

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Bülent AKDEMİR

Prof. Dr. Metin BERBER

HAZİRAN - 2010

TRABZON

ONAY

Bülent AKDEMİR tarafından hazırlanan “Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi” adlı bu çalışma 28.06.2010 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Metin BERBER(Başkan)

Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI

Yrd. Doç. Dr. Seyfettin ARTAN

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. .../.../...

Doç. Dr. Yusuf ŞAHİN
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

İmza

Bülent AKDEMİR
11/06/2010

ÖNSÖZ

Bu çalışma araçları, aracıları, piyasaları ile bir bütün olarak finansal sistemde meydana gelen baş döndürücü değişme ve gelişmeler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklığa kavuşturmak amacıyla hazırlanmıştır. Şüphesiz, bu alanda yapılmış pek çok çalışma mevcuttur. Ancak, çalışmanın yapıldığı dönemde ABD’de başlayan ve bütün dünyaya yayılan mortgage piyasası kaynaklı kriz, gerek uluslararasılaşmış dünya ekonomisinde gerekse uluslararası sistemin birer parçası olan tekil ülke ekonomilerinde sarsıcı etkiler doğurmaktadır. Finansal kesimin tetiklediği bu krizin varlığı, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin olumlu olduğu yönündeki hakim görüşe kuşkuyla yaklaşılmasına neden olmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki olup olmadığı ve ilişkinin yönünün ne olduğu sorularına cevap aramaktır. Diğer bir ifadeyle, “finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki var mıdır?”, “kurulacak ilişki kısa dönemli mi yoksa uzun dönemli midir?” ve “finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü ve belirleyicisi nedir?” soruları bu çalışmanın cevap aradığı sorulardır.

Çalışmanın hazırlanması sürecinde, bilimsel katkısı yanında kişisel destek ve ilgisini esirgemeyen hocam ve tez danışmanım Prof. Dr. Metin BERBER’e; çalışmanın analitik bölümündeki katkılarından dolayı Arş. Gör. Ezgi BADAY YILDIZ ve kısıtlı ekonomik olanaklarına karşın, büyük bir özveriyle eğitimimi sürdürmemi sağlayan ve bir anlamda bu tezin hazırlanmasına olanak sağlayan annem Fatma AKDEMİR ve babam Hüseyin AKDEMİR’e teşekkür ederim.

Haziran 2010

Bülent AKDEMİR

İÇİNDEKİLER

| | Sayfa No |
|---------------------------|----------|
| ÖNSÖZ | IV |
| İÇİNDEKİLER..... | V |
| ÖZET | IX |
| ABSTRACT | X |
| TABLolar LİSTESİ | XI |
| ŞEKİLLER LİSTESİ | XII |
| GRAFİKLER LİSTESİ | XIII |
| KISALTMALAR LİSTESİ | XIV |
| GİRİŞ..... | 1-2 |

BİRİNCİ BÖLÜM

| | |
|---|-------------|
| 1. FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE İŞLEYİŞİ..... | 3-34 |
| 1.1. Finansal Piyasaların Ekonomi İçindeki Yeri ve Ekonomiye Katkıları | 3 |
| 1.2. Finansal Sistemin Unsurları..... | 5 |
| 1.2.1. Finansal Piyasalar ve Türleri | 6 |
| 1.2.2. Finansal Araçlar..... | 8 |
| 1.2.2.1. Finansal Araçların Türleri..... | 9 |
| 1.2.2.1.1. Para Yaratıcı Finansal Kurumlar | 9 |
| 1.2.2.1.2. Mevduat Kabul Etmeyen Finansal Kurumlar | 10 |
| 1.2.2.1.3. Hizmet Gören Finansal Kurumlar | 12 |
| 1.2.2.2. Finansal Sistemdeki Aksaklıklar ve Finansal Araçların Rolü | 15 |
| 1.2.2.3. Finansal Araçların Fonksiyonları | 18 |
| 1.2.2.3.1. Riskin Ticaretini, Çeşitlendirilmesini, Toplulaştırılmasını ve Riskten Korunmayı Kolaylaştırmak..... | 18 |
| 1.2.2.3.2. Kaynakların Tahsis Edilmesi | 19 |

| | |
|---|----|
| 1.2.2.3.3. Yöneticileri İzleme ve Şirket Denetimini Sağlama | 20 |
| 1.2.2.3.4. Tasarrufların Harekete Geçirilmesi..... | 21 |
| 1.2.2.3.5. Mal ve Hizmet Değişimini Kolaylaştırma | 21 |
| 1.2.3. Finansal Araçlar | 22 |
| 1.2.3.1. Para Piyasası Araçları | 23 |
| 1.2.3.2. Sermaye Piyasası Araçları | 25 |
| 1.2.3.2.1. Borç Piyasası Araçları..... | 27 |
| 1.2.3.2.1.1. Güvence Altına Alınmamış Borçlanma Araçları..... | 27 |
| 1.2.3.2.1.2. Güvence Altına Alınmış Borçlanma Araçları | 28 |
| 1.2.3.2.2. Hisse Senedi | 29 |
| 1.2.4. Finansal Piyasalarda Hukuki Düzenlemeler | 30 |
| 1.2.4.1. Yatırımcılar İçin Mevcut Bilgiyi Artırmak..... | 30 |
| 1.2.4.2. Finansal Sistemin Sağlıklı Çalışmasını Sağlamak..... | 31 |
| 1.2.4.3. Para Politikasının Kontrol Gücünü İyileştirmek..... | 32 |
| 1.2.5. Finansal Sistemin Etkinliği | 33 |

İKİNCİ BÖLÜM

| | |
|---|--------------|
| 2. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ..... | 35-69 |
| 2.1. Finansal Gelişmenin Tanımı | 35 |
| 2.2. Ekonomik Büyüme Modelleri Açısından Finansal Sistemin Önemi | 37 |
| 2.2.1. Neo-Klasik Büyüme Modeli..... | 38 |
| 2.2.2. İçsel Büyüme Modeli..... | 41 |
| 2.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkilerin İktisat Literatüründeki Yeri..... | 44 |
| 2.3.1. Finansal Sistem ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Teorik Çalışmalar | 44 |
| 2.3.1.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisini Dikkate Alan Öncü Çalışmalar | 44 |

| | |
|--|----|
| 2.3.1.2. Finansal Gelişme - Ekonomik Büyüme İlişkisini Ele Alan Öncü Çalışmalar: 1960'lı Yıllar | 46 |
| 2.3.1.3. Finansal Baskı Politikaları ve Finansal Liberalizasyonun Büyüme Üzerindeki Etkileri: 1970'li Yıllar | 49 |
| 2.3.1.3.1. Mckinnon-Shaw Yaklaşımına Temel Oluşturan Yaklaşımlar..... | 50 |
| 2.3.1.3.2. Mckinnon-Shaw Yaklaşımı..... | 51 |
| 2.3.1.3.4. Finansal Liberalizasyon Sürecine Yönelik Eleştiriler: 1980'li Yıllar | 56 |
| 2.3.1.3.4.1. Yapısalcıların Eleştirileri | 56 |
| 2.3.1.3.4.2. Neo-Keynesyenlerin Eleştirileri..... | 57 |
| 2.3.2. Ampirik Çalışmalar | 58 |
| 2.3.2.1. Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümenin Belirleyicisi Olduğunu Sonucunu İçeren Çalışmalar..... | 59 |
| 2.3.2.2. Finansal Gelişmenin Büyümeyi Takip Ettiği ya da Karşılıklı İlişki Sonucunu İçeren Çalışmalar | 63 |
| 2.3.2.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Nedensel Olarak İlişkili Olmadığı Yönünde Sonuçları İçeren Çalışmalar | 65 |
| 2.3.2.4. Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeyi Engellediği Yönündeki Sonuçlar İçeren Çalışmalar..... | 66 |
| 2.3.2.5. Banka Temelli Finansal Sistem ve Piyasa Temelli Finansal Sistemin Büyüme Üzerindeki Etkileri..... | 68 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME

| | |
|--|--------------|
| İLİŞKİSİ..... | 72-88 |
| 3.1. Türkiye'de Finansal Gelişme | 72 |
| 3.1.1. 1980 Öncesi Dönemde Finansal Sistem | 72 |
| 3.1.2. 1980 Sonrası Dönemde Finansal Sistem | 73 |
| 3.3. Finansal Gelişmenin Ölçüleri..... | 75 |
| 3.3. Türkiye'de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi | 77 |

| | |
|--|------------|
| 3.3.1. Literatür | 77 |
| 3.3.2. Yöntem ve Bulgular..... | 81 |
| 3.3.2.1. Veri Seti | 81 |
| 3.3.2.2. Birim Kök Testi | 82 |
| 3.3.2.3. Eşbütünleşme Analizi ve Hata Düzeltme Modeli..... | 83 |
| 3.3.2.4. Granger Nedensellik Testi | 86 |
| SONUÇ | 89 |
| KAYNAKLAR..... | 92 |
| ÖZGEÇMİŞ | 101 |

ÖZET

Ekonomi literatüründe, gelişmiş bir finansal sistemin piyasa tıkanıklıklarının üstesinden gelmeye ve ekonomik büyümeyi hızlandırmaya hizmet edeceği belirtilmektedir. Fonksiyonlarını yerine getiren bir finansal sistem, kıt kaynakların en verimli alanlara transfer edilmesini sağlamak yoluyla etkinlik ve verimliliği yükseltmektedir. Bu çalışma, finansal sistemin gelişmesinin bahsedilen ilişki bağlamında ekonomi üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını incelemektedir. Çalışma, ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi bulmaya çalışmaktadır. Bu amaca ulaşmak için, birinci bölümde finansal sistem özetlenmektedir. Bu bölümde, finansal sistemin, araçların ve aracılarn tanımı ve finansal sektörün düzenlenmesi konularına yer verilmektedir.

İkinci bölümde, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki, dünyadaki finansal gelişmelere yoğunlaşmış teorik ve ampirik çalışmalar incelenerek açıklanmaktadır. Finansal gelişmenin tanımı, ekonomik büyümeyle ilişkisi, finansal gelişme ve finansal gelişme ölçülerine değinilmekte; bu ikisi arasındaki ilişkileri sınavan ampirik çalışmalar ve teorik çalışmalarla bahsedilen ilişkiye dair farklı bakış açıları ortaya konulmaktadır.

Üçüncü bölümde, Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi açıklanmakta ve test edilmektedir. Öncelikle, Türkiye’de finansal gelişme süreci özetlenmektedir. Daha sonra, finansal gelişmenin ölçüleri, Türkiye örneğinde ortaya konulmakta ve Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme konusunu inceleyen ampirik çalışmaların bir kısmı özetlenmektedir. Uygulama kısmında ise 1987-2006 döneminde Özel Sektöre Verilen Krediler/GSYİH, Yurtiçi Krediler/GSYİH ve Özel Kesime Verilen Krediler/Yurtiçi Krediler ile Reel GSYİH değişkenleri kullanılarak, Eşbütünleşme Analizi ve Granger Nedensellik Testi yapılmakta ve ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında uzun dönem ve kısa dönem ilişkinin varlığı araştırılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme, Koentegrasyon, Nedensellik.

ABSTRACT

In the economic literature, it is denoted that a developed financial system serves to overcome market frictions and to accelerate economic growth. A financial system which applies its functions increases efficiency and productivity by providing scarce resources to be transfer the most efficient investment. This study investigates whether development of financial system has an impact or not in the context of mentioned relation on the economy. The study tries to explore the relation between financial development and economic growth which has argued in the literature. To achieve this goal, financial system is summarized in the first section. In this section, it is given place to definition of financial system, intermediaries and instruments, and regulation of financial sector.

In the second section, the relationship between financial development and economic growth is explained, by examining theoretical and ampirical studies which have concantrated on financial development in the world. It is touched on definition of financial development, its relationship with economic growth, financial development in the economy literature and its measurements. It is exhibited different perspectives on mentioned relationship with ampirical studies which have tested and theoretical studies.

In third part, the relationship between financial development and economic growth in Turkey is explained and tested. Principally, process of financial development in Turkey is summarized. Then, measurements of financial development are showed in the case of Turkey and it is referenced some of empirical studies which have tested the relationship between financial development and economic growth in Turkey. As to part of econometric analysis, it is made Co-integretion Analysis and Granger Causality Test, by using Private Sector Credit/GNP, Domestic Credit/GNP, Private Sector Credit/Domestic Credit and Real GNP variables over 1970-2006, and investigated existence of long term or short term relationship between financial development and economic growth.

Key Words: Financial Development, Economic Growth, Co-integration, Causality.

TABLolar LİSTESİ

| <u>Tablo Nr.</u> | <u>Tablonun Adı</u> | <u>Sayfa Nr.</u> |
|-------------------------|--|-------------------------|
| 1 | Finansal Piyasaların Türleri | 6 |
| 2 | Finansal Liberalizasyonun Tarihleri | 53-54 |
| 3 | Sermaye Hesabı Liberalizasyonu ve Finansal Krizler | 55 |
| 4 | Birim Kök Testi Bulgular | 83 |
| 7 | Eşbütünleşme Analizi Bulgular | 85 |
| 8 | Hata Düzeltme Analizi Bulgular | 85 |
| 9 | Granger Nedensellik Testi Sonuçları | 87 |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| <u>Sekil Nr.</u> | <u>Sekil Adı</u> | <u>Sayfa Nr.</u> |
|------------------|--|------------------|
| 1 | Ekonomik Sistemin İşleyişi ve Piyasalar | 4 |
| 2 | Fon Akımları ve Finansal Piyasaların Fonksiyonu | 8 |
| 3 | Piyasalar ve Finansal Sistemin Fonksiyonları | 17 |
| 4 | Neo-Klasik Modelde Büyüme | 39 |
| 5 | Finansal Liberalizasyonun İktisadi Büyüme Etkileme Kanalları | 52 |

GRAFİKLER LİSTESİ

| <u>Grafik Nr.</u> | <u>Grafğin Adı</u> | <u>Sayfa Nr.</u> |
|-------------------|---|------------------|
| 1 | Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme Göstergeleri..... | 82 |

KISALTMALAR LİSTESİ

| | |
|--------------|---|
| ADF | : Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi |
| DCY | : Yurtiçi Krediler/GSYİH |
| EB | : Ekonomik Büyüme |
| EGEA | : Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi |
| FG | : Finansal Gelişme |
| JEA | : Johansen Eşbütünleşme Analizi |
| GOÜ | : Gelişmekte Olan Ülkeler |
| GÜ | : Gelişmiş Ülkeler |
| GSYİH | : Gayrisafi Yurtiçi Hasıla |
| GSMH | : Gayrisafi Milli Hasıla |
| ÖFK | : Özel Finans Kurumu |
| PCD | : Özel Kesime Verilen Krediler/Yurtiçi Krediler |
| PCY | : Özel Sektöre Verilen krediler/GSYİH |
| rngpu | : Reel GSYİH |

GİRİŞ

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi 1950'li yıllara kadar üzerinde çok fazla durulmuş bir konu değildir. 1960'lardan itibaren teorik olarak incelenmeye başlanan finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi, 1970'lerde finansal liberalizasyon kavramı ekseninde ele alınmıştır. 1980'lerde finansal liberalizasyon kavramı eleştirilere tabi tutulurken; 1990'lı yıllarla birlikte ampirik çalışmalar gündeme gelmiş ve finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalar, çeşitli yaklaşımlar ortaya koymuşlardır. Ancak, literatürde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği yönündeki bulguları içeren çalışmalar ağırlık kazanmıştır. Bu hakim görüşe karşı, zıt yönlü nedensellik ilişkisi bulanlar olduğu gibi, ilişki bulamayan ya da finansal gelişmenin ekonomik büyüme hızını azalttığını ileri süren görüşler de mevcuttur.

Finansal sistemin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, finansal kesim merkezli bir krizin yaşandığı günümüzde tekrar üzerinde düşünülmesi ve ayrıntılı bir şekilde incelenmesi gereken bir konu olarak karşımızda durmaktadır. Mortgage piyasası kaynaklı ve tüm dünya yüzeyine yayılmış olan finansal kriz, finansal kesime, özellikle bankacılık kesimine kuşkuyla yaklaşılmasına sebep olmuştur. Bu nedenle, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar yapılması ivme kazanmıştır.

Türkiye'de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin tekrar irdelenmesi, bugüne kadar yapılmış çalışmaların ve oluşmuş literatürün yok sayılması anlamına gelmeyecektir. Yapılan çalışma, bugüne kadar geliştirilmiş olan kavramsal ve teorik çerçevenin üzerine oturtulacaktır.

Çalışmanın ilk bölümü, finansal sistemin özetlenmesi üzerine oluşturulmuştur. Finansal sistem, araçları, araçlar, düzenlemeler ve finansal sistemin fonksiyonları bu bölümde incelenmiştir. İkinci bölüm, finansal gelişmeyi tanımlamakta ve finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin çeşitli yönlerini tartışmakta ve bu ilişki üzerine yapılmış ampirik çalışmalardan kanıtlar sunmaktadır. Üçüncü bölüm, Türkiye'de finansal

gelişme sürecini ve finansal gelişme göstergelerini özetlemekte ve yapılmış çalışmalardan örnekler sunmaktadır. Bu tasviri kısımdan sonra, mevduat/GSYİH, yurtiçi krediler/GSYİH, özel kesime verilen krediler/GSYİH, özel kesime verilen krediler/yurtiçi krediler ve M2/GSYİH oranları ile reel GSYİH arasındaki ilişki önce Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi ile sorgulamakta; eşbütünleşik olmayan değişkenlerle ilişkinin saptanması için de Granger Nedensellik Testine başvurmaktadır.

Çalışmanın ana bulgusu, uzun dönemde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişkinin bulunmadığıdır. Ancak, özel sektöre verilen krediler/Yurtiçi krediler oranı, yurtiçi krediler/GSYİH oranı, temsil ettiği finansal gelişme, ekonomik büyüme arasında iki iki yönlü granger anlamda bir ilişki bulunmaktadır. Finansal gelişmeyi temsil eden her üç değişken de, kısa dönemde, reel GSYİH ile negatif bir ilişkiyi işaret etmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

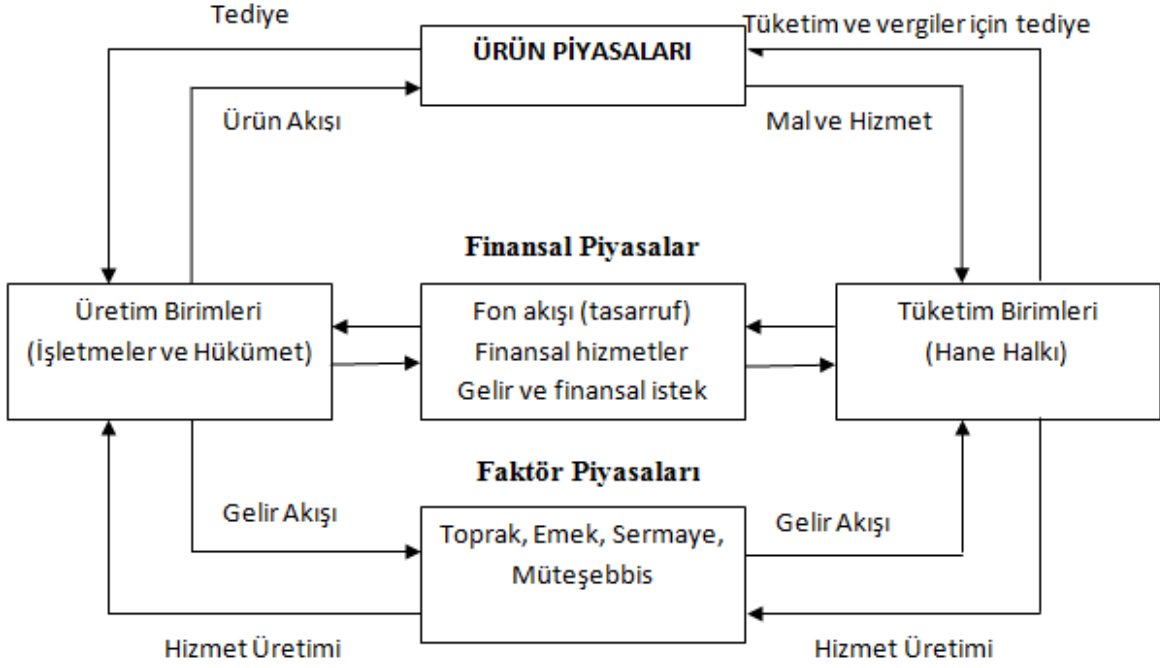
1. FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE İŞLEYİŞİ

Çağdaş bir piyasa ekonomisinde, birikim-yatırım ilişkisi oldukça karmaşık bir olaydır. Bu ilişkide en önemli nokta birikim ve yatırımın, ekonomik etkinliklerin oldukça genişlediği bir toplumda, değişik kişiler tarafından ve değişik nedenler tarafından yapılmış olmasıdır. Birikim ve yatırımın değişik kişiler tarafından yapıldığı bir toplumda birikimlerin yatırımlara dönüşmesi, karmaşık bir finansal sistemin varlığını gerektirir (Ertuna, 1986: 4–6). Özellikle 1980’li yıllarda gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ), oldukça karmaşık ve derinleşen finansal piyasaların oluştuğu gözlemlenen bir gerçektir. Fon fazlası olan kesimlerden fon eksikliği bulunan kesimlere, kaynak aktarımı ihtiyacının arttığı ve uluslararası bir boyut kazandığı günümüzde, gelişmiş ve derinleşmiş finansal piyasaların varlığına olan ihtiyacın giderek arttığı ileri sürülmektedir. Hükümetler bu piyasaların gelişmesi için oldukça yoğun bir yasal ve kurumsal düzenlemeye başvurmaktadırlar.

1.1. Finansal Piyasaların Ekonomi İçindeki Yeri ve Ekonomiye Katkıları

Piyasalar, iktisadi açıdan gerçek (reel) ve mali (finansal) piyasalar olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadır. Gerçek piyasalar, üretilmiş mal ve hizmetler ile bunların üretiminde kullanılan üretim faktörlerinin arz ve talebinin karşılaştığı yerlerdir. “gerçek piyasa” yerine “reel kesim” veya “reel ekonomi” de denilmektedir. Mali piyasalar ise ticari işletmelerin yatırım için gerekli mali ihtiyaçlarının karşılandığı piyasalardır. Başka deyimle, fon (mali kaynak) arz edenlerle, fon talep edenlerin karşılaştığı yerlerdir. Mali piyasaların bulunduğu kesime “mali kesim”, “finansal kesim” veya “parasal kesim” isimleri de verilebilmektedir (Özyurt, 2006: 27). Şekil 1 ‘de mal ve faktör piyasalarından oluşan reel kesim ile finansal piyasalardan oluşan mali kesim arasındaki ilişkiler gösterilmiştir.

