financial Development in Turkey: Evidence from Toda-Yamamoto Causality Tests**”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Konferansı*, Ankara, (2006).

Stiglitz J., “**Credit Markets and the Control of Capital**”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, (1985), 133-152.

Stiglitz J., “**Government, Financial Markets and Economic Development**”, NBER Working Paper No. 3669, National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w8323>, (1991).

Stiglitz J.E., Weiss A., “**Credit Rationing in Markets with Imperfect Information**”, *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, (1981), 393–410.

Stiglitz J., Weiss, A., “**Asymmetric Information in Credit Markets and Its Implication for Macro-Economics**”, *Oxford Economic Papers*, 44, (1992), 694-724.

Şafaklı O.V., “**Financial Sector Development and Economic Growth: The Case of Northern Cyprus**”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Vol. 4, No. 1, (2005), 17–37.

Şahinkaya S., “**Bankacılık Sistemi, Sanayileşme ve Alexander Gerschenkron**”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 237, (2005), 5-16.

Şentürk S.H., “**Ekonomik Büyümenin Sağlanmasında Finansal Sistemin Rolü**”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 237, (2005), 112-127.

- Tadesse S., “**Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence**”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, (2002), 429–454.
- Taylor L., **Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World**, Basic Books, New York, (1983).
- Thornton J., “**Financial Deepening and Economic Growth: Evidence from Asian Economies**”, *Savings and Development*, Vol. 17, No. 1, (1994), 41–51.
- Thornton J., “**Financial Deepening and Economic Growth in Developing Economies**”, *Applied Economics Letters*, Vol. 3, (1996), 243–246.
- Toprak M., Demir O., “**Türk Bankacılık Sektörü: Sorunlar, Krizler ve Arayışlar**”, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 2, (2001), 1-26.
- Tsuru K., “**Finance and Growth: Some Theoretical Considerations, and A Review of the Empirical Literature**”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 228, OECD Publishing, (2000).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **40. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi**, (1998a), http://www.tbb.org.tr/turkce/YENI_40yil.htm.
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 1997**, <http://www.tbb.org.tr/>, (1998b).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 1998**, <http://www.tbb.org.tr/>, (1999).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 1999**, <http://www.tbb.org.tr/>, (2000).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 2000**, <http://www.tbb.org.tr/>, (2001).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 2001**, <http://www.tbb.org.tr/>, (2002).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 2002**, <http://www.tbb.org.tr/>, (2003).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 2003**, <http://www.tbb.org.tr/>, (2004).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 2004**, <http://www.tbb.org.tr/>, (2005).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 2005**, <http://www.tbb.org.tr/>, (2006).
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Bankalarımız 2006**, <http://www.tbb.org.tr/>, (2007).
- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), **İstatistiki Göstergeler 1923–2005**, Türkiye İstatistik Kurumu Matbaası, Ankara, http://www.tuik.gov.tr/yillik/Ist_gostergeler.pdf, (2006).
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), “**Türkiye Sermaye Piyasası**”, Türkiye İktisat Kongresi, 5–9 Mayıs, İzmir, <http://www.tbb.org.tr/>, (2004).

Ünal T., **Finans Kesiminin Reel Sektöre Kaynak Yaratma Kapasitesi: Türkiye Örneği**, İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul, (1996).

Ünalmiş D., **“The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey”**, The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department Working Paper No.3, (2002), 1-11.

Vakıfbank, **“Bankacılık Sektörünün 10 Yıllık Geçmişi”**, Mali ve Ekonomik Raporlar, (Erişim Tarihi: 07.11.2006), (2002).

Van Nieuwerburg S., Buelens F., Cuyvers L., **“Stock Market Development and Economic Growth in Belgium”**, Exploration in Economic History, Vol. 43, (2006), 13–38.

Van Wijnbergen S., **“Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy”**, Journal of Development Economics, 13, (1983), 45-65.

Wachtel P., **“How Much Do We Really Know about Growth and Finance?”**, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, First Quarter, (2003), 33-47.

Wang E.C., **“A Production Function Approach for Analyzing the Finance-Growth Nexus The Evidence from Taiwan”**, Journal of Asian Economics, Vol. 10, (1999), 319–328.