Şekil 1: Ekonomik Sistemin İşleyişi ve Piyasalar



Kaynak: Altan, 2001: 4

Finansal piyasalar, ekonomi içerisinde diğer piyasalarla etkileşim içerisinde faaliyet gösterirler. Finansal sistem, genel olarak finansal piyasalar (tahvil ve bono piyasaları) ile finansal araçlardan (bankalar, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları) oluşur (Öçal ve Çolak, 1999: 19). Bu piyasalar mal ve faktör piyasalarının yanında ekonomi içinde de önemli bir yer tutarlar.

Finansal piyasalar, ekonomiye gelir, gelir dağılımı, tasarruflar ve yatırımları etkileyerek birçok katkı sağlar. Finansal piyasaların ekonomiye sağladığı yararları ise şu şekilde sıralanabilir (Taner ve Akkaya, 2009: 4):

- Bireylerin tasarruflarının kurumsal yatırımcılar aracılığıyla verimli alanlara aktarılmasına ve bu yolla gelir ve refah artışına katkı sağlar.
- Mülkiyetin tabana yayılması ile toplumda daha dengeli gelir dağılımını mümkün kılar.

- Fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki süre vade farklılıklarını gidererek, vade ayarlaması yapar.
- Dağınık ve küçük tasarrufları, bir araya getirerek, büyük yatırımlara dönüştürür ve büyük ölçekli sermaye şirketlerinin ortaya çıkmasına olanak sağlar.
- Çeşitlendirme yaparak risk ve getiri arasında dengeli bir ilişki kurar.
- Finansal kurumlar ve araçlar arasındaki iç ve dış rekabeti arttırıp, fon fazlasına sahip kesimin sağladığı kazancın oranı ile fon kullanım maliyeti arasındaki farkı azaltır.

1.2. Finansal Sistemin Unsurları

Dar anlamıyla finansal piyasalar ve finansal araçlardan oluşan finansal sistem, özünde daha karmaşık bir yapı ortaya koymaktadır. Sistem aralarında doğrudan veya dolaylı ilişki bulunan ve birbirlerini etkileyen unsurlardan oluşan bir bütündür. Bu anlamda finansal sistem de aralarında ilişki bulunan ve birbirlerini etkileyen unsurlardan oluşur. Bu unsurlar (Altan, 2001: 1):

- a) Tasarruf sahipleri (fon arz edenler)
- b) Yatırımcılar, tüketiciler (fon talep edenler)
- c) Yatırım ve finansman araçları,
- d) Yardımcı kuruluşlar,
- e) Para piyasası,
- f) Sermaye piyasası
- g) Faiz oranı
- h) Hukuki ve idari düzendir.

Faiz oranı, pazara sunulan fonların para ve sermaye piyasalarından hangisine gideceğini belirler. Faiz oranları yükseldiğinde fonlar para piyasası araçlarına, faiz oranları düştüğünde ise sermaye piyasası araçlarına yönlendirilir (Altan, 2001: 1) Para piyasasında yer alan araçların, sermaye piyasasına göre akışkanlığı fazladır. Özellikle 1980 sonrası dünya ekonomisinde esen finansal serbestleşme rüzgârı, finansal piyasaları bütünleştirerek, para piyasası araçlarının uluslararası akışkanlığını artırmıştır (Öçal ve Çolak, 1999: 23).

1.2.1. Finansal Piyasalar ve Türleri

Finansal piyasalardan bahsedildiğinde, ilk akla gelen piyasaların para ve sermaye piyasaları olduğu açıktır. Genel olarak, vadesi bir yılın altında yapılan işlemlerin yer aldığı piyasalara “para piyasaları” bir yıldan uzun süreli işlemlerin yapıldığı piyasalara ise “sermaye piyasaları” denilmektedir. Fon sağlayıcı ve kullanıcıların her iki piyasadandan da yararlanabilmesi gibi ortak özelliklerin yanı sıra, çeşitli konularda iki piyasa arasında farklılıklar da bulunmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2004: 8):

- Para piyasasının kaynakları vadeli ve vadesiz mevduattır. Sermaye piyasası ise uzun süreli tasarruflara dayanır.
- Para piyasasına geçici nakit ve işletme sermayesi sıkıntısının giderilmesi, sermaye piyasasına sürekli sermaye temini ve sabit yatırımları finanse edecek kaynakların elde edilmesi amacıyla girilir.
- Para piyasasının araçları ticari senetler, sermaye piyasasınıninkiler ise menkul kıymetlerdir.
- Para ve sermaye piyasalarının getirileri sürelerine bağlı olarak farklılık arz eder. Para piyasasında kısa süre söz konusu olduğu için risk ve faiz oranı düşüktür. Sermaye piyasasında ise sürenin uzun olması nedeniyle her iki oran da yüksektir.

Tablo 1: Finansal Piyasaların Türleri

| Fonların Kullanılış Süresine Göre Piyasalar | Kullanılan Araçlara Göre Piyasalar | Belirli Bir Pazar Yerinin Olup Olmamasına Göre Piyasalar | İsimlerine Göre Piyasalar | Teslim Şekillerine Göre Piyasalar |
|--|---|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Para Piyasaları• Sermaye piyasaları | <ul style="list-style-type: none">• Para Piyasası• Menkul Değerler Piyasaları• Gayrimenkul Piyasası• Kambiyo Piyasası• Kıymetli Madenler Piyasası | <ul style="list-style-type: none">• Organize Finansal Piyasalar• Serbest Finansal Piyasalar | <ul style="list-style-type: none">• Birincil Piyasalar• İkincil Piyasalar | <ul style="list-style-type: none">• Spot• Vadeli |

Kaynak: Taner ve Akkaya, 2009: 5

Finansal piyasalar kavramı, sadece para ve sermaye piyasaları kavramlarından ibaret değildir ve oldukça geniş bir piyasa grubunu içermektedir. Kullanılan araçlar, vade, pazarın organize olup olmaması vb. ölçütler, finansal piyasaların farklı şekillerde sınıflandırılmasına yol açmaktadır. Diğer bir deyişle, kullanılan ölçüt değıştikçe, finansal piyasaların sınıflandırması değışmektedir.

Kullanılan araçlar dikkate alındığında, para piyasası tekrar karşımıza çıkmaktadır. Bu ölçütün karşımıza getirdiği, menkul kıymetler piyasasında, başta hisse senedi ve tahvil olmak üzere, menkul kıymet niteliği taşıyan kâğıtlar alınıp satılırken; gayrimenkul piyasasında gayrimenkul; kambiyo borsasında yabancı paralar; kıymetli madenler piyasasında başta altın olmak üzere, çeşitli kıymetli madenlerin alım satımına aracılık eden ortamın oluştuğu ifade edilmektedir (Taner ve Akkaya, 2009: 5).

Belirli bir pazar yerinin olup olmaması ölçütü dikkate alındığında karşımıza çıkan organize olmuş piyasalar, hukuki ve idari altyapısı bulunan, fiziki ve resmi olarak belirli bir mekânda faaliyet gösteren, ilgili kurum ve kuruluşların denetim ve gözetimine açık piyasalardır (Altan, 2001: 31). Tezgâh üstü piyasalar olarak da adlandırılabilirler, serbest finansal piyasalar ise menkul kıymetlerini borsaya kayıt ettirmemiş veya ettirememiş kamu ve özel sektör işletmelerine ait menkul kıymetlerin alınıp satıldığı yerlerdir. Organize sermaye piyasasının, dokunulan, işlemlerinin açık olma özelliğine karşın, organize olmamış sermaye piyasalarının, dokunulamayan ve işlemlerinin açık olmama özeliği vardır (Ceylan ve Korkmaz, 2004: 21).

Menkul kıymetler birincil ya da ikincil piyasalarda işlem görürler. Herhangi bir anonim şirket veya devletin yeni çıkarmış olduğu menkul kıymetlerin ilk alıcılara satıldığı mali piyasalara “birincil piyasa” denmektedir. İkincil piyasa ise, daha önce çıkarılmış, en az bir kez el değıştirmiş menkul kıymetlerin yeniden alınıp satıldığı yani işlem gördüğu piyasalardır (Özyurt, 2006: 38–39).

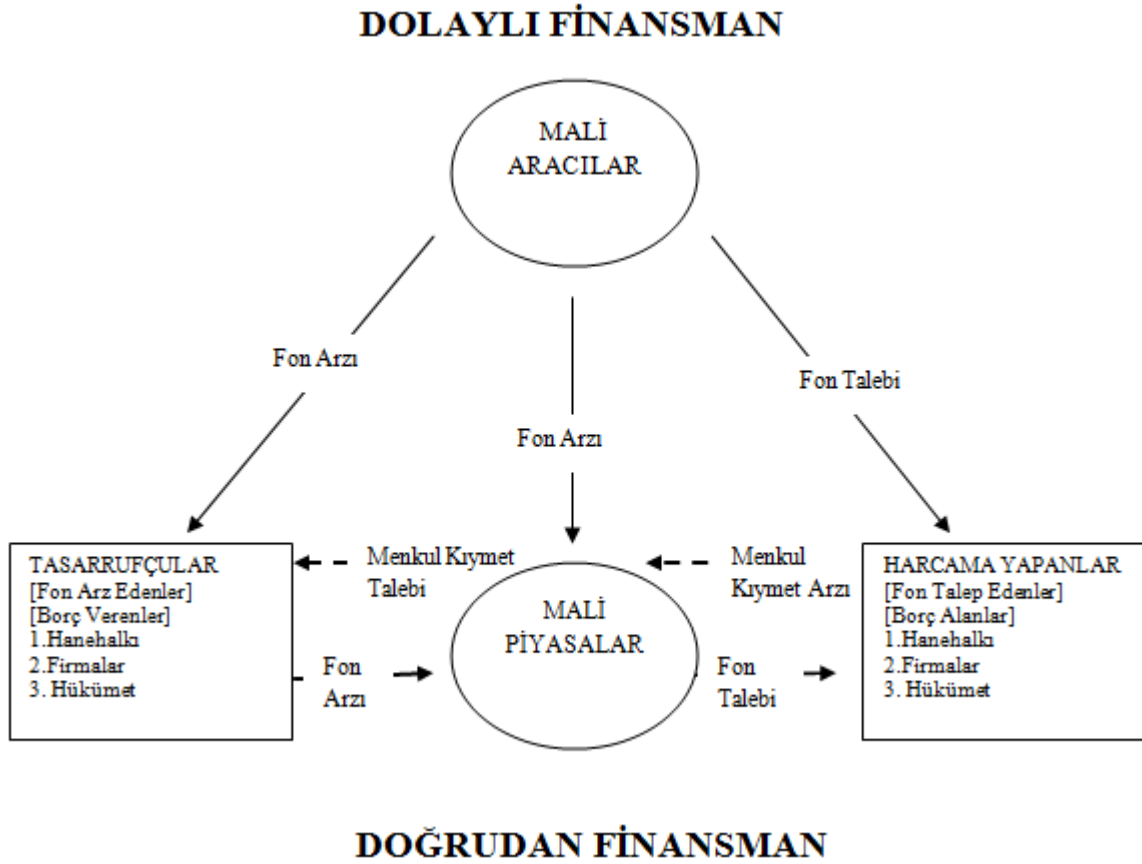
Teslim şekline göre piyasalar ise spot piyasalar ve vadeli piyasalar olmak üzere ikiye ayrılır. Spot piyasalar finansal varlığın hemen teslim edildiği ve ödemenin hemen yapıldığı piyasalardır. Bu nedenle, kimi zaman nakit piyasalar olarak da adlandırılırlar. Vadeli piyasalar ise, menkul kıymetlerin gelecekteki bir tarihte, bugünden anlaşma

sağlanmış bir fiyattan alınıp satıldığı piyasalardır (Şıklar, 2004: 11). Vadeli piyasalar, özellikle, Bretton Woods sisteminin çökmesi üzerine ortaya çıkan faiz, döviz kuru vb. risklerin azaltılması ya da ortadan kaldırılması amacıyla 1970’li yıllardan itibaren hızlı bir gelişme göstermiştir.

1.2.2. Finansal Araçlar

Borç verilebilir fonlar piyasasında iki tür ilişki vardır. Birincisi, borç verenle borç alanın doğrudan karşı karşıya gelmesidir. Buna “doğrudan finansman” denir. İkincisi ise borç verenle borç alanın, bir başka kişi veya kurum aracılığıyla alışverişte bulunmasıdır. Buna da “dolaylı finansman” denir (Eğilmez ve Kumcu, 2010: 217). Bu durum aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

Şekil 2: Fon Akımları ve Finansal Piyasaların Fonksiyonu



Kaynak: Özyurt, 2006: 34.

Şekilde de görüldüğü gibi, finansal araçlar dolaylı finansman ilişkisinde ortaya çıkmakta ve fon transferine aracılık etmektedir. Gelişmiş ülkelerde (GÜ), kişiler, aileler, işletmeler ve hükümetler için finansal fonksiyonları yerine getiren finansal araçlar vardır. Finansal piyasalarda araçlar; ticari bankalar, kredi kuruluşları, yatırım firmaları, sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarını yöneten kuruluşlar olarak sayılabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2004: 35). Ancak, finansal araçlar için finansal kurumlar başlığı altında daha ayrıntılı sınıflandırmalar yapılmaktadır.

1.2.2.1. Finansal Araçların Türleri

Finansal araçlar, mevduat toplayıp para yaratan kurumlar, mevduat toplamayan ve dolayısıyla para yaratmayan kurumlar ve hizmet gören kurumlar olmak üzere üç grupta sınıflandırılmaktadır (Altan, 2001: 16–31).

1.2.2.1.1. Para Yaratan Finansal Kurumlar

Ticari bankalar, kredi birlikleri, Özel finans kurumları ve tasarruf ve ikraz birlikleri mevduat toplayabilmektedir (Müslümov, 2008: 10). Bu kurumlar mevduat toplamaları nedeniyle, para yaratma sürecine katkıda bulunmaktadır.

Ticari bankalar, topladıkları mevduatları ve aldıkları borçları kısa ve uzun vadeli krediler şeklinde özel kesime ve devlete plase eden kuruluşlardır. Ticari bankalar, vadesiz mevduat hesapları üzerine keşide ettikleri çeklerle kaydi para yaratarak ve bu yolla finansal sistem içerisinde para arzını genişleterek çok önemli bir rol oynarlar.

Kredi birliği, birbirine borç vermek ve tasarrufları toplamak amacıyla birlikte hareket eden bazı ortak çıkarlara sahip kişilerden –çalışma yeri, yardımlaşma sandığı, kilise veya iyi tanımlanmış yerleşim yerleri– oluşur. Bu bireyler, kredi birliğinin üyeleri olarak bilinir ve onların tasarruf hesapları ya da mevduatları mülkiyet payı olarak bilinir. Üye olmak için, biri hak sahibi olmalıdır ve kurumda bir mevduat hesabı açmak yoluyla mülkiyet payı edinmelidir; kredi birliğinden sadece üyeler ödünç alabilir. Birincil olarak her bir kuruluşun geliri, genellikle bir taksitlendirme temelinde geri ödenen bireysel kredi şeklindeki üye borçları üzerine uygulanan faizlerden kaynaklanır. Kurum, birincil devlet

tahvilleri gibi başka yatırımlardan da bazı kazançlar elde eder. Kredi birliği tarafından kazanılmış gelir kar payı olarak üyelere dağıtılır (Black ve Daniel, 1988: 83).

Özel finans kurumları¹ (ÖFK), özünde katılım payı ve cari hesaplar şeklinde fon fazlası olanlardan kaynak toplayıp; bu kaynakları yatırımcılara çeşitli şekillerde aktararak, finansal aracılık yapmaktadırlar. Ancak bu işlemleri yerine getirirken, geleneksel finansal aracılığın kullandığı faiz yerine, kar payını kullanmaktadırlar. Dolayısıyla, ÖFK, katılım payı yatırarak sisteme katılan üyelerine, sabit bir getiri yerine, ortaklık ilişkisinin sonucu olarak, kar ve zarara ortaklık hakkı ve/veya sorumluluğu tanınırlar. ÖFK, hukuki olarak mevduat tanımına giren fonlar hariç geleneksel bankacılık ürün ve hizmetlerinin tümünü farklı isimler ya da yapılar altında sunmaktadırlar (Müslümov, 2008: 11).

Tasarruf ve ikraz birlikleri, kendine yardım organizasyonları olarak ortaya çıkmışlardır. Sahip oldukları evleri finanse etmek isteyen bir grup insan, ev inşa etmek amacıyla tasarruflarını toplama konusunda anlaşmışlardır. Günümüzde tasarruf ve kredi birlikleri, tasarruf bankalarıyla çoğunlukla aynı yolla işlem yapar. Bununla birlikte onlar, tasarruf bankalarından bazı yönlerden farklılık gösterir. Tasarruf ve kredi birlikleri günümüzde ortak kuruluşlardan daha ziyade kooperatifler şeklinde organize edilir. Sadece birkaç tane tasarruf bankası vardır (Mayer ve diğerleri, 1987: 67).

1.2.2.1.2. Mevduat Kabul Etmeyen Finansal Kurumlar

Kimi finansal aracılardan mevduat toplama yetkilerinin bulunmadığı yönünde hukuki düzenlemeler yapılmıştır. Mevduat toplayamayan bu finansal aracılardan, kaydi para yaratmaları da söz konusu olmamaktadır. Mevduat kabul etmeyen finansal kurumlar şunlardır (Altan, 2001: 7):

- 1- Yatırım ve kalkınma bankaları
- 2- Kredi ve kefalet kooperatifi
- 3- Sosyal güvenlik kuruluşları
- 4- Sigorta şirketleri
- 5- Özel emeklilik kuruluşlarıdır.

¹ 5411 sayılı bankalar kanununun yürürlüğe girmesiyle birlikte, ÖFK'lar Katılım Bankası adını almıştır.

Yatırım bankaları, piyasada fon fazlasına sahip kişi ve kuruluşlardan, fon açığı olan kişi ya da kuruluşlara doğru yapılacak transferlerde aracılık yapan, işletmelerin orta ve uzun vadeli fon ihtiyaçlarının karşılanmasına yardımcı olan mali kuruluşlar olarak tanımlanabilir (Takan, 2001: 62). Kalkınma bankacılığı, yatırım bankacılığına çok benzemekle birlikte, bazı noktalarda bu bankalardan ayrılmaktadır. Yatırım bankacılığı GÜ'de ortaya çıkmasına karşın kalkınma bankacılığı daha çok sermaye piyasası gelişmemiş, sermayenin kıt olduğu GOÜ'de ortaya çıkmıştır. Kalkınma bankaları, amaç olarak marjinal tasarruf ve yatırımın düşük olması nedeniyle, tasarruflarla yatırımları mutlak olarak ayırmaya yönelik politikalar benimsemişlerdir. Kalkınma bankaları, yatırım alanlarındaki çeşitliliği engellemekte ve belli oranlarda yoğunlaşmayı sağlamaya çalışmaktadır (Takan, 2001: 68–69).

Kredi ve kefalet kooperatifleri, küçük sanayici ve ticaret erbabının finansal ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla organize edilmiş birliklerdir. Bu kurumlar ortaklıklarından çeşitli şekillerde topladıkları fonları, yine ihtiyaç duyan ortaklarına düşük faizle sunarak fon ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Ayrıca kefalet müessesine işlerlik kazandırarak, üyelerine kefil olup diğer kredi kurumlarının fonlarından yararlanma imkânı sağlamaktadırlar (Altan, 2001: 9).

Sosyal güvenlik kuruluşları ise, işsizlik, maluliyet, sağlık, iş kazası ve yaşlılık gibi sosyal risklere karşı bireyleri korumak amacıyla hükümetler tarafından organize edilen kuruluşlardır (Altan, 2001: 12). Ülkemizde Sosyal Güvenlik Kurumu bünyesinde toplanmışlardır.

Sigorta şirketleri, bireyler ve firmaların karşı karşıya oldukları risklerin gerçekleşmesi durumunda, ortaya çıkacak muhtemel zararları tazmin etme güvencesi vererek prim toplayan ve bu primleri uzun vadeli yatırım araçlarında değerlendiren kuruluşlardır.

Özel emeklilik kuruluşları ya da fonları, emekli olduklarında işçiler için fayda temin etmek amacıyla işçiler ve işverenler tarafından ayrılan ve yatırılan kazançlardan meydana gelir. Emeklilik fonları sigortalı ve sigortasız olarak sınıflandırılır. Sigortalanmış bir planda işçi ve işveren katkıların gelirleri, hayat sigortası şirketlerinden yıllık olarak

emeklilik avantajları satın almak için kullanılır; sigortalanmamış planlarda, katkılardan üretilmiş fonlar bir vekil – bir ticari banka, mutemetlik departmanı, işveren veya bir hayat sigortası şirketi dışındaki bazı kuruluşlar – tarafından yönetilir. Fon yatırımları, genellikle uzun dönemli finansal taleplerdir. Sigortalanmış fonlar ağırlıklı olarak şirket tahvillerine yatırılırken, sigortalanmamış fonlar hisse senedi yatırımlarına ağırlık verir (Black ve Daniel, 1988: 85).

1.2.2.1.3. Hizmet Gören Finansal Kurumlar

Finansal piyasalarda, fon akımı konusunda gerek yatırımcıların gerekse fon kullanıcılarının kararlarına etkide bulunan veya gerçekleştirilen işlemleri kolaylaştıran hizmet kuruluşları da faaliyet göstermektedir. Başlıca hizmet gören finansal kuruluşlar şunlardır (Altan, 2001: 17):

1. Menkul kıymet borsaları
2. Borsa şirketleri (aracı kurumlar)
3. Yatırım ortaklıkları
4. Yatırım fonları
5. Risk sermayesi yatırım ortaklığı
6. Genel finans ortaklıkları
7. Finansman şirketleri
8. Dereceleme şirketleri
9. Takas ve saklama şirketleri.

Menkul kıymet borsalarının kuruluşu çok eski olup Pazar ve panayırlara dayanmaktadır. Dünyada genel olarak menkul kıymet borsaları kuruluşlarındaki yasal özellikleri açısından başlıca üç gruba ayrılmaktadır.

- i. **Devlet Borsaları:** genellikle kanunla kurulmakta ve borsanın yönetimi resmi araçların oluşturduğu kurallara bırakılmaktadır. Kıta Avrupa'sındaki menkul kıymetler borsaları bu tipin örnekleri olarak gösterilebilir.

- ii. **Özel Borsalar:** üyeleri tarafından kurulan, anonim şirket statüsündedir. Bunların kar amacı yoktur ve esas itibariyle bir meslek kuruluşu niteliğindedir. Bütün Anglo-Sakson ülkelerindeki menkul kıymet borsaları bu türün özellikleri arasında sayılabilir.
- iii. **Karma Nitelikte Borsalar:** bu tür borsalar, kısmen devlet borsası gibi resmi ve kısmen özel borsalar gibi yarı resmi bir nitelik taşırlar. Örneğin, İtalya'daki menkul kıymetler borsası bir kanunla kurulmuş olmasına rağmen, idari açıdan ticaret odasına bağlanmak suretiyle mesleki bir kuruluş hüviyetini almıştır (Parasız, 2000: 99–100).

Borsa şirketleri (Aracı kurumlar), menkul kıymetlerin alım satımına aracılık eden kuruluşlardır. Bu aracılık işleminde sermaye piyasası araçlarını, başkasının nam ve hesabına veya başkası hesabına kendi namına yahut kendi nam ve hesabına aracılık amacıyla alım satımını yapan kuruluşlardır (Şıklar, 2004: 30).

Yatırım ortaklığı, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda ya da borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan, kayıtlı sermaye esasına tabi anonim ortaklıktır. Bu portföyler bağımsız olarak bu unsurlardan oluşabileceği gibi karmada olabilir (Parasız 2000: 26). Bu portföylerin işletilmesinden sonra yatırım ortaklıkları, hissedarlarına kar payı dağıtırlar.

Yatırım fonları ise, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esasına göre, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere kurulan mal varlığına denir. Yatırım fonlarının çıkardığı katılma belgeleri, gerçek ve tüzel kişilerin fondaki ortaklık haklarını gösteren nama, emre veya hamiline yazılı olan kıymetli bir evraktır. Katılma belgesi olarak fona ortak olanlar, kurucunun diğer mal varlığı üzerinde hiçbir hakka sahip değildirler. Diğer bir deyişle, kurucunun mal varlığı fonun mal varlığından ayrıdır (Takan 2001: 22). Yatırım ortaklıklarında ise kurucunun mal varlığına rücu edilebilir.

Yatırım fonlarının para piyasasında faaliyet gösteren türleri de bulunmaktadır. **Para piyasası yatırım fonları**, fiyatları piyasa faiz oranındaki değişikliklerden önemli ölçüde etkilenmeyen çok kısa dönemli varlıklara (120 günün altında) yatırım yapar (Kidwell ve Peterson, 1984: 364).

Risk sermayesi yatırım ortaklığı, kaynak yetersizliği nedeniyle hayata geçirilemeyen, başarıya ulaşma olasılığı yüksek yatırım projelerinin finansmanını, yönetimine katıldığı yeni şirketler kurarak gerçekleştiren ve ileride oluşacak karlar ile hisse senetleri fiyat artışlarından yararlanmayı hedefleyen bir portföy yönetim kuruluşudur. Başka bir deyişle, risk sermayesi bilimdeki gelişmeleri izleyerek bu gelişmelerden günlük hayatımızda kullanabileceğimiz yeni ürünler üretebilecek şirketlere ortak olmaktır.

Genel finans ortaklıkları, finansal kuruluşların alacaklarını temsil eden Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin halka arzıyla ilgilenirler. Finansman şirketleri, fonlarının büyük kısmını diğer finansal araçlardan sağlarlar. Elde ettikleri fonların büyük kısmını tüketici kredisi şeklinde verirler. Batı’da bu şirketler, tüketici finansman şirketleri ve satış finansman şirketleri şeklinde ikiye ayrılmaktaydı. Günümüzde bu iki aracının işlemleri birleşerek tek bir finansman şirketi başlığında incelenmektedir (Parasız, 2000: 86).

Finansman Şirketleri, finansman bonusu, tahvil veya hisse senedi ihraç ederek veya bankalardan borç alarak fon toplayan ve bu fonları küçük şirketlerin ve tüketicilerin ihtiyaçlarına göre kredi olarak kullandıran şirketlerdir. Başka bir ifadeyle, büyük miktarda borç alıp, küçük miktarlarda kredi veren şirketlerdir. Bu yönleriyle, küçük miktarda mevduat toplayıp büyük miktarlarda kredi veren bankaların tam tersi bir özelliğe sahiptir (Günel, 2006: 82-83).

Derecelendirme, bir kuruluşun veya bir bireyin finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceğini tahmin etmek üzerine kullanılan, firmanın veya bireyin geçmiş ve bugünkü nitel ve nicel verilerine dayanılarak yapılan bir sınıflandırma sistemidir (Yazıcı, 2009: 2). **Dereceleme şirketleri** ise bağımsız olarak kredibilite görüşü sağlayan ve verdikleri dereceler, yatırımcılar, ihracatçılar, kredi talep edenler ve hükümetler tarafından, çeşitli nedenlere bağlı olarak kullanılan kuruluşlar olarak tanımlanabilir (European Securities Markets Expert Group [ESME], 2008: 3).

Yatırımcılar arasında alım satım konu olan menkul kıymetler elden ele dolaşır ancak hiçbir zaman tüketilemezler. Bu nedenle bu finansal araçların fiili teslimi zaman kaybına neden olurken maliyetleri de arttırır. Bu tür olumsuzlukları gidermek amacıyla gelişmiş piyasalarda **takas ve saklama şirketleri** kurulmuş ve bu hizmet sunulmaya başlanmıştır (Takan, 2001: 30).

1.2.2.2. Finansal Sistemdeki Aksaklıklar ve Finansal Araçların Rolü

Geleneksel Arrow-Debreu kaynak tahsisi modelinde, işletmeler ve hane halkları piyasalar vasıtasıyla birbirlerini etkilerler ve finansal araçlar hiçbir rol oynamazlar. Piyasalar mükemmel ve rekabetçi olduğu zaman, kaynak tahsisi Pareto etkindir ve araçların refahı geliştirmek için yeri yoktur (Allen ve Santamero, 1998: 1462). Dahası, bu bağlamda başvurulmuş Modigliani- Miller Teoremi finansal araçların önemini olmadığını ileri sürer; hane halklarının bir finansal aracının aldığı herhangi bir pozisyonu almak yoluyla portföylerini oluşturabileceği ve aracılığın değer yaratmadığı ifade edilmektedir (Fama, 1980: 39-58). Bu yaklaşım dikkate alındığında, finansal aracılık faaliyetine ve dolaylı finansman mekanizmasına ihtiyaç olmadığı gibi bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Bu sav mikro iktisat teorisi tarafından da desteklenmektedir. Ancak, bu varsayım eksik olduğu gibi, piyasalar da çeşitli sorunlar taşımaktadır.

Piyasalarda ortaya çıkan başlıca sorun, tam rekabet piyasasının özelliklerinden biri olan açıklık koşulunun uygulamada gerçekleşmemesi ve piyasadaki aktörlerin aynı bilgiye sahip olmamasıdır. Bu sorun asimetrik bilgi çerçevesinde incelenir. Asimetrik bilgi sorunu, ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard) ve temsilcilik sorunu (agency problem) ortaya çıkmaktadır (Aras ve Müslümov, 2004: 56).

Ters seçim, işlemin gerçekleşmesinden önce, asimetrik bilgi tarafından yaratılan bir sorundur. Finansal piyasalarda ters seçim, arzu edilmeyen bir sonuç üretmesi – geri ödenmeyen banka kredileri - olasılığı çok yüksek bir ödünç alıcının, bir borçlanma için çok etkin bir şekilde istekli biri olduğu ve bu yüzden seçilmesi olasılığının çok yüksek olduğu bir durumda meydana gelir (Mishkin, 2003: 35). Bu durumda, krediyi geri ödeme ihtimali düşük olan ödünç alıcı, piyasada oluşan faiz oranından daha yüksek bir faiz oranı önererek,

krediyi elde edebilecek ve bunun bir sonucu olarak, fon ödeyemeyecek bir kimsenin kullanımına sunulmuş olacaktır.

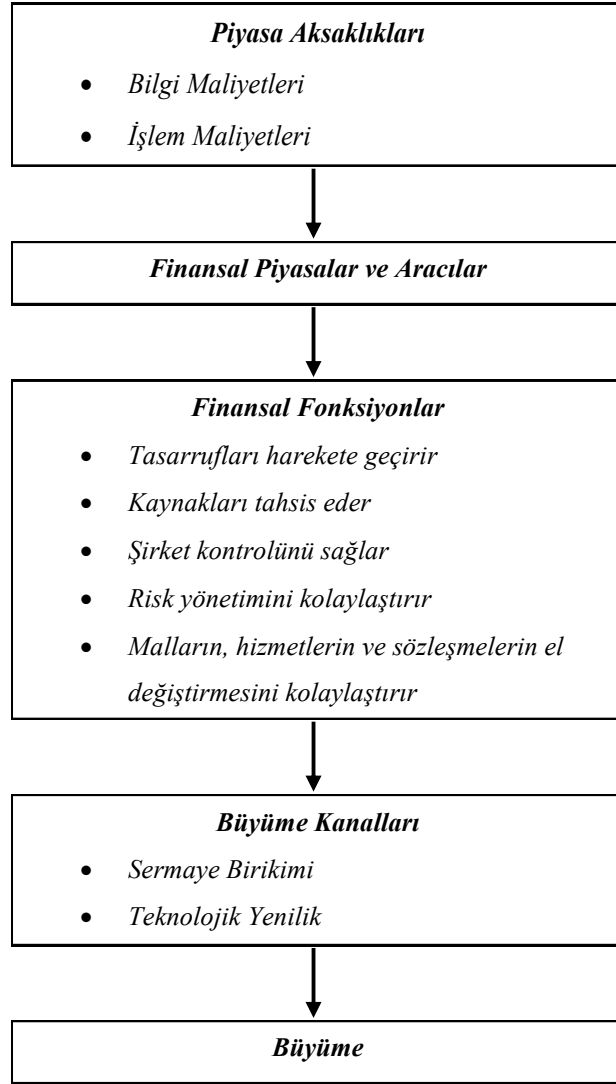
Ahlaki tehlike, işlem gerçekleştikten sonra asimetrik bilgi tarafından yaratılan bir sorundur. Finansal piyasalardaki ahlaki tehlike, ödünç alıcının borcun geri ödenmesi olasılığının düşmesine yol açacak olan, ödünç vericinin bakış açısına göre arzu edilmeyen (ahlaki olmayan) aktivitelerde kullanabildiği risk ya da tehlikedir (Mishkin, 2003: 36). Bu durumda ödünç alıcı, krediyi daha yüksek riskli projelere yatırmakta, dolayısıyla kredinin geri ödenememe riski artmaktadır.

Temsilcilik sorunu, işlemlerde aracı kullanılması durumunda, geleneksel yaklaşımın varsaydığı aksine, temsilcinin faaliyetlerinin maliyet ya da başka bir nedenle denetlenememesi durumunda ortaya çıkar.

Finansal aracılığın ortaya çıkmasına yol açan bir diğer faktör ise işlem maliyetleridir. Finansal işlemleri gerçekleştirmek için harcanan para ve zaman, fon fazlasına sahip insanlar için büyük bir sorundur.

Gerek asimetrik bilginin varlığı gerekse işlem maliyetleri, finansal piyasaların teoride varsayıldığı gibi eksiksiz ve rekabetçi bir biçimde işlemediğini; kredi tayinlaması gibi sorunların oluştuğunu ve buradan hareketle işlemlerin daha uygun koşullarda gerçekleştirilebilmesi için dolaylı finansmana, diğer bir ifadeyle, finansal piyasa ve araçlara ihtiyaç duyulduğunu ortaya koyar. Bu iki sorun, Levine (1997) tarafından, piyasa friksiyonları (aksaklıkları/sürtünmeleri) olarak adlandırılmıştır. Bu sorunların aşılması bir taraftan finansal araçların faaliyetleri diğer taraftan kamu otoritesinin hukuki düzenlemeleri yoluyla aşılmaktadır.

Şekil 3: Piyasalar ve Finansal Sistemin Fonksiyonları



Kaynak: Levine, 1997: 691.

Neo-klasik iktisat teorisi, bireylerin, elde ettikleri ürün ve hizmetlerin bütün özelliklerinin farkında olduklarını ve işlem talimatı verenlerin, bunu yerine getirecek temsilcilerinin faaliyetlerini her zaman denetleyebildiklerini öngörmektedir. Fakat finansal pazarlarda katılımcıların bilgi düzeylerinin farklı olması ile sözleşmelerin kontrol ve uygulanma süreçlerinin maliyetli olması, asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmakta, piyasaların etkin bir şekilde işlemlerini engellemektedir. Eksik bilgi sorunu, bu sorunu açacak finansal kuruluş ya da aracılardan varlığını gerektirmektedir. Finansal sistem ya da

finansal aracilarin varligi, yukaridaki sekilde gosterilmis olan piyasa aksakliklarini gideren cesitli fonksiyonlar ve kanallar yoluyla ekonomik buyumeyi etkiler.

1.2.2.3. Finansal Aracilarin Fonksiyonlari

Farkli bir sekilde ifade edilen, islem ya da bilgi maliyetlerinin olmadigi Kennet Arrow – Gerard Debreu kural disi aciklamasinda, projeleri arastirmak, yoneticileri takip etmek ya da risk yonetimi islemleri kolaylastirmak icin duzenleme yapma fonksiyonlarini yerine getiren bir finansal sisteme ihtiyaç yoktur. Bu yuzden, ekonomik buyumede (dolayli olarak ya da acik sekilde) herhangi bir finansal sistemin rolu teorisi Arrow- Debreu Modeline spesifik aksakliklari ekler (Levine, 1997: 690).

Eger piyasalar etkin islemiyorsa; diger bir ifadeyle piyasalarin isleyisinde sirtunmeler ya da aksakliklar varsa, finansal aracilar ve aracler ya da genel anlamıyla finansal sistem islevsel bir ekonomik alt oge olacaktır. Piyasa aksakliklari oldugu bir durumda finansal sistem (Levine, 1997: 691):

- Riskin ticaretini, cesitlendirilmesini, toplulastirilmesini ve riskten korunmayı kolaylastirir.
- Kaynaklari tahsis eder.
- Yoneticileri izler ve sirket denetimini uygular.
- Tasarruflari harekete gecirir ve
- Mallarin ve hizmetlerin degisimini kolaylastirir.

1.2.2.3.1. Riskin Ticaretini, Cesitlendirilmesini, Toplulastirilmesini ve Riskten Korunmayı Kolaylastirmak

Arrow-Debreu modelinin varsayiminin aksine bilgi ve islem maliyetlerinin var oldugu dusunuldugunde, likidite riski ve ozel durum riski olmak uzere iki riskten bahsedilebilir. Bilindiği uzere likidite, varliklari nakde donusum hizini tanımlar ve fon fazlası olanlar likit varliklara yatırım yapmayı tercih ederler. Finansal piyasalarin olması durumunda, fon fazlası bulunan birimlerin yatırım yaptigi varliklari likiditesi artar.

Genel olarak yüksek getirili projeler, sermayenin uzun vadeli taahhüdünü gerektirmesine rağmen, birçok tasarruf sahibi tasarruflarını likit varlık şeklide tutmayı tercih etmektedir. Ancak, finansal sistem uzun vadeli yatırımların likiditesini artırarak, yüksek getirili projelere daha fazla yatırım yapılmasını teşvik eder ve bu nedenle likidite ve ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki ortaya çıkar. Finansal sistem, likidite riskinin yönetimini kolaylaştırma yoluyla, iktisadi büyümeye katkıda bulunur (Özcan, 2007: 18).

Özel durum riski ise, yatırımların, proje, sektör, ülke, firma bazında farklı riskler taşımamasını anlatır. Likidite riskini azaltmanın yanı sıra, finansal sistemler bireysel projeler, firmalar, endüstriler, bölgeler ve ülkeler (eyaletler) vb. ile ilişkilendirilmiş olarak da riski azaltabilirler. Bankalar, yatırım fonları ve menkul kıymet piyasaları risk ticareti, toplulaştırılması ve çeşitlendirilmesi için tüm araçları temin eder. Finansal sistemlerin risk çeşitlendirme hizmetlerini temin etme yeteneği, kaynak tahsisatı ve tasarruf oranlarını etkileyerek uzun dönem ekonomik büyümeyi etkileyebilir (Levine, 1997: 694).

1.2.2.3.2. Kaynakların Tahsis Edilmesi

Yatırım kararı vermeden önce şirketleri, yöneticileri ve piyasa şartlarını değerlendirmeye ilişkin büyük maliyetler vardır. Bireysel yatırımcılar muhtemel yatırımlar hakkındaki bilgiyi toplama, uygulama ve üretme yeteneğine sahip olmayabilir. Çok az güvenilir bilginin olduğu aktivitelere tasarrufların yatırım yapmaya isteksiz olması sebebiyle, yüksek bilgi maliyetleri sermayeyi yüksek kullanım değerine akmasından alıkoyabilir. Bu yüzden, pek çok model sermayenin en karlı şirketlere yöneldiğini varsayarken, bu, yatırımcıların şirketler, yöneticiler ve piyasa şartları hakkında iyi bilgiye sahip olmasını gerektirir. Finansal aracılar bilgiyi elde etme ve uygulama maliyetlerini azaltabilir ve böylece kaynak tahsisatını iyileştirebilir. Aracılık olmaksızın, her bir yatırımcı şirketleri, yöneticileri ve ekonomik şartları değerlendirme ile ilgili yüksek sabit maliyetlerle karşılaşır. Bu nedenle, bireylerin bir grubu diğerleri için yatırım fırsatlarının maliyetli araştırma sürecini üstlenen finansal aracılar şeklini alabilir (Levine, 2004: 7).

Şirketler, yöneticiler ve ekonomik koşullar ile ilgili bilgiyi artırmak yoluyla, finansal aracılar ekonomik büyümeyi hızlandırabilir. Araştırma-tipi süreci sayesinde,

aracilar yatirimcilarin kaynaklarini en karli kullanimlarina aktarmalarina olanak saglayan bilgiyi toplar ve analiz ederler. Bireyler, aracilar vasitasiyla arastirma yaparak, deyim yerindeyse, basklarinin deneyim zenginligine ulasabilirler. Aracilarin, uretim icin kaynaklarin en etkin tahsisati rolu de vardir. Aracilik yapisi araciligiyla arastirma yapmak sayesinde, bireyler hem daha yuksek hem de daha guvenli gelir elde ederler (Greenwood ve Jovanovic, 1990: 1078).

Bireysel tasarruflarin toplanmasinda ve tasarruf birikiminde etkin olan finansal sistemler, tasarruflarin arttirilmasi ve olcek ekonomilerinin kullanimi yoluyla ekonomik buyumeyi onemli bir bicimde etkileyebilmektedir. Tasarruf mobilizasyonu, sermaye birikimi uzerindeki dogrudan etkisinin yanı sıra teknolojik yenilikleri de arttirabilmektedir (Evin, 2007: 12).

Etkin bir kaynak dagitima yol acilmasinin etkileri, yeni mal ve hizmet uretimi alanında da ortaya cikar. Aracilar, kaynaklari yeni mal ve hizmet uretimini iceren alanlara da aktararak, innovasyon surecine katkı saglayacaklardır.

Şirketler, yöneticiler ve ekonomik koşullar ile ilgili bilgiyi artırmak yoluyla, finansal aracilar ekonomik buyumeyi hizlandirabilmesi olgusu, neo-klasik finans teorisinin, sorunsuz isleyen piyasa modelinin dogru olmadigi dusuncesi uzerine oturmaktadır. Bu aksakliklarin asilmasinda, firmalar hakkında iyi bilgi ureten finansal aracilar onemli bir rol ustleneceklerdir.

1.2.2.3.3. Yöneticileri İzleme ve Şirket Denetimini Sağlama

Firma sahipleri yaptıkları işlemler ile, yöneticilerin firmayı kendi çıkarlarına uygun yönetmelerini sağlayabilmekte ve firmanın yönetiminde yer almayan firma dışından alacaklılar da -bankalar, hisse senedi ve tahvil sahipleri vs.- firma sahiplerini ve yöneticileri, kendi çıkarları ile uyumlu bir yönetim oluşturmaya zorlayacak finansal düzenlemeler yapma gücüne sahip olabilmektedir. Bu çerçevede şirket denetimini sağlayan finansal düzenlemelerin olmaması, farklı bireylerden tasarrufların toplanarak sermayenin karlı yatırımlara akmasını engelleyebilmektedir. Finansal aracilar, piyasalar ve sözleşmeler; finansmandan önce bilgi toplama maliyetini azaltmanın yanı sıra, aktivitenin

finansmanı sağlandıktan sonra da firma yöneticilerinin izlenmesi ve şirket denetiminin yapılmasına yönelik bilgi edinme ve uygulama maliyetlerini azaltma amacına da hizmet edebilmektedir (Özcan, 2007: 20).

Denetim maliyetlerinin yüksek olması, tasarruf sahiplerinin yatırım kararları üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Finansal sistem söz konusu denetimi finansal araçlar ve düzenlemeler aracılığı ile yerine getirerek maliyetleri azaltmaktadır. Böylelikle tasarruf sahiplerine güven de temini edilerek, yatırım kararları teşvik edilir. Yatırım artışına paralel olarak ekonomik etkinlik ve ekonomik büyüme gerçekleştirilir.

1.2.2.3.4. Tasarrufların Harekete Geçirilmesi

Mobilizasyon, yatırım için gerekli olan sermayenin farklı tasarruf sahiplerinden toplanmasını ifade etmektedir. Mobilizasyon küçük yatırım araçları yaratır. Söz konusu araçlar, tasarruf sahiplerine portföy çeşitliliği imkânı tanırlar. Ayrıca varlıkların likiditesini yükseltirler. Bu araçların olmaması durumunda tasarruf sahipleri bütün firmayı almak ya da satmak durumundadırlar. Mobilizasyon risk çeşitlenmesini ve likiditeyi artırarak kaynakların etkin dağılımını sağlar (Şentürk, 2005: 16).

Mobilizasyon, ya da havuzlama, yatırımlar için farklı tasarrufçulardan toplanan sermayenin maliyetli bir sürecidir. Tasarrufları harekete geçirme, bilgi asimetrisini aşmaya ilişkin şu noktaları içerir (Levine, 2004: 22):

- a) Farklı kişilerden toplanan sermaye ile ilgili işlem maliyetlerinin üstesinden gelme,
- b) Tasarruflarının kontrolünü bırakması konusunda tasarrufçuların kendini güvende hissetmesi sonucu bilgi asimetrisinin üstesinden gelme.