World Bank, **Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World**, A Copublication of the World Bank (Washington D.C.) and Oxford University Press (New York), (2001).

World Federation of Exchanges, Annual Statistics, <http://www.world-exchanges.org>.

Xu Z., **“Financial Development, Investment, and Economic Growth”**, Economic Inquiry, Vol. 38, No. 2, (2000), 331–344.

Yıldırım S., Altun O., **“Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi: 1980-1993 Dönemi”**, Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No. 17, (1996).

Yılmaz E., Kayalıcı Ö., **“Türkiye’de Finans ve Büyüme İlişkisi: Nedensellik İlişkisi”**, İMKB Dergisi, Cilt 6, Sayı 24, (2002), 35-50.

Yılmaz Ö., Kaya V., **“Finansal Kalkınma ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı. 244, (2006), 120–131.

Zhang Z., Yao S., **“Financial Deepening and Economic Development in China”**, Asia Pacific Business Review, Vol. 8, No. 3, (2002), 61–75.

EKLER**EK1: E-VIEWS PROGRAM ÇIKTILARI**

Null Hypothesis: LNRKBG has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Fixed)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -2.709919 | 0.2388 |
| Test critical values: 1% level | -4.234972 | |
| 5% level | -3.540328 | |
| 10% level | -3.202445 | |

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LNRKBG)
 Method: Least Squares
 Date: 06/14/07 Time: 10:52
 Sample (adjusted): 1971 2006
 Included observations: 36 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| LNRKBG(-1) | -0.384507 | 0.141889 | -2.709919 | 0.0106 |
| C | 0.008209 | 0.014049 | 0.584289 | 0.5630 |
| @TREND(1970) | 0.007456 | 0.002770 | 2.692064 | 0.0111 |
| R-squared | 0.183159 | Mean dependent var | | 0.021956 |
| Adjusted R-squared | 0.133653 | S.D. dependent var | | 0.042459 |
| S.E. of regression | 0.039520 | Akaike info criterion | | -3.544358 |
| Sum squared resid | 0.051541 | Schwarz criterion | | -3.412398 |
| Log likelihood | 66.79845 | F-statistic | | 3.699761 |
| Durbin-Watson stat | 1.722765 | Prob(F-statistic) | | 0.035504 |

Null Hypothesis: LNM2YG has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Fixed)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -2.595242 | 0.2846 |
| Test critical values: 1% level | -4.234972 | |
| 5% level | -3.540328 | |
| 10% level | -3.202445 | |

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LNM2YG)
 Method: Least Squares
 Date: 06/14/07 Time: 10:54
 Sample (adjusted): 1971 2006
 Included observations: 36 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| LNM2YG(-1) | -0.315625 | 0.121617 | -2.595242 | 0.0140 |
| C | -0.549345 | 0.216585 | -2.536392 | 0.0161 |
| @TREND(1970) | 0.009355 | 0.003721 | 2.513912 | 0.0170 |
| R-squared | 0.175504 | Mean dependent var | | 0.021838 |
| Adjusted R-squared | 0.125535 | S.D. dependent var | | 0.124669 |
| S.E. of regression | 0.116582 | Akaike info criterion | | -1.380794 |
| Sum squared resid | 0.448512 | Schwarz criterion | | -1.248834 |
| Log likelihood | 27.85429 | F-statistic | | 3.512230 |
| Durbin-Watson stat | 2.125714 | Prob(F-statistic) | | 0.041410 |

Null Hypothesis: LNOKG has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Fixed)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.578521 | 0.0115 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -3.632900 | |
| 5% level | -2.948404 | |
| 10% level | -2.612874 | |

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LNOKG)

Method: Least Squares

Date: 06/14/07 Time: 11:03

Sample (adjusted): 1972 2006

Included observations: 35 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| LNOKG(-1) | -0.519678 | 0.145221 | -3.578521 | 0.0011 |
| D(LNOKG(-1)) | 0.626403 | 0.168089 | 3.726627 | 0.0007 |
| C | -0.907032 | 0.258591 | -3.507589 | 0.0014 |
| R-squared | 0.354281 | Mean dependent var | | 0.019146 |
| Adjusted R-squared | 0.313923 | S.D. dependent var | | 0.146541 |
| S.E. of regression | 0.121379 | Akaike info criterion | | -1.297973 |
| Sum squared resid | 0.471455 | Schwarz criterion | | -1.164658 |
| Log likelihood | 25.71453 | F-statistic | | 8.778574 |
| Durbin-Watson stat | 1.752755 | Prob(F-statistic) | | 0.000913 |