1.2.2.3.5. Mal ve Hizmet Değişimini Kolaylaştırma

Finansal sektör, hem ödemelerin yapılması için gerekli mekanizmaları sağlayarak, hem de bilgi maliyetlerini azaltarak, ekonomideki işlemlerin gerçekleştirilmesini

kolaylaştırmaktadır. İşlem maliyetlerini azaltan finansal düzenlemeler, uzmanlaşmayı teknolojik yeniliği ve böylece iktisadi büyümeyi desteklemektedir.

Modern teorisyenler; mal ve hizmet takası, uzmanlaşma ve teknolojik yenilik arasındaki ilişkileri açıklamaya çalışmışlar ve söz konusu ilişkiler çerçevesinde, finansal piyasaların gelişimi ile uzmanlaşma ve üretimdeki artış arasında iki yönlü bir etkileşim bulmuşlardır. Bu düşünceye göre, uzmanlaşmada gözlenen artış, ekonomide daha fazla işlem yapılmasını gerektirmektedir. İşlemlerin maliyetli olması nedeniyle, söz konusu maliyetleri azaltan finansal düzenlemeler, uzmanlaşmadaki gelişmeleri desteklemektedir (Özcan, 2007: 22-23).

Daha fazla uzmanlaşma daha fazla işlemi gerektirir. Her bir işlemin maliyetli olması nedeniyle, daha düşük işlem maliyetlerine yol açan finansal düzenlemeler daha fazla uzmanlaşmayı kolaylaştıracaktır. Bu yolla, değişimi teşvik eden piyasalar üretken kazançları cesaretlendirecektir. Bu üretken kazançlardan finansal piyasa kalkınmasına yönelik geri bildirimler de olabilir. Kurulu piyasalarla ilişkili sabit maliyetler varsa, o zaman daha yüksek kişi başına gelir, bu sabit maliyetlerin fert başına gelirin bir oranı olarak daha az bedeli olduğunu ima eder. Böylece, ekonomik gelişme finansal piyasaların gelişmesini teşvik eder (Levine, 1997: 701)

Dolayısıyla, finansal piyasaların mal ve hizmet değişimini kolaylaştırma fonksiyonu, nihai olarak kendi büyümesini besleyecek olan üretkenliğin artışı sonucu ortaya çıkacak olan büyümeyi teşvik eder.

1.2.3. Finansal Araçlar

Günümüzde, finansal sistemdeki gelişmeler nedeniyle para ve sermaye piyasasında yer alan finansal araçların işlem gördükleri piyasayı ayırmak zorlaşmıştır. Örneğin sermaye piyasasında yer alan araçlardan birisi olan tahvil aynı zamanda para piyasasında, kimi zaman bankalar kimi zaman da Merkez Bankası tarafından kullanılmaktadır (Öçal ve Çolak, 1999: 31). Ancak, bir çerçeve sağlamak bakımından yapılan geleneksel sınıflandırmalar bulunmaktadır.

1.2.3.1. Para Piyasası Araçları

Bilindiği üzere, para piyasası vadesi bir yıldan kısa vadeli menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Para piyasasında işlem gören başlıca para piyasası araçları şunlardır (Özyurt, 2006: 40):

- a. Hazine Bonosu,
- b. Mevduat Sertifikası,
- c. Finansman Bonosu,
- d. Repo,
- e. Banka Kabulü,
- f. Banka Bonosu,
- g. Eurodolar,
- h. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet,
- i. Mevduat, Mevduat Hesabı,
- j. Teminat Mektubu.

Para piyasası araçları, ihraç eden kuruluşun türü, vadesi ve diğer bazı faktörlere göre farklılık göstermekler birlikte, bazı ortak özellikleri vardır (Günel, 2006: 22):

- Kısa vadelidirler,
- Hemen alınıp satılabilirler (yani likittirler),
- İşlem maliyeti düşüktür

Hazine bonoları, Hazine Müsteşarlığı tarafından çıkarılan kısa vadeli bir Devlet İç Borçlanma senetleridir. Hazine bonoları, iskontolu değer üzerinden satılır ve dönem sonunda üzerinde yazılı bedeli alıcı tarafından tahsil edilir.

Mevduat sertifikası, banka tarafından, mevduat sahibine satılan bir borç senedir. Banka, belli bir vade (Genel olarak bir yıl veya daha kısa süreli) ve faiz karşılığında almış olduğu borcu, hamiline yazılı bir sertifika ile belgeler. Sertifika ciro edilebilir. Bundan dolayı, hazine bonusu gibi el değiştirme hızı yüksektir (Öçal ve Çolak, 1999: 27).

Finansman bonosu, sadece tanınmış ve itibarlı firmalar ve finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilen ve hazine bonosunda olduğu gibi güvencesi olmayan kısa vadeli borçlanma aracıdır. Firmalar likidite sağlamak veya bir yatırımı finanse etmek için bankalardan borç almak yerine finansman bonosu ihraç edebilmektedir. Finansman bonolarının ikincil piyasaları gelişmemiştir ve genellikle yatırımcılar finansman bonolarını vadeye kadar ellerinde tutarlar. Finansman bonoları, hazine bonoları gibi hükümet güvencesinde olmadığından uluslararası derecelendirme (reyting) kuruluşlarının firmalar için verdiği notlar önemlidir. Finansman bonolarının vadeleri 60 gün ile 720 gün arasında değişir. (Günel, 2006: 24).

Yeniden satın alma anlaşmaları (Repolar), ödünç alıcı borcu geri ödemezse ödünç vericinin aldığı hazine bonolarının bir teminat, bir varlık olarak hizmet gördüğü, genellikle iki haftadan daha az bir vadeye sahip, etkin kısa dönemli borçlardır (Mishkin, 2003: 27).

Kabul kredisi adı da verilen **banka kabulleri**, bankaların bir ödemenin sorumluluğunu üzerine aldığını gösterir. Bankanın üzerine çekilecek poliçeyi kabul ederek, firma itibarı yerine kendi itibarını koymasıyla gerçekleştirilen bir kredileşmedir. Banka, üzerini imza ettiği poliçenin bedelini, poliçe borçlusunu ödemediği zaman ödemek zorunda kalır. Bu itibarla kabul kredisi, nakdi kredi olmayıp sadece bankanın imzasını borç vermesi niteliğinde olan kısa vadeli bir kredidir (Altan, 2001: 142).

Banka bonoları, bankanın, borçlu sıfatıyla düzenleyip, kayda alınmasını müteakip ihraç ettiği emre ya da hamiline yazılı kıymetli evraktır. Banka tarafından satışı yapıldığı tarihte vadesine en az 90 en çok 360 gün kalmış olması gerekir (Parasız, 2000: 243).

Eurodolar, uluslararası para birimleri ile yapılan işlemleri anlatır. Geleneksel mali sistemde, bankalar içinde faaliyet gösterdikleri ülkelerin yasa ve düzenlemelerine bağlı olarak, o ülkelerin ulusal paraları üzerinden mevduat hesapları açar ve ödünç fon talep edenlere de kredi sağlar. Bugün ise ülke parasının yanında, birçok yabancı para cinsinden mevduat kabul eden ve ihtiyaç sahiplerine fon sağlayan çağdaş bankacılık sistemi ortaya çıkmıştır. Europara (eurocurrency) piyasası ve ondan türeyen eurotahvil (eurobond), euro

borç senedi (eurocommercial paper) ve eurohisse senedi (euroquity) piyasaları son yarım yüzyılın en önemli mali yeniliklerinden bazılarını oluşturur (Seyidoğlu, 2003: 294).

Varlığa dayalı menkul kıymetler, Firmaların ve bankaların kendi alacaklarını karşılık göstererek çıkardıkları, belli bir faiz taşıyan ve alacaklarının vadesinden önce paraya çevrilmesine imkân sağlayan araçlardır (Özyurt, 2006: 46). Varlığa dayalı menkul kıymetler, menkul kıymetleştirme (Securization) uygulamasının alacaklara dayalı bir versiyonudur. Bu uygulamayla çok sayıda borçlunun bulunduğu, belli bir zamana yayılmış ve belgelenmiş alacak kalemleriyle, aktifin diğer bir bölümünü oluşturan duran varlıkların menkul kıymet haline getirilerek, alım satım yapılabilmesi söz konusu olabilmektedir (Parasız, 2000: 244).

Para piyasasında işlem gören araçların başında mevduat gelmektedir. **Mevduat** denilince, istenildiği zaman veya belli bir vade sonunda geri alınmak üzere bankalara verilen para anlaşılır. Bankalara tevdi edilen para bankaların mülkiyetine geçer. Mevduat sahipleri verdikleri para kadar bankalardan alacaklı olurlar. Başka bir değişle, mevduat bankalarının yaptıkları bir borçlanma işlemidir. Dolayısıyla parasını bankaya veren kimse bankaya kredi vermiş olur (Öçal ve Çolak, 1999: 23). Mevduat çeşitli açılardan sınıflandırılabilmeyle birlikte en yaygın sınıflandırma vadeyi dikkate alarak vadeli mevduat, vadesiz mevduat ve ihbarlı mevduat şeklinde yapılmaktadır. Mevduat toplama ticari bankalara tanınmış bir ayrıcalıktır.

Teminat mektubu, resmi daire ve kuruluşlara özel teşekkürlerle veya kişilere hitaben belli bir işin yapılması veya bir borcun ödenmesinin belirtilen şartlar içinde yerine getirileceğinin taahhüdü, bu taahhüdün yerine getirilmemesi halinde işi yüklenenin tazminat olarak ödemesi gerekli belli bir meblağın banka tarafından muhataba ödeneceğine dair garanti verilmesidir (Altan, 2001: 143).

1.2.3.2. Sermaye Piyasası Araçları

Finansal kuruluşlar, kısa dönemli para piyasası ile uzun dönemli sermaye piyasaları arasındaki halkalardır. Onlar özellikle mevduat olarak kabul ettiği değerleri genellikle kısa dönemli ödünç alırlar ve ardından ya dolaylı olarak işletme kredisi şeklinde ya da sermaye

piyasası araçları vasıtasıyla uzun dönemli sermaye projelerine yatırırlar (Kidwell ve Peterson, 1984: 41).

Sermaye piyasası araçları menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşur. Menkul kıymetler: Ortaklık veya alacak hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır. Diğer sermaye piyasası araçları: Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. (Sermaye Piyasası Kanunu [SPK], 1981:madde 3).

Sermaye piyasası araçları, alacak hakkı veren borç piyasası araçları ve ortaklık hakkı veren hisse senedi olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Başlıca sermaye piyasası araçları şunlardır (Parasız, 2000: 92-95):

A. Borç Piyasası Araçları

a. Güvence altına alınmamış borçlanma

- Özel plasmanlar,
- Özel şirket tahvili,
- Devlet tahvili,
- Banka garantili bono,
- Katılma belgesi,
- Euro-tahvil,

b. Güvence altına alınmış borçlanma

- İpotekli borç senedi,
- Ticari ipotek,
- Finansal kiralama (Leasing) sözleşmesi.

B. Pay (Hisse) Senetleri

1.2.3.2.1. Borç Piyasası Araçları

Gerek işletmeler, gerekse devlet finansman ihtiyacını karşılayabilmek amacıyla uzun vadeli borçlanmaya gitmektedir. Uzun vadeli borçlanma güvenceli araçlarla yapılabileceği gibi güvence altına alınmamış araçlarla da yapılabilmektedir.

1.2.3.2.1.1. Güvence Altına Alınmamış Borçlanma Araçları

Borç piyasasında kimi borçlar çeşitli menkul kıymetlerle ya da teminatlarla güvence altına alınırken, kimi borçlanmalar bu tür bir teminat ya da menkul kıymet alınmadan yapılmaktadır.

Özel plasman, herhangi bir mali aracı tarafından bir firmaya verilen uzun vadeli bir ödünçtür. Yani uzun vadeli banka kredisi gibidir. Özel plasmanların likiditesi (Paraya çevrilebilme yeteneği) çok düşüktür. (Özyurt, 2006: 51).

Özel Şirket Tahvilleri, Bunlar çok yüksek kredi notuna sahip şirketler tarafından ihraç edilen uzun vadeli tahvillerdir. Tipik şirket tahvili hamile yılda 2 kez bir faiz ödemesi dağıtır ve tahvilin vadesi dolduğunda nominal değerini kapatır. Değiştirilebilir tahvil olarak da adlandırılan bazı şirket tahvilleri vade tarihine kadar herhangi bir zamanda onları belirlenmiş sayıdaki hisse senedine hamilin dönüştürmesine izin veren ek özelliğe sahiptirler. Bu özellik muhtemel satın alıcılar için bu dönüştürülebilir tahvilleri dönüştürülebilir olmayanlardan daha arzulanabilir yapar ve eğer hisse senetlerinin fiyatı yeterince yükselirse, tahvillerin değerindeki artış sebebiyle işletmenin tahvilin faiz ödemesini azaltmasına izin verir (Mishkin, 2003: 30).

Devlet tahvilleri de hazine bonusu gibi ülkemizde Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen, bir yıldan uzun vadeli devlet iç borçlanma senetleridir. Ancak vadesinin uzun olması nedeniyle hazine bonosuna oranla daha fazla risk taşırlar.

Banka garantili bonolar, bankadan kredi kullanan ortakların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatıyla düzenleyip alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankacı, kendi garantisi altında ve kurulca kayda

alınmasını müteakip ihraç edilen kıymetli evraktır. Satış tarihi itibariyle vadelerine en az 90 en çok 720 gün kalmış olması gerekir (Parasız, 2000: 243).

Birçok ticari banka, menkul kıymetler yatırım fonları oluşturmaktadır. Gerçekte bunlar büyük portföylerdir. Bu yatırım fonları tarafından çıkarılan ve kendisi kıymetli evrak olarak sayılan belgelere **katılma belgesi** denmektedir. Katılma belgeleri hisse senetlerine benzemektedir. Fakat bu belgelerin ayırt edici özellikleri, çok küçük tasarruf sahiplerini bile kapsamalarıdır (Özyurt, 2006: 52).

Eurotahvil piyasası, europara piyasalarının uzun vadeli karşılıklarıdır. Burada da bir ulusal para cinsinden, fakat o parayı çıkartan ülke dışındaki piyasalardan borçlanılması (ya da yatırım yapılması) söz konusudur. Ayrıca, borcun bağlı olduğu para, borçlanılan ülkenin ulusal parası da değildir. Eurotahvil borçlarının iki ayrı özelliği vardır. Birisi bunların uluslararası kredi sendikasyonunun yükümlülüğü altında çıkarılmaları, diğeri de aynı anda birçok ülkede satışa sunulan borç araçları olmalıdır (Seyidoğlu, 2003: 332)

1.2.3.2.1.2. Güvence Altına Alınmış Borçlanma Araçları

Bir borçlanma herhangi bir teminata bağlanmıssa ortada güvence altına alınmış bir borç vardır. Güvence altına alınmış bir borç gayrimenkul gibi bir varlığa dayanabilir.

İpotekli borç senedi, hem ortada bir borç var iken hem de ortada bir borç yok iken düzenlenebilir. Mevcut bir borç için ipotekli borç senedi düzenlenmesi durumunda ise ipotekli borç senedi eski borcun yerine geçer. İkinci durumda ise finansman ihtiyacı bulunan bir gayrimenkul sahibi ipotekli borç senetlerini satarak ihtiyaç duyduğu fonu temin edebilir. İpotekli borç senetleri, özellikle toplu konut projelerinin finansmanında batı ülkelerinde, başarıyla uygulanan bir menkul kıymet türüdür. Toplu konut örgütü bu senetleri bankaya devrederek likidite sağlamakta, banka ise senetleri sermaye piyasasında pazarlamaktadır. Böylece, halkın küçük tasarrufları ile büyük toplu konut projeleri finanse edilmiş olmaktadır (Taner ve Akaya, 2009: 154).

Ticari ipotek, Firmalara verilen ticari kredileri güvence altına almak için uygulanmaktadır. Bankaların veya mali aracılardan verilen krediler arsa, bina v.b. bir

gayrimenkul (taşınmaz) ile garanti altına alınmaktadır. Ticari bankalar ve benzer mali araçlar açısından ticari ipoteğin riski son derece azdır (Özyurt, 2006: 53).

Leasing sözleşmeleri, finansal kiralama (financial leasing) ve faaliyet kiralaması (operating leasing) şeklinde ikiye ayrılır. **Finansal kiralama** sözleşmesinde, leasing şirketleri yalnızca aracılık görevi üstlenirler. Leasing yöntemini kullanmayı düşünen kiracı, ihtiyacı olan malı, malın teknik özelliklerini, teslim koşullarını, satıcı firmayı ve satış fiyatını belirler ve ödeme için leasing firmasına başvurur. Leasing şirketi gerekli finansmanı sağlayarak malı satın alır ve kullanımını kiracıya bırakır. Malın montaj, bakım, onarım ve sigorta gibi kullanım giderleri ve sorumlulukları kullanıcıya ait olur. Kiralayan sözleşmenin sonuna kadar koşullara uymak zorundadır ve sözleşmeyi fesh edemez ve vade sonunda malın mülkiyeti kiralayana devredilebilir. Finansal kiralama durumunda, leasing şirketi yatırımcıya bir tür orta vadeli finansman sağlamış olur. Faaliyet kiralamasında ise daha kısa süreler için kiralanabilme söz konusudur ve sözleşme süresi içinde kiralayan sözleşmeyi iptal edebilir. Malın bakım ve onarım maliyetleri leasing şirketine aittir. (Seyidoğlu, 2003: 429-430).

1.2.3.2.2. Hisse Senedi

Hisse senetleri, bir şirketin varlıkları ve gelirleri üzerindeki alacakları gösteren ortaklık senetleridir. Hisse senetleri uzun vadeli fon ihtiyacı olan şirketlerce ihraç edilir. Hisse senedini alan yatırımcı, bir kreditor değil şirketin hissedarıdır. Birincil piyasada, uzun vadeli fon ihtiyacı olan şirketler, ihraç ettikleri hisse senetlerini doğrudan yatırımcıya satarlar; ikincil piyasada ise daha önce satın alınan hisse senetlerinin likidite sağlamak amacıyla yatırımcılar tarafından alım satımı yapılır (Günel, 2006: 27).

Hisse senetleri, yatırımcılara birçok haklar sağlayabilir. Bu haklar (Ceylan ve Korkmaz, 2004: 143):

1. Oy kullanma hakkı,
2. Şirket yönetimine katılma hakkı,
3. Şirket karından pay alma hakkı,
4. Rüçhan hakkı,

5. Tasfiyeden pay alma hakkı,
6. Şirket faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkıdır.

Hisse senetleri, standart özellikler taşıyan ve sadece yukarıda sıralanan hakları sağlayan sermaye piyasası araçları değildir. Bazı hisse senetleri, sıralanan bu haklardan daha fazla hak kullanımına olanak verebilirken - imtiyazlı hisse senetleri -, bazı hisse senetleri sıralanan hakları da kısıtlayabilmektedir - oydan yoksun hisse senetleri -.

1.2.4. Finansal Piyasalarda Hukuki Düzenlemeler

Finansal piyasalar, gelişmiş ve gelişmemiş bütün ekonomilerde son derece önemli rol oynarlar. Bu nedenle, hükümetler, bu piyasaların sağlıklı çalışması için gerekli tüm düzenlemeleri yapmışlar ve yapmaya devam etmektedirler. Finansal hizmetler ekonomideki tüm sektörler tarafından kullanılmaktadır. Dolayısıyla bu piyasanın yasal olarak düzenlenmesi toplumun çıkarları açısından gereklidir. Yasal düzenlemelerin asıl amacı, bir bütün olarak finansal piyasaların başarısız olmasını engellemektir. Çok sayıdaki kurallar ve düzenlemeler değişik amaçlara hizmet için düzenlenmiştir (Ceylan ve Korkmaz, 2004: 37–38).

Devlet, yatırımcılar için mevcut bilgiyi artırmak, finansal sistemin sağlıklı çalışmasını sağlamak ve para politikasının kontrolünü iyileştirmek şeklinde, üç ana neden ile finansal piyasaları düzenler (Mishkin, 2003: 41).

1.2.4.1. Yatırımcılar İçin Mevcut Bilgiyi Artırmak

Finansal araçların ortaya çıkış nedenlerinde de vurgulandığı gibi, finansal piyasalarda eksik enformasyon ve ahlaki çöküntü gibi sistemin çalışmasını engelleyen friksiyonlar vardır. Finansal araçlar bu sorunları aşma noktasında önemli bir fonksiyon üstlenebilirler. Ancak finansal araçların kendileri de bu sorunlara yol açabilmektedir. Yatırımcıların yetersiz bilgiye sahip olması nedeniyle, finansal araçlar, riskli menkul kıymetleri yatırımcılara satabilmekte ve bu gibi işlemlerin sonucunda bireysel yatırımcıların piyasadan uzaklaşmasına yol açabilmektedirler. Devletin finansal piyasaları düzenlemesinin ilk sebebi, eksik bilgi ve ahlaki çöküntü gibi yapısal sorunları azaltmaktır.

1.2.4.2. Finansal Sistemin Sağlıklı Çalışmasını Sağlamak

Finansal sistem, kimi zaman, eksik bilginin bir sonucu olarak, yatırımcıların endişeye kapılmaları sonucu, finansal kurumlara yatırdıkları fonları çekmek istemeleri nedeniyle çökmektedir. ABD'nin yaşadığı Büyük Buhranı böyle bir finansal panik tetiklemiştir. Finansal sistemin çökmesine yol açan bu tür paniklerin oluşmaması için devlet altı tür düzenlemeye başvurmuştur: giriş kısıtlamaları, açıklama yapma, varlık ve faaliyetlere ilişkin sınırlamalar, mevduat sigortası, rekabete ilişkin sınırlamalar, faiz oranlarına ilişkin sınırlamalardır (Şıklar, 2004: 32–35).

1) Giriş Kısıtlamaları: Devlet, özellikle finansal aracılarn kurulması ve faaliyete geçebilmesi için çok sıkı yasal düzenlemeler yapmıştır. Örneğin, ülkemizde, bir bankanın kurulabilmesi için 30 milyon TL ödenmiş sermayesi olması (Bankacılık Kanunu, 2005: madde 7), kurucularının çeşitli cezalarla karşı karşıya kalmamış olması ve belirli özellikleri taşımaları (BK, 2005: madde 8), TMSF mevduat sigorta fonuna asgari sermayenin %10'u kadar giriş payının, en az dörtte biri faaliyete başlarken olmak üzere 6 ay içinde ödenmesi (BK, 2005: madde 10, 12) gibi koşullar bulunmaktadır.

2) Açıklama Yapma: Finansal aracılarn, faaliyet sonuçlarını belirli aralıklarla kamuoyuna ilan etmek ve yetkili mercilere sunmak zorundadırlar. Yine bankacılık kesiminden bir örnek vermek gerekirse, bankalar, yönetim ve organizasyon yapılarına, insan kaynaklarına, faaliyetlerine, finansal durumlarına, yönetimin değerlendirmeleri ve geleceğe yönelik beklentilerine ilişkin bilgileri, finansal tablolarını, özet yönetim kurulu raporunu ve bağımsız denetim raporunu da içeren yıllık faaliyet raporlarını hazırlamak zorundadırlar (BK, 2005: madde 40).

3) Varlık ve Faaliyetlere İlişkin Sınırlamalar: Finansal aracılarn elde ettikleri fonları aktife dönüştürürken kimi sınırlamalarla karşı karşıyadırlar. Ülkemizde, bankacılık kesiminin kredi sınırları ve faaliyet alanları çok sıkı bir şekilde düzenlenmiştir. Bankacılık kanunumuzda, sınırlamalar başlığı altında, 54. ve 59. Madde arasında bu kısıtlar açıkça ve ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir. 4. Madde ise faaliyet konularını düzenlemiş ve bankaların yapabileceği faaliyetler açıkça zikredilmiş ve mevduat bankalarının katılım fonu kabul edemeyeceği ve finansal kiralama işlemi yapamayacağı ifade edilmiştir.

4) Mevduat Sigortası: Finansal aracilar mali olarak yükümlülüklerini yerine getiremeyecek duruma düştüğünde, bu kuruluşlara fon sağlamış kişilerin zararlarının tamamen ya da kısmen devlet tarafından ortadan kaldırılması yoluna gidilebilir. Ülkemizde bu görev Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu tarafından yerine getirilmektedir.

5) Rekabete İlişkin Sınırlamalar: Tartışmalı da olsa kimi durumlarda finansal aracilar ve kuruluşlar arasındaki rekabet yıkıcı sonuçlar doğurabileceği yönünde bir kanı vardır. Rekabetin bu tür bir hasara neden olduğu konusundaki kanıtlar oldukça zayıf olmasına karşın, bu konuda çok sayıda kısıtlayıcı düzenleme çıkarılmıştır (Şıklar, 2004: 34).

6) Faiz Oranlarına İlişkin Kısıtlamalar: Finansal kuruluşlar arasında rekabetin ortaya çıktığı bir diğer durum ise faiz oranlarıdır. Ülkemizde 1980 yılına kadar faiz oranları sürekli olarak tayin edilmiş olmasına rağmen, 1980'den sonra kimi kesintili dönemler olmak kaydıyla faiz oranlarındaki sınırlamalar kaldırılmış ve faiz oranları serbest bırakılmıştır.

1.2.4.3. Para Politikasının Kontrol Gücünü İyileştirmek

Devletin finansal araçlara ve kuruluşlara müdahalesinin diğer bir nedeni de uygulanan para politikasının kontrol gücünü arttırmaktır. Bilindiği üzere merkez bankaları mevduat münzam karşılıkları ya da zorunlu karşılık oranları, disonibilite oranları, vb. para politikası araçlarıyla para arzı üzerinde etkide bulunmaya ve para arzını hedeflenen düzeyde tutmaya çalışırlar. Çeşitli ülkelerde uygulanan mevduat sigorta sistemine ilişkin düzenlemelerde bu bağlamda düşünülebilir. Mevduat sigortası, bankacılık sisteminde mevduatı bulunanlara güven vermekte ve yaygın banka iflaslarına engel olmaktadır. Bu da para arzında büyük ölçekli, kontrol edilemez dalgalanmaların ortaya çıkmasına engel olmaktadır (Şıklar, 2004: 34-35).

Bir kuralın her olaya cevap verebilecek kapasitede olmayabileceğinden hareketle, düzenlemelerin fazla ve katı olmasının, finansal piyasanın verimli ve etkin işlemlerini dolayısıyla da ekonomik büyümeyi engelleyebileceği; katı ve yoğun düzenlemelerin ekonomik büyüme üzerinde hiçbir düzenlemenin bulunmadığı durumdan bile, daha

olumsuz etki yapabileceği (Oksay, 2000: 59), iddia edilmektedir. Mortgage Krizi ile birlikte, düzenlemelerin artırılması gerektiği yönünde düşüncelerde ön plana çıkmaya başlamıştır. Banka temelli sistem, piyasa temelli sisteme göre hükümet düzenlemesine daha fazla konu olmaktadır (Onur, 2005: 132).

1.2.5. Finansal Sitemin Etkinliği

Ekonomide etkinlik kavramı, üretimde etkinlik ve bölüşümde etkinlik kavramlarının bir bileşeni olarak ele alınmaktadır. “faktörlerin yeri değiştirildiğinde, ilave çıktı elde edilmesi olasılığının kalmadığı durum” üretimde etkinliği; “hiç kimsenin gelirini azaltmaksızın, geliri artırma olanağının kalmadığı durum” ise bölüşümde etkinliği açıklamaktadır. Eğer üretimde ve bölüşümde etkinlik sağlandıysa ekonomik etkinlik sağlanmıştır. Diğer bir ifadeyle, “kıt kaynaklar, insan ihtiyaçlarını karşılamak için en etkin şekilde kullanılıyor” demektir.

Finansal piyasaların etkinliğinden bahsedildiğinde ise farklı etkinlik türleri karşımıza çıkmaktadır. Finansal piyasalarda dağıtım etkinliği, işleyiş etkinliği ve fiyatlama etkinliğinden söz edilmektedir (Özcan, 2007: 15):

a) Dağıtım Etkinliği: Dağıtım etkinliği, finansal piyasalar için en genel kapsamlı etkinlik tanımıdır. Dağıtım etkinliğine sahip bir piyasa, çalışma biçimi ve oluşan fiyatlarıyla fonları ekonomi için en iyi kullanımlarına yönlendirmektedir. Ampirik olarak ölçülmesi veya sınanması çok zor olan bu etkinlik, serbest piyasa sisteminin öngörüldüğü şekilde işlemesi için büyük önem taşımaktadır.

b) İşleyiş Etkinliği (İç Etkinlik): İşleyiş etkinliği, piyasadaki işlem maliyetlerinin düşük olması anlamına gelmektedir. İşlem maliyetlerinin belirleyici unsurlarına, alım-satım komisyonlarının yüzdesi ve dağıtıcıların kar marjının seviyesi örnek olarak gösterilebilmektedir.

c) Fiyatlama Etkinliği (Dış Etkinlik): Fiyatlama etkinliği ise, piyasada oluşan fiyatların alım satıma konu olan menkul kıymetlerle ilgili her türlü bilgiyi yansıtmasıdır. Bu tür bir piyasada yeni gelen her bilgi, en kısa sürede fiyatlara yansımaktadır. Piyasada

yer alan oyuncular bilgileri yorumlayarak “doğru” fiyatı bulmaktadır. Diğer bir değişle, fiyat değişimi yeni gelen bilgilere bağlı olarak gerçekleşmektedir.

İ etkinlik ve dış etkinlik, dağıtım etkinliği için sağlanması gereken etkinliklerdir. Nihai olarak finansal sistemin amacı ya da finansal sisteme duyulan ihtiyaç, asimetrik bilgi ve işlem maliyetlerinin yol açtığı piyasa sürtünmelerinin azaltılmasıdır. Finansal sistemin temel olarak, bu tıkanıkları açarak, kaynakların en etkin şekilde tahsisinin gerçekleşmesine hizmet edeceği iddia edilmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Günümüzde finansal piyasaların araçların ve aracılarn çok hızlı bir gelişimine tanık olmaktadır. Özellikle 1980'li yıllardan itibaren finans piyasaları birbirine büyük ölçüde bağlanmış ve ülkeler ve piyasalar arasında yüksek miktartlı finansal araçlar alınıp satılmaya başlanmıştır. Bu gelişmeler iktisat literatüründe de yankı bulmuş ve 1960'ların sonundan itibaren finansal sistemin gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında ilişkiyi sorgulayan çok sayıda çalışma yapılmıştır. Çalışmalar, finansal sistemle ekonomik büyüme arasında bir ilişki olup olmadığı; ilişkinin yönü yani finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik mi olduğu yoksa ekonomik büyümenin mi finansal sistemi geliştirdiği; nedensel etkinin derecesinin ne olduğu ve ekonomik büyüme hızını artıracak bir finansal sistemin hangi özellikleri taşıması gerektiği ya da nasıl bir organizasyonel yapı taşıması gerektiği konularında yoğunlaşmaktadır.

2.1. Finansal Gelişmenin Tanımı

Finansal sistem ekonomik sistemin temel öğelerinden biridir. Günümüz ekonomilerinde dış finansman ihtiyacının artmış olması, finansal kaldıraçtan yararlanma oranının yükselmesi, fon arz edenlerden fon talep edenlere doğru fon transferini organize etmesi finansal sistemi, ekonomik sistem içerisinde çok önemli bir öge haline getirmektedir. Finansal sistemin fonksiyonları kısmında da bahsedildiği üzere, finansal sistem tasarrufları toplama, en verimli alanlara tahsis etme, yatırım yapılan ya da yapılacak şirketleri denetleme, yatırımdaki riskleri çeşitlendirerek yatırımdaki riskleri ortadan kaldırma ve mal ve hizmet takasını kolaylaştırma yoluyla sermaye birikimini artırmakta ve teknolojik yenilik sürecini geliştirmektedir. Bu durum, iktisadi büyüme hızını yükseltmektedir. Finansal sistemin gelişmesinin, ekonomik büyümeyi hızlandırdığı iktisat yazınında taraftar bulan bir görüşür.

Finansal gelişme kavramı, literatürde, bir ülkedeki finans piyasasında kullanılan araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın olarak kullanılır hale gelmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Diğer bir tanımda ise finansal gelişme finansal piyasaların gelişmişliği olarak ta tanımlanmaktadır. (Erim ve Türk, 2005: 23). Finansal kurumların, finansal piyasaların ve finansal araçların gelişmesi şeklinde tanımlanabilecek olan finansal gelişme, finansal aracılık sürecinde pozitif katkıda bulunmakta ve tasarrufların artırılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu tasarruf artışları, yatırımları miktar ve kalite açısından artırabilmektedir. Yatırımların düzeyi kadar, verimliliğinin de finansal gelişme ile artması beklenmektedir (Afşar, 2007: 188).

Finansal sistemin, büyüklük ve yapı itibariyle uğradığı değişimi ifade eden finansal gelişme, iktisatçılar tarafından, çeşitli açılardan tanımlanmıştır. Örneğin, E.S. Shaw bu değişimi, “finansal derinleşme” kavramı ile açıklamaktadır. Shaw’a göre finansal derinleşme, finans sisteminin ne ölçüde genişlediğini (yani parasallaşmış bir sektörde finansal araçlar tarafından sunulan hizmetlerin kullanımının ne ölçüde arttığını) ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini gösterdiğini ileri sürmüş ve finansal derinleşmeyi finansal aktif toplamının, finansal olmayan aktif toplamından daha hızlı gelişmesi olarak açıklamıştır (Kaytancı, 2000: 49).

Finansal derinleşme kavramını tanımlamak için çeşitli göstergeler kullanılmaktadır. Finansal derinleşme, para arzının GSMH içindeki payının büyüklüğünü ifade eder. Finansal gelişmeye ilişkin göstergelerden en çok kullanılanı M2/GSMH göstergesidir. Bu gösterge, belirli bir yılda bir ülke ekonomisinde bulunan dolaşımdaki para, vadesiz mevduat ve vadeli mevduat toplamının GSMH içindeki payını vermektedir. M2Y/GSMH, M3/GSMH ve Finansal Varlık Stokları/GSMH göstergelerinin kullanıldığı da görülmektedir (Öçal ve Çolak, 1999: 272). Finansal derinleşme aynı zamanda, kişi başına düşen finansal hizmetler ve kurumlardaki veya finansal varlıkların gelire oranındaki artış olarak ifade edilebilir (Aslan ve Korap, 2006: 1).

Finansal piyasaların derinleşmesi; ekonominin tasarruf kapasitesi, tasarruf sahiplerinin yatırım tercihleri, banka mevduatlarının getiri oranı ve ödeme araçlarının kullanımı gibi çeşitli faktörlerdeki değişimlerden etkilenmektedir. Finansal piyasaların derinleşme düzeyinin yükselmesi, ülke genelindeki toplam tasarruf oranının ve bunun

sonucu olarak toplam tasarrufların artmasına, düşük getirili fiziksel varlıklar şeklinde yapılan tasarrufların finansal varlıklara dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli organize olmamış para piyasalarından organize olmuş piyasalara kaymasına bağlıdır (Öçal ve Çolak, 1999: 273).

Günümüz iktisat literatüründe, bir ülkenin ekonomik büyüme sürecine finansal sistemin katkı sağlaması için finansal derinleşme kavramının yanı sıra finansal serbestleşme ve deregülasyon kavramlarına da atıf yapılmaktadır. Finans piyasalarının görevini tam yapabilmesi, yani tasarruf ile yaratılan kaynakların verimli alanlara aktarılabilmesi, finansal sistemde derinleşmenin sağlanmasının yanı sıra serbestleşmeyi ve yeniden yapılanmayı da zorunlu hale getirdiği iddia edilmektedir (Emek ve Türk, 2005: 25). Nitekim, 1980’li yıllardan itibaren deregülasyon, regülasyon, kambiyo düzenlemeleri vb. uygulamalara paralel olarak, finansal piyasaların serbestleşmesi ve finansal sistemin uluslararası düzeyde bir entegrasyonu söz konusu olmuştur.

Bankacılık sistemi üzerinde denetim ve müdahalelerin önemli ölçüde azaltıldığı deregülasyon politikalarının sonucu olarak görülen finansal serbestlik ya da literatürdeki tanımıyla finansal liberalizasyon, ekonomik sistemin bir alt ögesi olan finans sistemleri üzerinde önemli etkilere sahiptir. McKinnon-Shaw ve izleyicilerine göre finansal sistem liberalize edildiğinde, hane halkları üretken olmayan maddi varlıklar yerine, üretken varlıkları ikame edecekler ve bu nedenle toplam reel kredi arzı, yatırımın miktarı ve kalitesi artacak ve ekonomik büyüme oranı da yükselecektir. Yani, finansal sistemi liberalize ederek finansal baskının ortadan kaldırılması, finansal derinleşmeye izin verir ve bu da ekonomik büyümeyi artırır (Doğan, 2002: 61).

2.2. Ekonomik Büyüme Modelleri Açısından Finansal Sistemin Önemi

Ekonomik büyüme ile finansal sistem ya da finansal gelişme arasındaki ilişkiler, iktisat teorisinin ortaya konulduğundan beri ilgilenilen bir konu olmuştur. Örneğin, klasik ve neo-klasik yaklaşımda paranın yansızlığı ya da fiyatlar genel düzeyini etkileyen yapısı, finansal sistemin ihmal edildiği bir çerçevenin oluşmasına yol açmıştır. Tam istihdam varsayımı, büyümenin belirleyicileri sorununu ikinci plana atmıştır. Keynes ile birlikte para ve sermayenin büyüme üzerindeki etkileri iktisat literatürüne sistematik bir biçimde

girmiş ve sürekli ilgi çeken bir konu olmuştur. Büyüme modellerinde finansal sistemin önemi belirlenmeye çalışılmıştır. Finansal gelişme ve ekonomi büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalarda, neo-klasik büyüme modeli (Solow Büyüme Modeli) ile İçsel büyüme modeli (Endojen Büyüme Modeli) çerçevesinde finansal sistem ve gelişmenin önemi ve büyüme sürecine etkileri üzerinde doğrudan ya da dolaylı olarak özellikle durulmaktadır.

2.2.1. Neo-Klasik Büyüme Modeli

Solow tarafından geliştirilen ve bir dengeli büyüme modeli olan temel neo-klasik büyüme modeline göre toplam üretim; sermaye miktarı, istihdam miktarı ve teknoloji seviyesi tarafından belirlenir. Tam istihdam koşullarının geçerli olduğu modelde istihdam hacmi çalışabilecek durumdaki işgücünün tamamını içermektedir. Teknolojik değişme söz konusu değildir ya da diğer bir ifadeyle dışsal kabul edilir.

Neo-klasik büyüme modellerinde sermaye stokunun artışı ya da marjinal tasarruf eğilimindeki bir artış, geçici bir süre için iktisadi büyüme oranının emek arzının büyüme oranından fazla olmasını, yani kişi başına gelirin artmasını sağlamaktadır. Dolayısıyla uzun dönemde yalnızca kişi başına gelirin seviyesini belirlemektedir. Buna karşın uzun dönemde kişi başına gelirin sürekli olarak artmasını, diğer bir değişle büyüme oranının nüfus artış oranından sapsmasını sağlayamamaktadır (Mıhçı, 1999: 64). Bu modelin matematiksel açıklaması aşağıdaki şekilde yapılabilir (Dornbusch ve Fischer, 1998: 271-276):

Gelirdeki artışı aşağıdaki denklem tanımlayabilir;

$$Y = AF(K,N) \quad (1)$$

Gelirdeki değişim ise aşağıdaki denklem yoluyla tanımlanmaktadır;

$$\Delta Y/Y = [(1-\Theta) \times \Delta N/N] + (\Theta \times \Delta K/K) + \Delta A/A \quad (2)$$

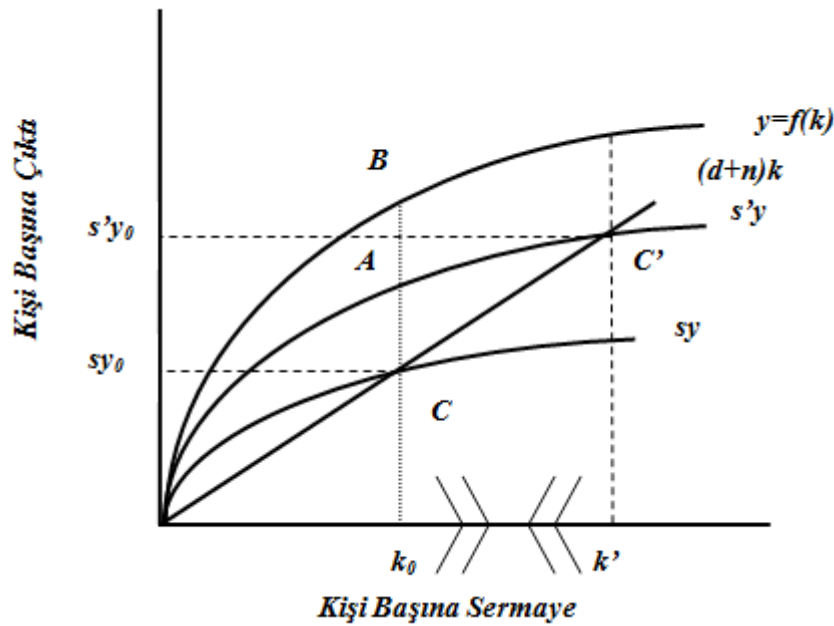
Modelde $\Delta Y/Y$ gelirdeki değişimi tanımlamaktadır. $\Delta N/N$, iş gücündeki değişimi tanımlamaktadır ve iş gücü sabit bir hızla büyümektedir. Yani ($\Delta N/N=n$). $\Delta A/A$ teknolojik

gelişmeyi tanımlamaktadır ve teknolojik gelişmenin söz konusu olmadığı varsayıldığından $\Delta A/A=0$ 'dır. 1 no'lu denklemde ifade edilen geliri kişi başına ifade edersek şu denklem elde edilir;

$$Y = f(k) \quad (3)$$

Bu denklemde ise Y işçi başına çıktı, k ise işçi başına sermayeyi tanımlar. 3 no'lu denklem, sermayenin azalan getiriye sahip olduğu bir durumda işçi başına sermaye artarsa işçi başına çıktının azalan oranda artacağını göstermektedir. Teknolojik ilerlemenin olmadığı ($\Delta A/A=0$), nüfus artış hızının sabit olduğu varsayımı altında 2 no'lu denklemde değişen tek unsur sermayenin büyüme oranı olur.

Şekil 4: Neo-Klasik Modelde Büyüme



Kaynak: Dornbusch ve Fischer, 1998: 273

Kişi başına çıktının, sermayenin bir fonksiyonu olduğunu gösteren $y=f(k)$ eğrisi, üzerindeki her nokta kişi başına sermaye oranını göstermektedir. Doğru yönlü bir ilişkinin sonucu olarak, sermaye miktarı ne kadar yüksekse, kişi başına çıktı o düzeyde yüksek olacaktır. Ancak bu artış azalan verimler kanununun geçerli olması nedeniyle azalan hızda gerçekleşir. Durağan bir durumda, veri teknolojik seviye ve kişi başına sermaye

değişmezse, işgücü başına çıktı da değişmez ($\Delta A/A=0$; $\Delta k/k=0$; $\Delta y/y=0$). Modele göre, kişi başına çıktı düzeyinin korunması için, sermayenin nüfus artış oranıyla aynı oranda büyümesi gerekir. Teknolojik değişimin olmadığı bir durumda ($\Delta A/A=0$) toplam çıktı, sermaye stoku ve işgücü aynı oranda büyür;

$$\Delta Y/Y = \Delta N/N = \Delta K/K = n \quad (4)$$

Nüfus artış oranına eşit bir sermaye stokunun artış oranı durgun bir duruma (steady-state) işaret eder. Bu durumda, sermaye stokunu belirleyen tasarrufların hangi düzeyde oluşacağı açıklanmalıdır. Sermaye stokundaki net artış ise brüt yatırımlardan (tasarruflardan) amortismanların çıkarılmasıyla elde edilir;

$$\Delta K = \text{Tasarruf} - \text{Amortismanlar} \quad (5)$$

Ekonomide tasarruf oranının (s) gelirin (Y) sabit bir oranı olduğu varsayılırsa, şekildeki sY durağan durumdaki tasarrufları ifade eder. Amortismanların ise sermaye stokunun (K) sabit bir oranı (d) olduğu varsayılırsa, 5 no'lu denklem aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\Delta K = sY - dK \quad (6a)$$

Denklemin her iki tarafı K 'ya bölünüp, 4 no'lu denklemde gösterilen $\Delta K/K = n$ eşitliği yerine yazılırsa şu eşitlik elde edilir:

$$sY = (n+d)K \quad (6b)$$

6b no'lu denklem işgücüne yeni katılanları (nK) donatacak ve amortismanları (dK) telafi edecek düzeyde bir tasarruf oranını göstermektedir. Şekil 4'den de izlenebileceği üzere tasarrufların yatırımlara eşit olduğu noktada denge sağlanmaktadır (C noktası). C noktasının sağında tasarruf açığı, solunda ise tasarruf fazlası vardır. Demek ki denge durumunda, fiili yatırım, gerekli yatırım eşitliği söz konusudur. Bu eşitliğin sağlanması haline sermayenin durgun durum düzeyi adı verilir (Berber, 2006: 149).