Null Hypothesis: LNOKTYK has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Fixed)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -2.862022 | 0.1864 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -4.243644 | |
| 5% level | -3.544284 | |
| 10% level | -3.204699 | |

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LNOKTYK)
 Method: Least Squares
 Date: 06/14/07 Time: 11:05
 Sample (adjusted): 1972 2006
 Included observations: 35 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| LNOKTYK(-1) | -0.313944 | 0.109693 | -2.862022 | 0.0075 |
| D(LNOKTYK(-1)) | 0.364927 | 0.160407 | 2.275008 | 0.0300 |
| C | -0.207443 | 0.078210 | -2.652376 | 0.0125 |
| @TREND(1970) | 0.005947 | 0.002223 | 2.675608 | 0.0118 |
| R-squared | 0.254696 | Mean dependent var | | 0.014971 |
| Adjusted R-squared | 0.182570 | S.D. dependent var | | 0.057285 |
| S.E. of regression | 0.051792 | Akaike info criterion | | -2.975947 |
| Sum squared resid | 0.083155 | Schwarz criterion | | -2.798193 |
| Log likelihood | 56.07907 | F-statistic | | 3.531264 |
| Durbin-Watson stat | 1.964531 | Prob(F-statistic) | | 0.026094 |

Null Hypothesis: DLNRKBG has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Fixed)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -5.873118 | 0.0000 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -3.632900 | |
| 5% level | -2.948404 | |
| 10% level | -2.612874 | |

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(DLNRKBG)
 Method: Least Squares
 Date: 06/14/07 Time: 11:10
 Sample (adjusted): 1972 2006
 Included observations: 35 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| DLNRKBG(-1) | -1.025952 | 0.174686 | -5.873118 | 0.0000 |
| C | 0.022302 | 0.008270 | 2.696685 | 0.0109 |
| R-squared | 0.511064 | Mean dependent var | | 0.000445 |
| Adjusted R-squared | 0.496248 | S.D. dependent var | | 0.061562 |
| S.E. of regression | 0.043694 | Akaike info criterion | | -3.367777 |
| Sum squared resid | 0.063002 | Schwarz criterion | | -3.278900 |
| Log likelihood | 60.93610 | F-statistic | | 34.49351 |
| Durbin-Watson stat | 1.983807 | Prob(F-statistic) | | 0.000001 |

Null Hypothesis: DLNM2YG has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Fixed)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -7.090273 | 0.0000 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -3.632900 | |
| 5% level | -2.948404 | |
| 10% level | -2.612874 | |

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLNM2YG)

Method: Least Squares

Date: 06/14/07 Time: 11:12

Sample (adjusted): 1972 2006

Included observations: 35 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| DLNM2YG(-1) | -1.207671 | 0.170328 | -7.090273 | 0.0000 |
| C | 0.026266 | 0.021567 | 1.217903 | 0.2319 |
| R-squared | 0.603708 | Mean dependent var | | -0.000728 |
| Adjusted R-squared | 0.591699 | S.D. dependent var | | 0.196542 |
| S.E. of regression | 0.125587 | Akaike info criterion | | -1.256188 |
| Sum squared resid | 0.520481 | Schwarz criterion | | -1.167311 |
| Log likelihood | 23.98329 | F-statistic | | 50.27197 |
| Durbin-Watson stat | 1.997481 | Prob(F-statistic) | | 0.000000 |

Null Hypothesis: DLNOKTYK has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 3 (Fixed)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -5.092435 | 0.0002 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -3.653730 | |
| 5% level | -2.957110 | |
| 10% level | -2.617434 | |