Böyle bir denge durumunda, tasarrufları artırarak bunları yatırımlara dönüştüren ve bu yönüyle sermaye stokunu belirleyen finansal sistemin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin olup olmadığının açıklanması gerekir. Cevap aranması gereken soru “gelişen ve durağan durum tasarruf oranını artıran bir finansal sistem, ekonomik büyüme üzerinde nasıl bir etki yaratır?”dır. Çünkü tasarruf oranındaki artış, kapalı bir modelde, yatırımlara dönüşecek ve kişi başına sermaye düzeyini artıracaktır. Durağan bir modelde bu artışın anlamı ne olacaktır? Soru şu şekilde de ele alınabilir:” tasarrufları artıran bir finansal gelişme süreci neo-klasik büyüme modelin de ne ifade eder?”.

Tasarruf oranının s düzeyinden s' düzeyine çıktığını varsayalım. Bu durumda, tasarruflar, durgun durum kişi başına sermaye düzeyinden daha yüksek bir kişi başına sermaye düzeyine olanak verecek bir yatırım düzeyine yol açar. Bunun sonucu olarak s_y eğrisi $s'y$ halini alır. Kişi başına sermaye düzeyi C' düzeyine ulaşınca kadar sermaye stoku artmaya devam eder. C' noktasında yatırım düzeyi $((n+d)K)$, durgun durum tasarruf düzeyine eşit olur ve sermaye stokunun artış süreci, diğer ifadeyle büyüme süreci durur. Erişilen yeni durgun durum daha yüksek bir kişi başına çıktı düzeyini içerirken, büyüme oranı kısa dönemde (C noktasından C' noktasına erişinceye kadar) artmış, ancak bu noktada eski düzeyine yani modelin varsaydığı biçimiyle, nüfus artış oranına geri dönmüştür.

2.2.2. İçsel Büyüme Modeli

Neo-klasik büyüme modelinin finansal sistemin tasarrufları artırıcı fonksiyonunun uzun dönem büyüme oranı üzerinde etkisi olmadığını ileri süren yaklaşımı, içsel büyüme modeli tarafından eleştirilmektedir. Neo-klasik büyüme modelinde dışsal ve belirli bir oranda büyüdüğü kabul edilen teknoloji, içsel büyüme modelinde dışsal bir değişken olarak ele alınmamıştır.

Neo-klasik modelin dışsal sayılan ve değişmediği kabul edilen teknolojik gelişmenin etkisi ortaya konamamakta; bir anlamda ihmal edilmektedir. Endojen büyüme modelleri ise, uzun dönem büyüme koşulları üzerinde bu şekilde anahtar rol üstlenen verimlilik artışı ya da teknoloji düzeyinin model içinde açıklanmasını sağlamaya girişmektedir. Başka bir ifade ile zaman içindeki hareketleri model içinde belirlenen

değişkenlerin marjinal üretkenliklerinin miktarları arttıkça, verimliliğin giderek düşmediği bir yapılanma oluşturmak ve dolayısıyla kişi başına gelir artışlarındaki hareketi ve büyüme oranları arasındaki farklılıkları model içindeki değişkenler yardımıyla açıklamaktır (Mihci, 1999: 65). Özü itibariyle, bu yaklaşım, neo-klasik modelin azalan verimler yasaının, teknolojik gelişmelerin verimliliği sürekli artırıcı etkisi olduğu varsayımı nedeniyle geçerli olmadığı ya da verimlilikteki azalışların teknolojik gelişmeler sonucu telafi edildiği bir modeldir.

Romer'e göre, teknolojik ilerlemenin ya da ekonomik büyümenin tohumları araştırma ve geliştirme kurumlarının laboratuvarlarında aranmalıdır. Burada büyümeye sağlayan iki etki ortaya çıkacaktır. Birincisi, elde edilen yeni bilimsel bulgular sır olarak tutulmayacak ve tüm araştırmacıların ya da üreticilerin bedelsiz kullanımına açık hale gelecektir. Bu da ortaya çıkardığı dışsallıklar neticesinde ekonomide verimlilik artışları sağlayacaktır. İkinci olarak, yeni buluşlar sayesinde yatırım mallarının çeşitliliği artacak ve üretimde verimlilik artışları şeklinde kendini gösterecektir (Berber, 2006: 181). Teknolojik gelişme dolayısıyla ortaya çıkan kişi başına sermayenin verimliliğinin azalmamasına yol açan verimlilik artışları büyüme sürecini uzun dönemde etkileyebilir. Diğer bir ifadeyle, içsel büyüme modelleri $\Delta A/A$ şeklinde ifade edilen teknolojik değişmeyi içselleştirmek yoluyla ekonomik büyümeyi açıklamaya çalışmaktadır.

Neo-klasik modelce dışsal kabul edilen değişkenleri içselleştirmenin ikinci yolu ise üretim faktörlerinin sabit getiri koşulu altında çalıştığı varsayımı altında, durgun durum büyüme hızının bu faktörlerin biriktirilme hızı tarafından etkileneceği düşüncesine dayanır. Bu modelin matematiksel açıklaması şu şekilde yapılabilir (Dornbusch ve Fischer, 1998: 277-278):

$$Y=aK \quad (7)$$

7 no'lu denklem çıktının ya da gelirin sermaye stokunun sabit oranı olarak arttığını ifade eder. Nüfus artışı ve amortismanların olmadığı varsayımı altında, kapalı bir ekonomide, gelirin belirli oranı olarak ele alınan tasarrufların (sY) tamamı yatırıma dönüşür ve bu yolla sermaye stokunda bir artışa yol açar;

$$\Delta K = sY = saK \quad (8a)$$

Bu denklem, eşitliğin iki tarafı da K'ya bölünmek yoluyla teknolojik değişmeyle de ilişkilendirilebilir:

$$\Delta K/K = sa \quad (8b)$$

8b no'lu denklem, sermaye stokunun birikme hızının tasarruf oranından etkileneceğini ortaya koymakta ve buradan da gelirdeki artışın da tasarruf oranından etkileneceği ortaya konulmaktadır;

$$\Delta Y/Y = sa \quad (8c)$$

Tasarruf oranından dolayısıyla tasarruf oranındaki değişmelerden büyüme hızının etkilenebileceği ortaya konulduktan sonra, tasarrufları ya da tasarruf oranını artıran bir finansal sistem ya da finansal gelişmenin, içsel büyüme modeli çerçevesinde ekonomik büyümeyi artıracığı ortaya çıkmaktadır. İçsel büyüme modeli çerçevesinde, finansal sektör ekonomik büyümeyi daimi olarak, aşağıdaki yollardan biri aracılığıyla etkileyebilir (Pagano, 1993: 115-119):

- a) Yatırım fonlarını firmalara kanalize ederek
- b) Sermaye tahsisini iyileştirerek
- c) Tasarruf oranını etkileyerek

Sonuç olarak, hangi büyüme modeli çerçevesinde olursa olsun, finansal sistem ekonomik büyüme sürecine büyük bir katkı yapabilme rolüne sahiptir. İster seviye (level) etkisi (neo-klasik çerçeve), isterse büyüme (growth rate) etkisi (içsel büyüme çerçevesi) olsun, bu etkiler bir ekonominin kalkınma sürecine (ya da büyüme) önemli ve büyük katkılar yapar (Kar ve Taş, 2004:175). Diğer bir ifade ile sağlıklı çalışan bir finansal sistemin ekonomik büyüme üzerinde kalıcı ya da geçici etkiler yaratmasının olası olduğu literatürde kabul gören bir düşüncedir.

2.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkilerin İktisat Literatüründeki Yeri

Finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkilerini ampirik olarak inceleyen ciddi çalışmaların ortaya çıkışı için 1990'lı yılları beklemek gerekmiştir. Ancak bu çalışmaları önceleyen ya da temellendiren görüşler çok daha öncelere dayanır.

1990'lı yıllarda başlayan ve günümüzde halen devam eden süreçte ampirik çalışmalar ön plana çıkmıştır. Bu çalışmalar ekonomik büyüme- finansal gelişme ilişkisinin varlığını, ilişkinin yönünü ve şiddetini tartışmaya açarak; çeşitli ekonometrik yöntemlerle savlarını desteklemeye çalışmışlardır.

2.3.1. Finansal Sistem ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Teorik Çalışmalar

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri teorik olarak inceleyen çalışmaların yapılması 20. yy. başlarında başlamış ve 1980'lere kadar devam etmiştir. Yapılan çalışmalar karakteristik özelliklerine göre dönemlere ayrılabilir. Bu dönemler;

- 1- Finans ve ekonomik büyüme ilişkisine dikkate alan ilk çalışmaların yapıldığı 1960 öncesi çalışmalar
- 2- Yurtiçi finansal sistemin büyümesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin teorik temelde incelendiği 1960'lı yıllar
- 3- Finansal liberalizasyon kavramının öne çıktığı 1970'li yıllar
- 4- Finansal liberalizasyonun tartışmaya açıldığı 1980'li yıllar.

2.3.1.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisini Dikkate Alan Öncü Çalışmalar

Finansal sistem ile büyüme arasındaki ilişkiye ilk atıf yapan yazarın Walter Bagehot olduğu düşünülmektedir. Bagehot, finansal sistemin büyük ölçekli yatırımlar için gerekli olan sermayenin mobilitesini sağlamak suretiyle, İngiltere'nin sanayileşmesinde çok önemli bir rol oynadığını ifade etmektedir. Bagehot, hızlı bilgi akışı ve toplanılan fonların yüksek kalitedeki yatırımlara kanalize edilmesi sonucunda, yatırımlarda etkinliğin

sağlandığını vurgulamaktadır. Ayrıca, ekonomik büyümeyi sürükleyecek şartlar açısından finansal gelişme zorunlu bir unsurdur (Besci ve Wang, 1997: 50-51).

Schumpeter geliştirdiği konjonktür teorisinde, büyüme sürecinin istikrarsızlığını ortaya koymaya çalışmış ve bu model içinde bankacılık veya kredi kavramlarını büyüme sürecinde pasif de olsa bir faktör olarak görmüştür. Schumpeter'in konjonktür modeli, genel iktisadi dengenin bulunduğu bir anda kapitalizmin öncü sınıfı girişimciler tarafından, bir teknik yeniliğin – yeni üretim tekniği, yeni mallar ve yeni örgütlenme şekli gibi – karlı olduğu için uygulanmasının etkisini araştırır. Bu modelde, teknik yenilik olmaksızın büyüme; girişimci olmaksızın teknik yenilik ve kredi olmaksızın girişimci yoktur. Kredi yaratılması, teknik yeniliğin, nakdi bakımdan tamamlayıcısı sayılır. Ancak, teknik yenilikler ekonomide sürekli olsa da bunların girişimcilere uygulanması sürekli değildir; işe öncüler başlasa da, öncü girişimcileri diğerlerinin izlemesi sonucunda, uygulama toplu hale gelir. Teknik yeniliklerin uygulanması, yeni yaratılan banka kredisiyle finanse edilir. Ne var ki, kredi genişledikçe bir yandan üretim girdileri kıtlaşır ve fiyatları yükselir; bir yandan, piyasada mallar bollaştıkça, mal fiyatları düşer; bir yandan da, kredi kıtlaşır ve faiz haddi yükselir. Böylece, konjonktürün genişleme aşamasında genişleyen kredi ve artan karlar yerini, girişimciler borçları ödemek durumunda kaldıkça, kredi daralmasına ve zarara bırakır (Kazgan, 1997: 156-157). Özetle, Schumpeter tarafından finansal sistemce yaratılan kredi, teknik yeniliklerin girişimcilerce uygulanmasına olanak vererek, ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Kredi arzının daralması ise girişimciler tarafından teknik yeniliğin uygulanmasını güçleştirerek, ekonomik daralma sürecine katkı yapar.

J.R. Hicks de Bagehot gibi finansal kesimi önemli bulur. Ona göre, İngiltere sanayi devriminde başarılı olabilmek için Finansal Devrimi beklemek zorunda kalmıştır. Sanayi devrimi ancak finansal devrim sonrasında başarılı olabilmıştır (Bulutay, 2004: 65).

Kalkınma iktisatçılarınca finansal gelişme çok önemsenen bir konu olmamıştır. Ancak, bu konuda tamamen suskun da kalmamışlardır. W. Arthur Lewis, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında, finansal piyasaların ekonomik büyümenin sonucu olarak geliştiği ve daha sonra finansın reel ekonominin büyümesinde teşvik edici bir unsur olarak rol oynadığı iki yönlü bir ilişki önermektedir (Kirkpatrick ve Green, 2002: 207). Ancak Joan Robinson önce ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru, daha sonra finansal

gelişmeden ekonomik gelişmeye doğru ortaya çıkan bir nedensel ilişkiyi içeren Lewis'in görüşünün ikinci kısmını içermeyen bir yaklaşım geliştirmiştir. Bu görüşe göre, iktisadi büyüme finansal enstrümanlara talep yaratmakta ve finansal sistem bu taleplere otomatik olarak yanıt vermektedir (Özcan, 2007: 45). Robinson'un yaklaşımı, edilgen bir finansal kesim tasarlamakta ve Lewis'in yaklaşımının birinci bölümüne odaklanmaktadır.

2.3.1.2. Finansal Gelişme - Ekonomik Büyüme İlişisini Ele Alan Öncü Çalışmalar: 1960'lı Yıllar

Büyüme ile finans arasındaki ilişki ile ilgili akademik tartışmalarda, yıllarca finansal baskının lehindeki keynesyen argüman baskın olmuştur. 1960'lardan önce, teori, ezici bir şekilde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi izleyeceği; tersinin doğru olmadığı hipotezi için kanıt sağladı. Gershenkron 1962 yılında , “ekonomik gerilik” olarak adlandırdığı çerçevenin içinde bankacılık sektörünün rolünü yerleştirdi. Gershenkron'un hipotezine göre bir ülkenin sanayileşmenin başlangıcındaki ekonomik gelişmesinin düzeyi, bankacılık sektörünün rolü tarafından belirlenmekteydi. İleri düzeyde gelişmiş bir ekonomi olan İngiltere'de, yatırımların küçük ölçekli olması nedeniyle, sanayileşmenin etkin bir finansal sisteme gereksinimi yoktu ve küçük sermayeye ve uzmanlaşmış girişimciliğe ihtiyaç duyuyordu. Orta düzeyde geri kalmış bir ülke olan Almanya, yatırımlar büyük ölçekli olduğunda ve teknoloji daha fazla geliştirildiğinde sanayileşme sürecine girdi. Bankacılık sektörü sanayileşme sürecinin devam etmesi için hem sermaye hem de girişimcilik sağladı. Geriliğine rağmen Rusya, sanayileşme sürecinde güçlü bir finansal sisteme ve büyük ölçekli ve sermaye yoğun yatırımları için hükümetin zorlayıcı öncülüğüne gereksinime duydu (Eschenbach, 2004: 2).

Gurley-Shaw, finansal ve parasal değişkenler arasındaki farkı ilk vurgulayan ve para teorisinin ötesinde daha genel bir para ve finansal iktisat teorisinin gerekliliğini ortaya koyan ilk iktisatçılardır. Gurley ve Shaw (1955), ekonomik büyümenin finansal boyutunun nispeten ihmal edildiğine dikkat çekmekte ve borç birikiminin büyüme sürecinin parçası olduğunu belirtmektedirler. Ancak birikim oranı, gelir ve servet artış oranıyla basit bir sabit vasıtasıyla ilişkili değildir. Borç-servet rasyosunu, borçlanmanın açığa oranı (1); açığın gelire oranı (2) ve gelirdeki değişimin oranı (3) belirler. Gelir- servet oranındaki bir değişiklik, borç-servet ilişkisini etkileyen dördüncü bir faktördür. Borcun gelire oranı

ne olursa olsun, borcun servete oranı, gelir-servet oranındaki değişmeleri yansıtır (Gurley ve Shaw, 1955: 515-518). Böylece, yazarlar, borçlanmanın finansal araçlar aracılığı ile servete dönüştüğünü ve sermayedeki derinleşmenin finansal araç stokundaki artışla, finansal derinleşmeyi sağlayacağını ortaya koymuşlardır (Kahyaoğlu, 2008: 22). Gurley ve Shaw, argümanlarını açıklamak için, örnek olarak genellikle gelişmiş ülkelerin daha komplike, kapsamlı bir finansal yapıya sahip olduklarını ve gelişmiş finansal sistemin sağlamış olduğu hizmetlerin aracılığıyla tasarruf sahipleriyle yatırımcılar arasındaki ilişkinin kolaylaşmış olduğunu iddia etmektedirler. Bu tartışmalardan sonra finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin olmasının zorunlu olduğu sonucuna varmaktadırlar (Kar veTaş, 2004: 170-171).

Rondo Cameron ise finansal sistem ile ekonomik büyüme ilişkisinin, hem büyümeyi sınırlandırıcı hem de teşvik edici olabildiğini ileri sürer. Cameron, finansal sistemlerin sunduğu hizmetlerin niteliği ve bu hizmetlerin sağladığı etkinliğin hayati önemini vurgular. Cameron bankaların önemli özelliklerini özetler: Finansal araçlar, küçük fonların risk karşıtı tasarrufçulardan girişimci yeteneklere sahip daha az risk karşıtı insanlara, ikinciler lehine fonların artan mevcudiyetiyle sonuçlanan küçük tasarrufların kanalize edilmesi için, bir vasıta olarak hizmet ederler. İkinci olarak finansal araçlar girişimcilere teşvikler sağlarlar. Ödünç almanın maliyetinin azalması, girişimcileri daha büyük yatırımlar yapma yönünde teşvik eder. Genişleyen finansal sektör, faiz oranlarının kullanıcılar, bölgeler ve mevsimsel dalgalanma dönemleri arasında dağılmasını (farklılaşmasını) azaltmalıdır. Üçüncü olarak, finansal kuruluşlar sık sık sanayileşmenin erken aşamalarında, başlangıç sermayesinin üretken olmayan kısmının daha etkin dağılımı için olanaklar yaratır. Son olarak Cameron, bankaların gelişen teknolojik süreçlerdeki rolünü vurgular. Cameron, teknolojik yeniliklerin çoğunun banka finansmanına erişen firmalarca ortaya konduğunu tartışır (Eschenbach, 2004: 2). Bu yaklaşım, Schumpeter'in konjonktür modelinde bankacılık kesimine atfettiği önemi hatırlatmaktadır. Cameron'un bir diğer katkısı da 19. yy.da ülkelerin sanayileşmesini (İngiltere, İskoçya, Fransa, Belçika Almanya, Japonya ve Rusya) finans ve büyüme etkileşimi çerçevesinde incelemek olmuştur.

Lewis'in yaklaşımı daha sonra Patrick tarafından geliştirilmiş ve sistematik bir forma sokulmuştur. Patrick tarafından arz öncüllü yaklaşım diğer talep takipli yaklaşım

olmak üzere, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini açıklamaya yönelik iki yaklaşım geliştirilmiştir. Arz öncüllü yaklaşım (supply-leading phenomenon), finansal sistemin tasarruf artırıcı ve toplanan tasarrufları verimli alanlara tahsis edici fonksiyonlarına yoğunlaşmaktadır. Bu fonksiyonları yerine getiren bir finansal sistem ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Talep takipli yaklaşım (demand-following phenomenon), Robinson'un yaklaşımına paralel olarak, büyüme sürecinde pasif rol alan bir finansal sistem üzerinde durmaktadır. Bu yaklaşımda, nedenselliğin yönü ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrudur. Büyüyen ekonomi, finansal araç ve kurumlara talep yaratacak; finansal sistem ise bu talebe cevap verecektir.

Patrick'in birbiriyle çatışan hipotezi dışında, bu iki yaklaşımı kısmen uzlaştıran bir başka yaklaşım daha oluşturmuştur. Bu yaklaşım "Gelişme Safhası Hipotezi"dir. Bu hipoteze göre, finansal gelişmenin erken safhalarında, finansal gelişme reel sermaye birikimine yol açmaktadır. Yenilikler ve yeni finansal hizmetlerin gelişmesi, yatırımcılara ve tasarruf sahiplerine yeni olanaklar sağlamak ve kendi kendini sürdüren büyümeye yol açmaktadır. Finansal ve ekonomik gelişme ilerledikçe, finansal gelişmenin arz öncüllüğündeki özelliği azalmakta ve sonunda talep takipli durum baskın hale gelmektedir (Afşar, 2007: 191).

Bu tür teorik yaklaşımların ardından Raymond W. Goldsmith'in ampirik çalışması gelmiştir. Goldsmith (1969), Ekonomiler geliştikçe finansal yapının – finansal araçlar, piyasalar ve bir ekonomide işlem yapan araçların karışımı- nasıl değiştiğini ortaya koymak, kapsamlı bir finansal gelişmenin – finansal araçlar, piyasalar ve araçların miktar ve kalitelerinde tümü- ekonomik büyüme üzerindeki etkisini takdir etmek, Finansal yapının ekonomik büyüme hızını etkileyip etkilemediğini ortaya koymak şeklindeki üç amacı başarmaya çalışmıştır. Yazar, ulusal finansal sistemin, özellikle finansal araçların gelişimini belgelendirme de oldukça başarılı olmuştur. Goldsmith, özellikle, ülkeler geliştikçe, bankaların ulusal çıktıya oranla daha geniş olma eğiliminde olduklarını ortaya koymuştur. Ülkeler ekonomik açıdan geliştikçe, banka dışı finansal araçlar ve sermaye piyasalarının büyüklük ve önem açısından bankalara oranla büyüdüklerini ortaya koymuştur. Ancak, finansal gelişmeyle ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı ortaya koymada daha sınırlı bir başarı elde etti. 1964'den önceki verileri kullanarak, finansal gelişmeyle 35 ülkedeki ekonomik aktiviteler arasında pozitif bir korelasyonu açıkça ortaya

koydu. Ancak, veri sınırlamaları sebebiyle, ekonomik gelişme ile finansal piyasalar ve ekonomide işlem yapan araçların bileşimi arasındaki ilişki üzerine, daha fazla ülkeler arası kanıt elde edememiştir (Demirgüç-Kunt ve Levine, 2004: 3-4).

Görüldüğü üzere, 1970’li yıllara kadar yapılan çalışmalar finansal gelişme ile ilgili çeşitli konulara değinmiş; bir finansal iktisat teorisinin varlığına olan ihtiyacı ortaya koymuş; ancak, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki hakkında bütünlüklü bir yaklaşım ortaya koyamamışlardır.

2.3.1.3. Finansal Baskı Politikaları ve Finansal Liberalizasyonun Büyüme Üzerindeki Etkileri: 1970’li Yıllar

Finansal baskı, Mckinnon-Shaw okulunun odak noktasıdır. Onlar, finansal baskı politikasının yatırımlar için uygun fonların hacmini azaltması sebebiyle, uzun dönem büyüme oranı için zararlı olduğunu ileri sürerler (Eschenbach, 2004: 5). Finansal baskı (financial repression) kuramına göre; gelişmekte olan ülkelerde devlet finansal piyasalara müdahale ederek bu piyasaları baskı altında tutmakta; faizlerin suni olarak düşük seviyelerde gerçekleşmesini sağlamak ve kredi tahsisatına doğrudan müdahale etmektedir. Bu sürecin bir sonucu olarak, toplam tasarruf hacmi olması gerekenden daha az oluşmakta; krediler de etkin olmayan bir tarzda tahsis edilmektedir (Emek, 2002: 64). Dolayısıyla, finansal sistem üzerindeki kamu müdahaleleri, finansal sistemin etkin bir şekilde çalışmasını engelleyerek, ekonomik büyüme sürecine olumsuz etkilerde bulunmaktadır.

Mckinnon ve Shaw’ın birbirlerinden bağımsız yaptıkları çalışmalarında, finansal liberalizasyon, finansal kaynakların dağıtımında piyasaya dayalı bir mekanizmanın kurulması olarak tanımlanmakta ve finansal liberalizasyon ile birlikte kaynakların en verimli alanlarda kullanılması sağlanarak kaynak dağılımında etkinliğin sağlanabileceği ileri sürülmektedir. Bu çerçevede finansal liberalizasyon reel faiz oranlarını arttırarak bir yandan tasarrufları ve yatırımları, diğer yandan da gerçekleşen yatırımların verimliliğini arttırmak suretiyle iktisadi büyümeyi artırabilecektir (Baş-Dinar, 2009: 4). Finansal baskı politikalarının ortadan kaldırılması yönündeki politika demetlerini içeren finansal liberalizasyon politikaları 1980’li yıllardan itibaren özellikle GOÜ’ de uygulama alanı

bulmuş ve Mckinnon-Shaw hipotezi teorik bir model olmaktan çıkarak, uygulanan bir politika demetine dönüşmüştür.

2.3.1.3.1. Mckinnon-Shaw Yaklaşımına Temel Oluşturan Yaklaşımlar

1973’de hem Ronald Mckinnon hem de Edward Shaw finansal baskı yandaşlarının baskın teorik okullarına karşı bir saldırı başlatmışlardır (Eschenbach, 2004: 6). Bu yönüyle model, kendini keynesyen görüşlere karşıt olarak konumlandırarak, Keynes ve Tobin’in finansal baskı yönlü yaklaşımlarına eleştiriler üzerinde inşa edilmiştir.

Keynes Genel Denge kitabında para talebiyle faiz oranını ilişkilendirerek; bireylerin belirli bir faiz düzeyinin altında, ellerinde spekülasyon güdüsüyle para tutmayacaklarını ileri sürmüştür. Keynes’in Likidite Tuzağı adını verdiği bu düzey ve altında bir faiz haddi oluşması durumunda para politikası etkisiz olacaktır. Likidite tuzağındaki faiz hadlerinde; insanlar, olası bir faiz artışı karşısında refah kaybına uğramamak için, paralarını verimli yatırımlarda tutmak yerine nakit olarak tutacaktır. Bunun sonunda da tam istihdam planlı tasarrufları, planlı yatırımlardan fazla olacaktır. Faizleri daha da düşürerek, tasarruf dengesi sağlamak mümkün olmayacağından; yatırım tasarruf dengesi - dolayısıyla tasarrufların- azalmasıyla sağlanacaktır. Tam istihdam seviyesindeki tasarruf – yatırım dengesinin sağlanması için, Keynes düzeltme mekanizmasının gelir (tasarruf) azalışı ile sağlanması yerine; faiz hadlerinin devlet tarafından kontrol edilmesiyle (sınırlandırılmasıyla) sağlanmasını önermektedir (Emek, 2002: 66). Faiz oranlarının likidite tuzağının altında tutulmasını içeren bu politika, yatırımların faize duyarlılığı nedeniyle yatırımları teşvik edecek ve ekonomi tam istihdam denge gelir seviyesine ulaşacaktır.

Tobin (1965) ise geliştirdiği para talebi modelinde, tasarrufların parasal olmayan modellerde yatırıma dönüştüğünü belirttikten sonra, açık bir ekonomide değer saklamının önemli bir alternatifinin parasal varlıklar olduğunu ifade etmiştir. Tasarrufçuların ve servet sahiplerinin parasal varlık ya da yatırım (reel sermaye) arasında nasıl seçim yaptıklarını açıklamak için bir model ortaya koyar. Bu iki varlığın getirisi değişirse servet sahipleri tüm varlıklarını daha yüksek getirili varlıkla yer değiştirmeye istekli olacaklardır. Bireylerin parasal varlıklar yerine reel sermayeyi tercih etmeleri için, hükümetin alabileceği

önlemlerden birinin paranın getirisini azaltmak olduğunu ifade eden Tobin, böyle bir azaltmanın negatif faiz oranlarını gerektirebildiğini ifade etmiştir. (Tobin, 1965): 676-677). Buradan çıkarılacak sonuç, reel sermayenin verimliliğini parasal varlık getirisine oranla yükseltecek, diğer bir ifadeyle parasal varlık getirisini (faiz) azaltacak politikalar, Tobin'in modeli çerçevesinde, reel sermayeyi artırarak ekonomik büyümeye yol açacaktır. Faiz oranlarını kısıtlayıcı politikaların, ekonomik büyümeyi sağlamak için gerekli olduğu sonucuna ulaşılabilir.

Bu iki yaklaşımda, faiz oranları üzerinde sınırlayıcı müdahaleler, yatırımları artıracığı öngörüsüyle savunulmuştur. McKinnon-Shaw yaklaşımı bu tür finansal baskı politikalarının beklendiği gibi yatırımları artırmayacağı; aksine, yatırımları finanse edecek fon miktarını azaltacağını ileri sürmüşler ve dolayısıyla bu yaklaşımları eleştirmişlerdir.

2.3.1.3.2. Mckinnon-Shaw Yaklaşımı

Mckinnon ve Shaw, faiz oranlarının piyasa koşullarına göre oluşacak değerlerinin altında olduğu bir ekonomide, optimalin altında bir tasarruf miktarı ortaya çıkacağı, bunun da yatırımlara yönelecek fonları azaltacağını öne sürmüşlerdir. Tasarrufların daha küçük bir kısmı formel finansal sistem vasıtasıyla kanalize edilecek, bu da muhtemelen daha az etkin bir yatırım dağılımı ile sonuçlanacaktır. Buna ilaveten düşük faiz oranları, düşük getirili projeleri karlı hale getirecek ve böylece banka kredi kararlarında bir tesadüfilik (randomness) derecesi veri iken, çok sayıda düşük getirili yatırım olacak ve bu da yatırımlar üzerindeki ortalama getiri oranlarının azalmasına katkı yapacaktır (Williamson ve Mahar, 2002: 65). Bu açıklamalar neo-klasik geleneğin temel varsayımlarıyla tutarlıdır. Çünkü neo-klasik geleneğe göre, piyasaların etkinliği hipotezi geçerli olup, fiyatlar fayda maksimizasyonuna ve rasyonel beklentilere göre hareket eden çok sayıdaki ekonomik birimlerin davranışları sonucu belirlenmektedir (Onur, 2005: 135). Bu işleyişi bozucu müdahaleler, piyasayı etkinlikten uzaklaştıracak ve etkin olmayan bir dağılıma yol açacaktır.

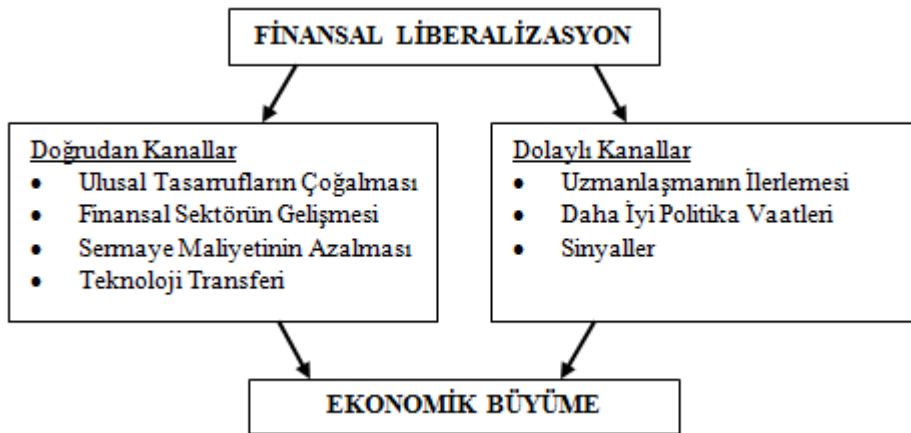
Bu yaklaşıma göre, piyasalar ya da daha özel olarak faiz oranlarının baskılandığı bir ekonomide, etkinliğin sağlanması için piyasaların liberalize edilmesi gerekir. Diğer bir ifadeyle, finansal baskı politikalarına son verilmelidir. Temelini ödünç verilebilir fonlar

teorisinden alan McKinnon-Shaw yaklaşımında, sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ile, sermayenin, görece bol ama getirisinin az olduğu yerden (gelişmiş merkez ülkeler), kıt fakat getirisinin yüksek olduğu ülkelere (GOÜ) akarak finansal derinliği artıracığı savunulmaktadır. Böylelikle hem ülkeler arası faiz oranları eşitlenecek hem de iç tasarrufları yetersiz olan GOÜ' ye kaynak sağlanmış olacaktır (Atamtürk, 2007: 76-77). Bu çerçevede finansal liberalizasyona ilişkin altı boyut sayılmaktadır (Williamson ve Mahar, 2002: 15-16):

- Kredi kontrollerinin kaldırılması,
- Faiz oranlarının deregülasyonu,
- Bankacılık sektörüne veya daha geniş olarak finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi,
- Banka otonomisi,
- Bankalar için özel mülkiyet,
- Uluslararası sermaye akımlarının liberalizasyonu.

Bu politikaların uygulanması sonucu, ekonomideki finansal baskının kalkacağı ve ekonomik büyümenin sağlanacağı ileri sürülmektedir. Finansal liberalizasyon büyüme sürecine doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki kanaldan katkı sağlayacaktır.

Şekil 5: Finansal Liberalizasyonun İktisadi Büyüme Etkileme Kanalları



Kaynak: Baş-Dinar, 2009: 5

Doğrudan kanallar, yatırımların hem miktarını hem de kalitesini (verimliliğini) artırıp ekonomik büyümeyi etkileyecek faktörlerden oluşurken; dolaylı kanallar, uzmanlaşmanın iç piyasadan global piyasaya yayılması nedeniyle maliyetlerin azalması, iyi politika düzeni ve politika yapıcının kararlaştırdığı politikaların güvenilirliği konusunda ekonomik birimlere olumlu sinyaller vererek yatırım hacmi üzerinde olumlu etkilerde bulunduğu kanalları işaret etmektedir (Baş-Dinar, 2009: 6).

Ancak, bu politikaların her koşulda olumlu sonuç verdiğini söylemek zordur. Çünkü, finansal serbestleşme yazınının gelişmesine paralel olarak, bir finansal krizler yazını da gelişmiştir. McKinnon-Shaw hipotezinin bahsedilen düzenlemeleri 1970’li yıllardan başlayarak GOÜ’de uygulama alanı bulmuş ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi başta olmak üzere, yapılan düzenlemeler finansal sistem kaynaklı krizlere yol açmıştır.

Tablo 2: Finansal Liberalizasyonun Tarihleri

| | | Kredi Kontrolleri | Faiz Oranları | Piyasaya Giriş Engelleri | İşlemler Üzerindeki Devlet Düzenlemeleri | Özelleştirme | Uluslararası Sermaye Akımları |
|--------------|------|-------------------|---------------|--------------------------|--|--------------|-------------------------------|
| ABD | 1973 | B:L; S&L: R | LL | PR | L | L | LL |
| | 1996 | L | L | LL | L | L | L |
| Kanada | 1973 | L | L | PR | L | L | L |
| | 1996 | L | L | LL | L | L | L |
| Japonya | 1973 | R | PR | R | R | LL | R |
| | 1996 | LL | L | D:LL; FB:PR | LL | LL | L |
| İngiltere | 1973 | LL | B:LL | B:LL | L | L | PR |
| | 1996 | L | L | L | L | L | L |
| Fransa | 1973 | PR | R | D:PR | - | PR | R |
| | 1996 | LL | LL | D:LL; FB:PR | - | LL | L |
| Almanya | 1973 | LL | L | L | - | LL | L |
| | 1996 | L | L | L | - | LL | L |
| İtalya | 1973 | R | LL | PR | - | R | PR |
| | 1996 | L | L | L | - | PR | L |
| Avustralya | 1973 | B:R | B:R | R | - | R | R |
| | 1996 | L | L | L | - | LL | L |
| Yeni Zelanda | 1973 | R | R | R | - | PR | R |
| | 1996 | L | L | L | - | L | L |
| Hong Kong | 1973 | L | LL | B:R; NBFI:L | L | L | L |
| | 1996 | L | L | L | L | L | L |
| Endonezya | 1973 | B:R | B:R | R | R | R | LL |
| | 1996 | LL | L | LL | R | R | LL |
| Kore | 1973 | R | R | R | R | R | R |
| | 1996 | LL | LL | B:PR; NBFI:LL | PR | LL | PR |
| Malezya | 1973 | R | R | R | LL | LL | LL |
| | 1996 | LL | L | B:PR; NBFI:LL | LL | LL | LL |

Tablo 2 (devamı)

| | | Kredi Kontrolleri | Faiz Oranları | Piyasaya Giriş Engelleri | İşlemler Üzerindeki Devlet Düzenlemeleri | Özelleştirme | Uluslararası Sermaye Akımları |
|-----------------|------|----------------------|------------------|-----------------------------|---|--------------|-------------------------------------|
| Filipinler | 1973 | R | R | R | PR | PR | PR |
| | 1996 | PR | LL | LL | PR | LL | LL |
| Singapur | 1973 | L | L | B:PR; NBFİ:LL | L | L | LL |
| | 1973 | R | R | R | R | R | R |
| Taywan | 1996 | PR | LL | B:PR; NBFİ:LL | PR | R | PR |
| | 1973 | R | R | R | - | PR | R |
| Tayland | 1996 | LL | L | LL | - | LL | LL |
| | 1973 | R | R | R | - | R | R |
| Arjantin | 1996 | LL | LL | L | - | PR | L |
| | 1973 | R | R | R | - | PR | R |
| Brezilya | 1996 | PR | LL | PR | - | PR | R |
| | 1973 | R | R | R | R | R | R |
| Şili | 1996 | LL | LL | L | L | L | LL |
| | 1973 | R | R | R | - | LL | R |
| Kolombiya | 1996 | LL | LL | PR | - | LL | PR |
| | 1973 | R | R | R | - | LL | LL |
| Meksika | 1996 | LL | L | LL | - | LL | LL |
| | 1973 | R | R | R | - | R | R |
| Peru | 1996 | LL | L | - | - | LL | L |
| | 1973 | R | R | R | - | PR | PR(1975) |
| Venezuela | 1996 | PR | L | D:LL; F:PR | - | PR | LL |
| | 1973 | R | R | FB:PR | R | R | R |
| Mısır | 1996 | LL | L | FB:LL | R | PR | LL |
| | 1973 | R | PR | R | LL | LL | R |
| İsrail | 1996 | L | L | PR | L | PR | LL |
| | 1973 | R | R | R | - | PR | R |
| Fas | 1996 | LL | LL | LL | - | PR | LL |
| | 1973 | R (1972) | R | R | - | L | LL |
| Güney Afrika | 1996 | L | L | L | - | L | LL |
| | 1973 | R | R | R | - | PR | R |
| Türkiye | 1996 | LL | L | L | - | PR | LL |
| | 1973 | R | R | R | R | | R |
| Bangladeş | 1996 | PR | LL | PR | PR | | PR |
| | 1973 | R | R | R | R | | R |
| Hindistan | 1996 | PR | PR | PR | PR | | PR |
| | 1973 | R | R | R | R | R | R |
| Nepal | 1996 | PR | LL | PR | B:RH | R | LL |
| | 1973 | R | R | R | R | R | R |
| Pakistan | 1996 | LL | LL | LL | PR | PR | LL |
| | 1973 | R | R | R | R | R | R |
| Sri Lanka | 1996 | PR | LL | LL | PR | PR | LL |

Not: L: Liberalize Olmuş, LL: Büyük Ölçüde Liberalize Olmuş, R: Baskı Altında, PR: Kısmi Olarak Baskı Altında, B: Bankalar, NBFİ: Banka Dışı Mali Kesim, F: Yabancı, D: Yerli

Kaynak: Williamson ve Mahar, 2002: 21-22

Tablo 2'den de izlenebileceği üzere 1973 yılında McKinnon-Shaw yaklaşımının finansal baskı adını verdiği müdahaleci dönemi yaşayan pek çok ülke 1996 yılına

gelindiğinde, finansal sistemini deregüle etmiş ve yaklaşımın öngördüğü bir finansal sisteme kavuşmuştur. Önemli ölçüde IMF öncülüğünde gerçekleşen bu liberalizasyon süreci, ülkelerin uluslar arası sermaye akımlarına yönelik kısıtlamaları da içermekteydi. Bu sürecin sonunda Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere, birçok gelişmekte olan ülkede finansal krizler meydana geldi. Bu finansal krizler ile liberalizasyon süreci ve sermaye hesabının serbestleştirilmesi arasındaki ilişki Tablo 3’de izlenebilir.

Tablo 3: Sermaye Hesabı Liberalizasyonu ve Finansal Krizler

| ÜLKE (Finansal Sıkıntılarının yaşandığı ilk yıl) | SERMAYE GİRİŞLERİ | | KRİZ ÖNCESİ 5 YIL İÇERİSİNDE LİBERALİZASYON |
|--|----------------------|----------------|---|
| | Kısa vadeli | Uzun vadeli | |
| Şiddetli Krizler | | | |
| Arjantin (1980) | Açık | Açık | Evet |
| Arjantin (1989) | Kapalı | Kapalı | Veri yok |
| Arjantin (1995) | Açık | Açık | Evet |
| Şili (1981) | Açık | Açık | Evet |
| Meksika (1994) | Açık | Açık | Evet |
| Venezuela (1994) | Kapalı | Kapalı | Veri yok |
| Malezya (1985) | Açık | Açık | Hayır |
| Filipinler (1981) | Kapalı | Kapalı | Veri yok |
| Tayland (1997) | Açık | Açık | Evet |
| Güney Afrika (1985) | Kapalı | Açık | Hayır |
| Türkiye (1985) | Açık | Kapalı | Hayır |
| Türkiye (1991) | Açık | Açık | Evet |
| Düşük Şiddetli Krizler | | | |
| ABD (1980) | Açık | Açık | Hayır |
| Kanada (1983) | Açık | Açık | Hayır |
| Japonya (1992) | Açık | Açık | Hayır |
| Fransa (1991) | Açık | Açık | Evet |
| İtalya (1990) | Açık | Açık | Evet |
| Avustralya (1989) | Açık | Açık | Evet |
| Yeni Zelanda (1989) | Açık | Açık | Evet |
| Brezilya (1994) | Kapalı | Kapalı | Veri yok |
| Endonezya (1992) | Açık | Açık | Hayır |
| G. Kore (1980’lerin ortası) | Kapalı | Açık | Evet |
| Türkiye (1994) | Açık | Açık | Evet |
| Sri Lanka (1990’ların başı) | Kapalı | Açık | Evet |

Kaynak: Williamson ve Mahar, 2002: 91

1980’den itibaren finansal krizlerin ortaya çıktığı görülmektedir. Devam eden süreçte, gerek GÜ gerekse GOÜ krizlerle karşı karşıya kalmıştır ve kalmaya da devam

etmektedir. Ülkemizde 2001 yılında yaşanan bankacılık kaynaklı kriz, ABD’de meydana gelen İpotekli konut sistemi kaynaklı kriz, son günlerde Avrupa Birliği’nin dağılıp dağılmayacağı tartışmalarına bile yol açan kriz ilk akla gelenlerdir. Tablo 3’de de görüldüğü gibi, finansal liberalizasyon ve sermaye hesabının serbestleşmesi ile finansal krizler arasında yakın bir ilişki vardır.

2.3.1.3.4. Finansal Liberalizasyon Sürecine Yönelik Eleştiriler: 1980’li Yıllar

1970’lere damgasını vuran finansal liberalizasyon yaklaşımına yönelik eleştiriler 1980’lerde ortaya çıkmaya başladı. Neo-keynesyenler ve Neo-yapısalcılar, neo-klasik bir anlayışın uzantısı olan finansal liberalizasyon yaklaşımını ya da diğer bir ifadeyle McKinnon-Shaw yaklaşımını çeşitli açılardan eleştirdiler.