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(DLNOKTYK)
 Method: Least Squares
 Date: 06/14/07 Time: 11:15
 Sample (adjusted): 1975 2006
 Included observations: 32 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| DLNOKTYK(-1) | -1.207047 | 0.237027 | -5.092435 | 0.0000 |
| D(DLNOKTYK(-1)) | 0.524984 | 0.212227 | 2.473688 | 0.0200 |
| D(DLNOKTYK(-2)) | 0.431356 | 0.176960 | 2.437593 | 0.0217 |
| D(DLNOKTYK(-3)) | 0.562972 | 0.141052 | 3.991221 | 0.0005 |
| C | 0.018744 | 0.008827 | 2.123486 | 0.0430 |
| R-squared | 0.610367 | Mean dependent var | | 0.002486 |
| Adjusted R-squared | 0.552643 | S.D. dependent var | | 0.068884 |
| S.E. of regression | 0.046073 | Akaike info criterion | | -3.174595 |
| Sum squared resid | 0.057312 | Schwarz criterion | | -2.945574 |
| Log likelihood | 55.79353 | F-statistic | | 10.57398 |
| Durbin-Watson stat | 1.660627 | Prob(F-statistic) | | 0.000028 |

Null Hypothesis: LNRKBG has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

| | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -2.842948 | 0.1922 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -4.234972 | |
| 5% level | -3.540328 | |
| 10% level | -3.202445 | |

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

| | |
|--|----------|
| Residual variance (no correction) | 0.001432 |
| HAC corrected variance (Bartlett kernel) | 0.001610 |

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LNRKBG)
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/07 Time: 16:34
 Sample (adjusted): 1971 2006
 Included observations: 36 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| LNRKBG(-1) | -0.384507 | 0.141889 | -2.709919 | 0.0106 |
| C | 0.008209 | 0.014049 | 0.584289 | 0.5630 |
| @TREND(1970) | 0.007456 | 0.002770 | 2.692064 | 0.0111 |
| R-squared | 0.183159 | Mean dependent var | | 0.021956 |
| Adjusted R-squared | 0.133653 | S.D. dependent var | | 0.042459 |
| S.E. of regression | 0.039520 | Akaike info criterion | | -3.544358 |
| Sum squared resid | 0.051541 | Schwarz criterion | | -3.412398 |
| Log likelihood | 66.79845 | F-statistic | | 3.699761 |
| Durbin-Watson stat | 1.722765 | Prob(F-statistic) | | 0.035504 |

Null Hypothesis: LNM2YG has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

| | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -2.569224 | 0.2956 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -4.234972 | |
| 5% level | -3.540328 | |
| 10% level | -3.202445 | |

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

| | |
|--|----------|
| Residual variance (no correction) | 0.012459 |
| HAC corrected variance (Bartlett kernel) | 0.012054 |

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LNM2YG)
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/07 Time: 16:29
 Sample (adjusted): 1971 2006
 Included observations: 36 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| LNM2YG(-1) | -0.315625 | 0.121617 | -2.595242 | 0.0140 |
| C | -0.549345 | 0.216585 | -2.536392 | 0.0161 |
| @TREND(1970) | 0.009355 | 0.003721 | 2.513912 | 0.0170 |
| R-squared | 0.175504 | Mean dependent var | | 0.021838 |
| Adjusted R-squared | 0.125535 | S.D. dependent var | | 0.124669 |
| S.E. of regression | 0.116582 | Akaike info criterion | | -1.380794 |
| Sum squared resid | 0.448512 | Schwarz criterion | | -1.248834 |
| Log likelihood | 27.85429 | F-statistic | | 3.512230 |
| Durbin-Watson stat | 2.125714 | Prob(F-statistic) | | 0.041410 |

Null Hypothesis: LNOKG has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

| | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -2.160449 | 0.2236 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -3.626784 | |
| 5% level | -2.945842 | |
| 10% level | -2.611531 | |

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

| | |
|--|----------|
| Residual variance (no correction) | 0.019112 |
| HAC corrected variance (Bartlett kernel) | 0.025984 |

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LNOKG)
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/07 Time: 16:37
 Sample (adjusted): 1971 2006
 Included observations: 36 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| LNOKG(-1) | -0.233080 | 0.145089 | -1.606458 | 0.1174 |
| C | -0.395969 | 0.257732 | -1.536359 | 0.1337 |
| R-squared | 0.070548 | Mean dependent var | | 0.016311 |
| Adjusted R-squared | 0.043211 | S.D. dependent var | | 0.145430 |
| S.E. of regression | 0.142253 | Akaike info criterion | | -1.008461 |
| Sum squared resid | 0.688025 | Schwarz criterion | | -0.920488 |
| Log likelihood | 20.15229 | F-statistic | | 2.580707 |
| Durbin-Watson stat | 1.179475 | Prob(F-statistic) | | 0.117422 |

Null Hypothesis: LNOKTYK has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

| | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -2.560732 | 0.2993 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -4.234972 | |
| 5% level | -3.540328 | |
| 10% level | -3.202445 | |

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

| | |
|--|----------|
| Residual variance (no correction) | 0.002701 |
| HAC corrected variance (Bartlett kernel) | 0.003513 |

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LNOKTYK)
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/07 Time: 16:43
 Sample (adjusted): 1971 2006
 Included observations: 36 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| LNOKTYK(-1) | -0.251308 | 0.105976 | -2.371365 | 0.0237 |
| C | -0.164669 | 0.073834 | -2.230253 | 0.0326 |
| @TREND(1970) | 0.005037 | 0.002116 | 2.379965 | 0.0232 |
| R-squared | 0.151798 | Mean dependent var | | 0.013410 |
| Adjusted R-squared | 0.100391 | S.D. dependent var | | 0.057232 |
| S.E. of regression | 0.054283 | Akaike info criterion | | -2.909540 |
| Sum squared resid | 0.097241 | Schwarz criterion | | -2.777580 |
| Log likelihood | 55.37172 | F-statistic | | 2.952904 |
| Durbin-Watson stat | 1.390096 | Prob(F-statistic) | | 0.066106 |

Null Hypothesis: DLNRKBG has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

| | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -5.872797 | 0.0000 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -3.632900 | |
| 5% level | -2.948404 | |
| 10% level | -2.612874 | |

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

| | |
|--|----------|
| Residual variance (no correction) | 0.001800 |
| HAC corrected variance (Bartlett kernel) | 0.001772 |

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(DLNRKBG)
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/07 Time: 16:48
 Sample (adjusted): 1972 2006
 Included observations: 35 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| DLNRKBG(-1) | -1.025952 | 0.174686 | -5.873118 | 0.0000 |
| C | 0.022302 | 0.008270 | 2.696685 | 0.0109 |
| R-squared | 0.511064 | Mean dependent var | | 0.000445 |
| Adjusted R-squared | 0.496248 | S.D. dependent var | | 0.061562 |
| S.E. of regression | 0.043694 | Akaike info criterion | | -3.367777 |
| Sum squared resid | 0.063002 | Schwarz criterion | | -3.278900 |
| Log likelihood | 60.93610 | F-statistic | | 34.49351 |
| Durbin-Watson stat | 1.983807 | Prob(F-statistic) | | 0.000001 |

Null Hypothesis: DLNM2YG has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

| | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -7.240467 | 0.0000 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -3.632900 | |
| 5% level | -2.948404 | |
| 10% level | -2.612874 | |

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

| | |
|--|----------|
| Residual variance (no correction) | 0.014871 |
| HAC corrected variance (Bartlett kernel) | 0.012368 |

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LNM2YG,2)
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/07 Time: 16:50
 Sample (adjusted): 1972 2006
 Included observations: 35 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| D(LNM2YG(-1)) | -1.207671 | 0.170328 | -7.090273 | 0.0000 |
| C | 0.026266 | 0.021567 | 1.217903 | 0.2319 |
| R-squared | 0.603708 | Mean dependent var | | -0.000728 |
| Adjusted R-squared | 0.591699 | S.D. dependent var | | 0.196542 |
| S.E. of regression | 0.125587 | Akaike info criterion | | -1.256188 |
| Sum squared resid | 0.520481 | Schwarz criterion | | -1.167311 |
| Log likelihood | 23.98329 | F-statistic | | 50.27197 |
| Durbin-Watson stat | 1.997481 | Prob(F-statistic) | | 0.000000 |

Null Hypothesis: DLNOKG has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

| | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -4.223183 | 0.0021 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -3.632900 | |
| 5% level | -2.948404 | |
| 10% level | -2.612874 | |

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

| | |
|--|----------|
| Residual variance (no correction) | 0.018861 |
| HAC corrected variance (Bartlett kernel) | 0.021446 |

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LNOKG,2)
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/07 Time: 16:54
 Sample (adjusted): 1972 2006
 Included observations: 35 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| D(LNOKG(-1)) | -0.687430 | 0.167090 | -4.114143 | 0.0002 |
| C | 0.015404 | 0.023990 | 0.642113 | 0.5252 |
| R-squared | 0.339024 | Mean dependent var | | 0.007177 |
| Adjusted R-squared | 0.318994 | S.D. dependent var | | 0.171388 |
| S.E. of regression | 0.141435 | Akaike info criterion | | -1.018514 |
| Sum squared resid | 0.660123 | Schwarz criterion | | -0.929637 |
| Log likelihood | 19.82400 | F-statistic | | 16.92617 |
| Durbin-Watson stat | 1.703354 | Prob(F-statistic) | | 0.000243 |

Null Hypothesis: DLNOKTYK has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

| | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -4.603445 | 0.0008 |
| Test critical values: | | |
| 1% level | -3.632900 | |
| 5% level | -2.948404 | |
| 10% level | -2.612874 | |

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

| | |
|--|----------|
| Residual variance (no correction) | 0.003005 |
| HAC corrected variance (Bartlett kernel) | 0.003156 |

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LNOKTYK,2)
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/07 Time: 16:58
 Sample (adjusted): 1972 2006
 Included observations: 35 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| D(LNOKTYK(-1)) | -0.763313 | 0.166842 | -4.575052 | 0.0001 |
| C | 0.011711 | 0.009815 | 1.193229 | 0.2413 |
| R-squared | 0.388108 | Mean dependent var | | 0.001198 |
| Adjusted R-squared | 0.369566 | S.D. dependent var | | 0.071096 |
| S.E. of regression | 0.056450 | Akaike info criterion | | -2.855467 |
| Sum squared resid | 0.105159 | Schwarz criterion | | -2.766590 |
| Log likelihood | 51.97067 | F-statistic | | 20.93110 |
| Durbin-Watson stat | 1.863047 | Prob(F-statistic) | | 0.000064 |

Date: 06/15/07 Time: 17:47
 Sample (adjusted): 1972 2006
 Included observations: 35 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LNRKBG LNM2YG LNOKG LNOKTYK
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None | 0.481207 | 45.85163 | 47.85613 | 0.0762 |
| At most 1 | 0.361456 | 22.88284 | 29.79707 | 0.2519 |
| At most 2 | 0.178974 | 7.183066 | 15.49471 | 0.5565 |
| At most 3 | 0.007998 | 0.281049 | 3.841466 | 0.5960 |

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|
| None | 0.481207 | 22.96879 | 27.58434 | 0.1748 |
| At most 1 | 0.361456 | 15.69977 | 21.13162 | 0.2429 |
| At most 2 | 0.178974 | 6.902017 | 14.26460 | 0.5008 |
| At most 3 | 0.007998 | 0.281049 | 3.841466 | 0.5960 |

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'S11*b=I):

| LNRKBG | LNM2YG | LNOKG | LNOKTYK |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| -4.736694 | -1.809414 | -5.525392 | 9.233902 |
| 4.207248 | 6.868324 | -6.613573 | -12.88244 |
| -10.34665 | 5.142482 | 2.136174 | 0.929096 |
| -1.623404 | -2.137158 | -0.164935 | -0.281473 |

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

| D(LNRKBG) | 0.020182 | 0.010173 | 0.007832 | 0.000468 |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| D(LNM2YG) | 0.010723 | -0.046069 | -0.033025 | 0.002283 |
| D(LNOKG) | 0.073580 | 0.029097 | -0.026848 | -0.002154 |
| D(LNOKTYK) | -0.003156 | 0.017083 | -0.007465 | 0.003202 |

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 194.1761

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

| LNRKBG | LN2M2YG | LNOKG | LNOKTYK |
|----------|-----------|-----------|-----------|
| 1.000000 | 0.381999 | 1.166508 | -1.949440 |
| | (0.36512) | (0.35294) | (0.53943) |

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

| | |
|------------|-----------|
| D(LNRKBG) | -0.095596 |
| | (0.02911) |
| D(LNM2YG) | -0.050790 |
| | (0.09929) |
| D(LNOKG) | -0.348527 |
| | (0.09946) |
| D(LNOKTYK) | 0.014948 |
| | (0.04319) |

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 202.0260

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

| LNRKBG | LN2M2YG | LNOKG | LNOKTYK |
|----------|----------|-----------|-----------|
| 1.000000 | 0.000000 | 2.003045 | -1.609589 |
| | | (0.45824) | (0.30241) |
| 0.000000 | 1.000000 | -2.189891 | -0.889664 |
| | | (0.46657) | (0.30791) |

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

| | | |
|------------|-----------|-----------|
| D(LNRKBG) | -0.052797 | 0.033351 |
| | (0.03706) | (0.04154) |
| D(LNM2YG) | -0.244615 | -0.335820 |
| | (0.12123) | (0.13591) |
| D(LNOKG) | -0.226110 | 0.066708 |
| | (0.12855) | (0.14412) |
| D(LNOKTYK) | 0.086821 | 0.123043 |
| | (0.05416) | (0.06072) |

3 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 205.4770

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

| LNRKBG | LN2M2YG | LNOKG | LNOKTYK |
|----------|----------|----------|-----------|
| 1.000000 | 0.000000 | 0.000000 | -0.955085 |
| | | | (0.13500) |
| 0.000000 | 1.000000 | 0.000000 | -1.605222 |
| | | | (0.17562) |
| 0.000000 | 0.000000 | 1.000000 | -0.326755 |
| | | | (0.13653) |

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

| | | | |
|------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| D(LNRKBG) | -0.133837 (0.06873) | 0.073629 (0.04968) | -0.162059 (0.05030) |
| D(LNM2YG) | 0.097084 (0.21991) | -0.505651 (0.15895) | 0.174888 (0.16094) |
| D(LNOKG) | 0.051679 (0.23863) | -0.071358 (0.17248) | -0.656345 (0.17464) |
| D(LNOKTYK) | 0.164063 (0.10235) | 0.084652 (0.07398) | -0.111492 (0.07490) |

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 06/15/07 Time: 18:03

Sample: 1970 2006

Lags: 1

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--|-----|-------------|-------------|
| DLNM2YG does not Granger Cause DLNRKBG | 35 | 4.92765 | 0.03364 |
| DLNRKBG does not Granger Cause DLNM2YG | | 2.03626 | 0.16327 |
| DLNOKG does not Granger Cause DLNRKBG | 35 | 4.52524 | 0.04120 |
| DLNRKBG does not Granger Cause DLNOKG | | 0.35458 | 0.55572 |
| DLNOKTYK does not Granger Cause DLNRKBG | 35 | 0.03236 | 0.85836 |
| DLNRKBG does not Granger Cause DLNOKTYK | | 7.63325 | 0.00942 |

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 06/15/07 Time: 18:26

Sample: 1970 2006

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--|-----|-------------|-------------|
| DLNM2YG does not Granger Cause DLNRKBG | 34 | 4.48006 | 0.02016 |
| DLNRKBG does not Granger Cause DLNM2YG | | 1.13817 | 0.33430 |
| DLNOKG does not Granger Cause DLNRKBG | 34 | 3.12756 | 0.05889 |
| DLNRKBG does not Granger Cause DLNOKG | | 0.61550 | 0.54728 |
| DLNOKTYK does not Granger Cause DLNRKBG | 34 | 0.17331 | 0.84174 |
| DLNRKBG does not Granger Cause DLNOKTYK | | 3.89268 | 0.03180 |

ÖZGEÇMİŞ

Adı ve SOYADI : Murat BELKE
Doğum Tarihi ve Yeri : 05/02/1981, BOLU/GEREDE
Medeni Durumu : Bekar

Eğitim Durumu

Mezun Olduğu Lise : Metin Nuran Çakallıklı Anadolu Lisesi
Lisans Diploması : İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi
Yükseklisans Diploması:
Tez Konusu : Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği
Yabancı Dil / Diller : İngilizce

İş Denevimi

Çalıştığı Kurumlar : Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (2004-)
Adres : Akdeniz Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü
Tel. no : 0 (533) 522 13 46