2.3.1.3.4.1. Yapısalcıların Eleştirileri

Lance Taylor, Edward F. Buffie ve Sweder Van Winjerbergen başta olmak üzere, yapısalcılar finansal liberalizasyon politikalarına ve anlayışına karşı çıktılar. Yapısalcı görüş GOÜ’ nün geri kalmasının temel sebeplerine vurgu yapmakta ve öncelikli olarak bu ülkelerde piyasaların verimli bir şekilde çalışmamasını göstermektedirler. Yine bu ülkelerdeki birçok piyasada ağırlıklı olarak uygulanan fiyatların sabit olmasını, en azından kısa dönemde, bu piyasaların etkin çalışmadığının bir göstergesi olarak yorumlamaktadırlar (Kar ve Taş, 2004: 168). Bu görüşler, neo-klasik görüş tarafından öne sürülen piyasaların etkinliği hipotezinin GOÜ için geçerli olmadığı düşüncesiyle uyum içindedir. Çünkü, yapısalcılara göre GOÜ’de enformal piyasalarda da önemli hacimde finans işlem gerçekleştirilmekte, hatta formel kurumların uymak zorunda oldukları yasal ve kurumsal düzenlemeler de tabi olmadıklarından ve genelde lokal düzeyde olduklarından, enformal piyasalar daha etkin çalışma imkana sahip bulunmaktadır. Ancak, enformal piyasanın sunduğu kaynakların genel özelliği, kısa vadeli oluşları ve uzun vadeli kullanımlara izin vermemeleridir. Bu durum GOÜ’ nün genel karakteristiğidir ve bu yüzden de denge faiz haddi olarak, enformal piyasa haddi kabul edilir (Toprak, 1993: 19). Dolayısıyla etkin piyasa hipotezinin geçerliliği yapısalcılar için, neo-klasiklerin algıladığı biçimiyle söz konusu değildir. Bu nedenle finansal liberalizasyon politikalarının başarısı üzerine farklı görüşler öne sürdüler.

Buffie (1984), finansal liberalizasyon politikalarının faiz oranlarını artırıcı etkisinin her zaman ödünç verilebilir fonları artırmayacağını iddia eder. Vadesiz mevduat faiz oranındaki bir artış, banka kredilerinin arzını artırır. Ama ödünç verilebilir fonların toplam arzı, gerektiği gibi artmaz. Çünkü, vadesiz mevduat faiz oranı arttığında, informal piyasalar, yabancı tahviller ve paralardan vadesiz mevduatlara ikameler vardır. Yabancı paralar ve tahvillerden meydana gelen portföy değişiklikleri, öncelikle toplam borç arzını artırır. Ama, mevduat munzam karşılığı nedeniyle, informal piyasalardan vadesiz mevduata dönüşen her bir dolar toplam kredi arzını azaltır. İnfomal piyasalar toplam borç verilebilir fonların büyük bir kısmını elinde tutuyorsa ve vadesi mevduata görel olarak iyi bir ikameyse, ekonomideki toplam kredi arzının önemli bir kısmını çekebilir (Buffie, 1984: 312). Diğer bir değişle, mevduat munzam karşılığı oranının varlığı, gelişmekte olan ülkelerde, faiz oranının artışının, toplam kredi arzını azaltması da söz konusu olabilecektir.

2.3.1.3.4.2. Neo-Keynesyenlerin Eleştirileri

Neo-keynesyenlerin ilk eleştirileri neo-klasik yaklaşımın ve dolayısıyla McKinnon-Shaw modelinin tam istihdam varsayımına yöneliktir. Neo-keynesyen yaklaşım, finansal liberalizasyonun GOÜ için büyümeyi yavaşlatan bir etki yaratacağını savunmaktadır. McKinnon-Shaw hipotezi, finansal liberalizasyonu tam istihdam varsayımına dayalı ödünç verilebilir fonlar teorisi ile savunurken; tam istihdam varsayımını sorgulayan neo-keynesyen yaklaşıma göre, faiz oranlarındaki bir artış, yatırımları caydırıcı bir etki yaparak, efektif talebi daraltmakta ve finansal bozukluklara yol açarak büyüme hızını düşürmektedir. Finansal liberalizasyonun her zaman tasarrufları ve yatırımları artırarak büyümeyi hızlandırıcı ve enflasyonu düşürücü etki yapamamasının nedeni, bu ülkelerdeki finansal istikrarsızlıktır. Finans sektöründe istikrarın sağlanabilmesi için, yalnızca yatırımların finansmanında gerekli olan kaynakların varlığı yeterli olmamakta, aynı zamanda etkili bir fonlamanın da yapılması gerekmektedir. Bu yapılmadığı takdirde, atıl duran fonların artmasıyla potansiyel büyüme hızı yavaşlayacaktır (Öçal ve Çolak, 1999: 276).

İkinci bir eleştiri noktası ise neo-klasiklerin maliyetsiz “tam bilgi” varsayımına yöneliktir. Tam bilgiyi esas alan geleneksel modeller, emlak, emek, ürün ve sermaye piyasalarını anlamak için iyi bir öngörü sağlamazlar. Bu modeller, tüm ekonominin

performansı ve kurumsal yapının esas kısmının anlaşılmasını açıklamakta yetersizdir. Bu zaaf, daha fazla bilgi eksikliğine katlanan GOÜ’de özellikle önemlidir. Bilgi başarısızlıklarıyla birleşmiş olan piyasa başarısızlıklarının GOÜ’de önemli bir sorun olarak süreceği bilginin kaçınılmaz bir biçimde eksik kalacağı ve daha sonra bu eksik bilginin politika dizaynında hesaba katılmasının zorunlu olduğu fark edilmelidir (Stiglitz, 1998: 12).

Başlıcaları ifade edilen bu eleştiriler sonucu Stiglitz, devletin finansal piyasalara müdahale etmesi gerektiğini belirterek; bu müdahaleyi açıklamak için finansal kısıtlama kavramına başvurmuştur. Yetersiz enformasyonun veri olduğu piyasalarda finansal kısıtlama (financial restraint) dört kanaldan ekonomik etkinliği daha da artırır. Birincisi, daha düşük faiz haddi kredi müşterilerinin ortalama kalitesini (sağlamlığını) artırır. İkincisi, finansal kısıtlama sermaye maliyetini (faiz haddi) düşüreceğinden borçlu firmanın piyasa değerini yükseltir. Üçüncüsü, finansal kısıtlama ekonomik büyümeyi hızlandırmak için ihracata yönelik sektörlerde, örneğin, performans kriterine dayalı olarak kaynak tahsisatında kullanılabilir. Dördüncüsü de, doğrudan kredi programları ile teknolojinin hızla geliştiği sektörlerde borç verilmesi sağlanabilir (Emek, 2002: 77).

1980’li yıllarda ortaya çıkan neo-keynesyen ve neo-yapısalcı görüşler, finansal liberalizasyonun büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olacağı yönündeki savının her zaman geçerli olmayacağını; eksik istihdam ve finansal istikrarsızlık sorunlarının bu etkinin ortaya çıkmasını engelleyeceğini ve dolayısıyla finansal liberalizasyonun yatırım hacmi ve tasarruflar üzerinde azaltıcı etkilerde bulunabileceğini ortaya koymaya çalışmışlardır. Stiglitz gibi iktisatçılara göre finansal liberalizasyonun piyasaları serbestleştirilmesi yerine finansal piyasalara kısmi bir müdahaleyi içeren, finansal kısıtlama politikaları ekonomik büyüme hızı üzerinde pozitif etkiler yaratabilecektir.

2.3.2. Ampirik Çalışmalar

Finansal gelişme ekonomik büyüme literatüründe, 1990’lı yıllardan itibaren yoğun olarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini test eden çalışmalar ortaya çıkmış ve bu ilişkiye ilişkin çeşitli yönler test edilmiştir. Bu ilişki çeşitli örnekler kullanılarak ortaya konmaya çalışılmıştır. Çalışmalar, çeşitli ekonometrik yöntemler kullanılmak

suretiyle seçilmiş ülke, sektör ya da firma düzeyinde yapılmıştır. Bu çalışmalar sonucunda elde edilen bulgular da farklı sonuçları işaret etmektedir. Geniş ölçüde sermaye piyasalarındaki finansal işlemlerin artması kadar, bankaların ve diğer finansal aracılarn finansal hizmetlerinin hacmindeki artış tarafından da betimlenen finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında dört olası nedensel ilişki vardır (Graff, 2001: 1-3):

- 1- Finansal gelişme ile ekonomik büyüme nedensel olarak ilişkili değildir.
- 2- Finansal gelişme ekonomik kalkınmayı izler.
- 3- Finansal gelişme ekonomik büyümenin bir belirleyicisidir: (a)finansal gelişme ekonomik büyümenin bir ön koşuludur; (b)finansal gelişme etkin bir şekilde ekonomik büyümeyi teşvik eder.
- 4- Finansal gelişme –en azından ara sıra ve kısa dönemde- ekonomik büyüme için engel oluşturabilir.

Bahsedilen olası nedensel ilişkiler dikkate alınarak, literatürdeki belli başlı çalışmalar özetlenecektir. Ancak bu noktada belirtmek gerekir ki, ampirik çalışmalar 1990’larda başlamış değildir. Ampirik çalışmaların kökleri 1970’lere kadar uzanmaktadır. Dolayısıyla bu bölümde özetlenen çalışmalar sadece 1990’lı yıllara ait çalışmalar olmayacak; çerçeveye uygun başlıca çalışmalar yapıldığı tarihe bakılmaksızın özetlenecektir.

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisine yönelik ek bir çalışma alanı da, hangi tür finansal piyasaların ekonomik büyümeyi daha fazla etkileyeceği yönündedir. Banka temelli ve piyasa temelli finansal sistemin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalara da bu bölümde yer verilecektir.

2.3.2.1. Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümenin Belirleyicisi Olduğunu Sonucunu İçeren Çalışmalar

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi gündeme geldiği günden bu yana finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yapacağı ve ekonomik büyüme hızını artıracaklarını iddia eden çalışmalar ağırlıkta olmuştur. Finansal gelişmeyi ampirik olarak inceleyen çalışmalarda da finansal gelişmenin ekonomik büyümenin,

büyüme hızını artırma anlamında belirleyicisi olduğu ya da diğer bir ifadeyle nedenselliğin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyüme doğru olduğu yönünde ciddi bir literatür oluşmuştur. Buna “arz öncüllü yaklaşım” adı verildiğinden bahsedilmiştir. Schumpeter, Bagehot, Hicks, Mckinnon ve Shaw, Goldsmith gibi yazarlar, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde belirleyici olduğu yönünde açıklamalarda bulunmuşlardır.

Roubini ve Sala-i Martin (1992) çalışmada reel faiz oranlarını bağımsız değişken, kişi başına geliri ise bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. 95 ülkeye ait 1963-1985 yılları arasındaki verilerinin incelendiği çalışmada, finansal baskının, negatif reel faiz oranlarına, yüksek mevduat munzam karşılıklarına ve yüksek bir enflasyon vergisine öcülük ettiğinin saptanmıştır. Çalışmada, finansal baskının ekonominin büyüme oranını azalttığı sonucu elde edilmiştir. (Roubini ve Sala-i Martin, 1992: 35-36).

King ve Levine (1993), 80 ülkeye ait (2 ülke grubu) 1960-1989 yılları arasındaki verileri kullanarak yaptıkları regresyon analizinde, finansal gelişme göstergesi olarak, finansal sistemin likit yükümlülüklerinin GSYİH’ya oranını (LLY); yurtiçi kredi tahsisinde mevduat bankalarının yurt içi varlıklarının merkez bankası ve mevduat bankaları yurtiçi yükümlülüklerine oranı (BANK); finansal olmayan firmalara verilen yurtiçi kredilerin toplam kredilere oranını (PRIVATE); finansal olmayan firmalara verilen yurtiçi kredilerin GSYİH’ya oranını (PRIVY) kullanmışlardır. Çalışmada kullanılan büyüme göstergeleri olarak ise uzun dönem ortalama GSYİH artış hızı (GYP), kişi başına reel sermaye birikim oranı (GK), verimdeki gelişmeler (EFF) ve yurtiçi yatırımların oranı (INV) kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, yazarlar finansal kalkınma düzeyini temsil eden değişkenler ile iktisadi büyümeyi temsil eden değişkenler arasında güçlü bir ilişki saptamışlar ve finansal gelişmenin önceden saptanmış bileşenlerinin gelecekteki 10-30 yılda uzun dönem büyüme hızını saptayacağını belirtmişlerdir. Çalışma sonunda yazarlar şu sonuçlara ulaştıklarını ifade etmişlerdir (King ve Levine, 1993: 735-736):

- Finansal gelişme göstergelerinin düzeyi –resmi finansal aracılık sektörünün büyüklüğü GSYİH ile karşılaştırıldığında; bankaların öneminin merkez bankası ile karşılaştırıldığında; özel firmalara kredi tahsisi oranı, ve özel firmalara verilmiş kredi oranı GSYİH ile karşılaştırıldığında – büyüme, fiziksel sermaye

birikim oranı ve sermaye tahsisi etkinliğindeki ilerlemeler ile güçlü ve sağlam bir şekilde ilişkilidir

- Kullanılan finansal gelişme göstergelerinin belirlenmiş bileşenleri, büyüme göstergelerinin sonraki değerini tahmin eder. Elde ettikleri bu sonuç, finansal hizmetlerin sermaye kullanan ekonomilerdeki etkinliği ilerleterek ve sermaye birikim oranını artırarak ekonomik büyümeyi teşvik ettiği görüşüyle tutarlıdır.

Levine ve diğerleri (2000), 71 ülkenin 1960-1995 yılları arasındaki verileri için yatay kesit ve dinamik panel yöntemiyle (GMM) çalışmıştır. Finansal aracılığın gelişmesinin ekonomik büyüme üzerinde bir etki yaratıp yaratmadığı konusuna yoğunlaşan çalışmada geliri temsil eden değişken, kişi başına reel GSYİH (GROWTH)'dır. Bağımsız değişkenler ise finansal sistemin likit yükümlülükleri/GSYİH (LIQUID LIABILITIES); ticaret bankalarının varlıkları/ ticaret bankaları ve merkez bankaları varlık toplamının oranı (COMMERCIAL-CENTRAL BANK); finansal araçlar tarafından özel sektöre verilen kredilerin hacmi/GSYİH (PRIVATE CREDIT)'dir. Bu çalışmanın sonuçları, kreditor hakları, sözleşme zorunlulukları ve muhasebe uygulamalarını genişleten hukuki ve muhasebe reformları finansal aracılığın gelişmesini destekleyebilir ve bu sonuç ekonomik büyümenin hızlanabileceği düşüncesiyle uyumludur. Yani bulgular, ilişkinin yönüne ilişkin olarak finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedenselliği işaret etmektedir (Levine ve diğerleri, 2000: 31).

Xu (2000), 7 Asya ve Pasifik, 1 Ortadoğu, 3 Karayip, 15 Afrika, 11 Latin Amerika ve dört Avrupa ülkesinden oluşan 41 GOÜ için, 1960-1993 arası dönem verilerini kullanmıştır. VAR metodolojisinin kullanıldığı çalışmada, bağımlı değişken olarak reel GSYİH ve reel yurtiçi yatırımlar, bağımsız değişken olarak ise mevduatların GSYİH'ya oranı kullanılmıştır. Finansal gelişmenin, temel olarak ekonomik büyümeyi takip ettiği ve ona etkisinin çok küçük olduğu hipotezinin açıkça reddedilmesi sonucuna ulaşmıştır. Gerçekte, finansal kalkınmanın GSMH büyümesi için önemli olduğu ve yurtiçi yatırımların ekonomik büyümeyi etkilediği önemli bir kanal olduğu yönünde güçlü kanıtlar vardır (Xu, 2000: 343).

Graff (2001), 93 ülke için 1970-1990 arasında beş karşılaştırma noktası tespit ederek yaptığı çalışmada üç gösterge kullanmıştır. Bu göstergeler bankaların ve şubelerin

sayısı/çalışanlar (BANK), GSYİH içinde finansal sistemin payı (FIN/GDP), finansal sistemde istihdam edilen emeğin payıdır. Bağımlı değişken ise kişi başına büyüme hızıdır (RGDPW). Yazarlar finansal kalkınmanın Patrick tarafından ileri sürülen arz öncüllü hipotezinin, finans büyüme bağlantısının karakterize edilmesinde gerçekten uygun olabileceğini ileri sürerler. Öncelikle büyümenin nedenidir. İkincisi az gelişmiş ülkelerde o daha çok önem taşır (Graff, 2001: 10-19).

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki panel veri yöntemi kullanarak inceleyen bir diğer çalışma ise, Güloğlu (2003)'tür. Yazar, 1970-94 dönemine ait, 5 yıllık verilerini kullandığı 43 ülke üzerinde çalışmış ve finansal gelişme göstergelerinin ekonomik büyüme ile ilişkisinin çelişkili sonuçlar ürettiğini ve aranan ilişkiyi açıklamakta yetersiz kaldığını tespit etmiştir. Bu durumun oluşmasının temel nedeni olarak, kullanılan yatay kesit (cross-section) verilerin, bu koşulları oluşturulan regresyonda yeterince temsil edemeyeceği eleştirisini yapmıştır. Güloğlu'na göre, çelişkili sonuçlar üreten model, finansal baskı altındaki ülkelerle, finansal reformunu yapmış ülkelerin aynı havuzda incelenmesidir. İkinci aşamada finansal serbestleşmenin sağlandığı ülkeleri incelemiş ve finansal serbestleşme dönemiyle ilgili şu sonuçlara ulaşmıştır (Güloğlu, 2003: 59):

- Finans sektörünün tüm ekonomi içerisindeki ağırlığının artması ve bankacılık sektörünün gelişmesi ekonomik büyümeye olumlu ve anlamlı bir katkı sağlar.
- Çalışmada kredi hacmiyle ilgili göstergelerin katsayıları anlamlı değildir ya da anlamlılıkları çok düşüktür. Bu durum, tek başına finansal reformların uygulanmasının, ekonomik büyüme için yeterli olmadığını göstermektedir. Finansal serbestleşme sonrası, artan kredi hacmi doğru alanlarda kullanılmazsa, yatırımların verimliliği ve ortalama büyüme hızının azalması yoluyla ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkide bulunur.

Rioja ve Valev (2003), 1961-1995 dönemindeki verilerini kullandıkları 74 ülkeyi kapsayan bir modelde çalışmışlardır. 2004 yılında yaptıkları ve dinamik panel GMM tekniği kullandıkları çalışmada özel kredilerin GSYİH'ya oranını (PC), ticari bankaların varlıklarının, ticari bankalar artı merkez bankası varlıklarına oranı (CCB) ve banka dışı finansal araçların nakit artı talep ve faiz ödemeli yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranı (LL) kullanılmıştır. Ekonomik büyümeyi ise kişi başına reel GSYİH'nın büyüme oranı, kişi

başına fiziksel sermaye stokunun büyüme oranı ve (artı değer) büyüme oranı olarak tanımlanan üretimdeki verimlilik tanımlar. Yazarlara göre, düşük gelirli ülkelerde finans ezici bir şekilde sermaye birikimi vasıtasıyla ekonomik büyümeyi etkiler. Tersine orta ve özellikle yüksek gelirli ekonomilerde finansal gelişme üretkenlik büyümesini geliştirir. Finansal gelişmenin etkileri düşük gelirli ülkelerde bir dereceye kadar yetersiz olmasına karşın fiziksel sermaye büyümesine de katkı sağlar. Bu yüzden finansal gelişmenin üretkenlik büyümesine güçlü katkısı belirli bir gelir düzeyine ulaşıncaya kadar (kabaca orta gelir gurubu olarak tanımlanan) ortaya çıkmaz. O zamana kadar etkilerin çoğu sermaye birikimi aracılığıyla ortaya çıkar (Rioja ve Valev, 2003: 15).

2.3.2.2. Finansal Gelişmenin Büyümeyi Takip Ettiği ya da Karşılıklı İlişki Sonucunu İçeren Çalışmalar

Bu görüşün en önemli savunucuları, Lucas (1988), Stern (1989), Merr ve Serrs (1984)'tir. Lucas (1998), finansal konuların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin, profesyonel tartışmalar da dahil, genellikle ve kötü bir şekilde aşırı vurgulandığını; finansal kuruluşların gelişmesinin kalkınma üzerindeki etkilerinin düşünüldüğünden daha sınırlı olduğunu ifade etmektedir (Lucas, 1988: 6). Chandavarkar (1992) ise kalkınma ekonomisi öncülerinden hiçbirinin bir kalkınma faktörü olarak finansı saymadığını belirtir (Chandavarkar, 1992: 134). Bu yaklaşıma göre, büyümenin diğer belirleyicileriyle kıyaslandığında, finansal gelişmenin önem derecesi daha düşüktür. Finansal gelişme düzeyinin düşük olması sadece finansal sektöre yönelik talep eksikliğinin göstergesidir. Reel sektör büyüdüğü zaman, finansal sektöre yönelik talep de artacaktır. Dolayısıyla finansal gelişme büyümeyi takip etmektedir ve finansal sektörün büyüme üzerindeki etkisi oldukça düşüktür (Artan, 2007: 71).

Bu konuda yapılmış ve tek bir yön tespit edememiş çalışmalar da mevcuttur. Bu çalışmalara örnek olarak Arestis ve Demetriades (1997) gösterilebilir. Yazarlar, Levine ve Zevros tarafından yapılan banka ve piyasa temelli piyasaların büyüme üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalarına atıfta bulunarak; 12 ülke için 1979-1991 dönemini 3'er aylık dönemleri içeren veriler temelinde incelemişlerdir. Bağımlı değişken olarak, reel GSYİH'nın logaritmasını (LY), bağımsız değişken olarak ise Sermaye piyasası değerinin GSYİH'ya oranı aracılığıyla Sermaye Piyasası Kapitalizasyon oranını (LMC) ve bir

sermaye piyasası endeksini (LMSV) kullanmışlardır. Almanya için, M2'nin GSYİH'ya oranının logaritmasını (LM2Y) ve A.B.D için ise Yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranının logaritmasını (LBC) para piyasası göstergeleri (bankacılık sektörü) olarak modele eklemişlerdir. Yazarlar, tekil ülkeler üzerinde uyguladıkları zaman serileri yöntemiyle sağladıkları ekonometrik kanıtların, aynı değişkenler ve aynı yöntem kullanıldığı zaman bile, sonuçların farklı ülkeler arasında önemli farklılıklar gösterdiğini iddia ederler (Arestis ve Demetriades, 1997: 787-796). Bu sonuç, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedenselliğe bir alternatiftir.

Luintel ve Khan (1999), 36 yıldan 41 yıla uzanan bir zaman diliminde 10 ülke için eşbütünleşme analizi yapmışlardır. Reel GSYİH'nın toplam nüfusa oranı (LYP) olarak hesaplanan kişi başına reel çıktının logaritması ve enflasyonun deflate edilmiş olduğu reel faiz oranı (R), mevduat bankalarının toplam mevduat yükümlülüklerinin bir dönem gecikmeli nominal GSYİH'ya oranının (FD) belirleyicileridir. LYP ise kişi başına sermaye stokunun logaritması tarafından belirlenir. Çalışmanın sonucuna göre analiz edilmiş bütün ülkelerde finansal kalkınmayla ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedensellik bulunmuştur. Ancak bu çalışmanın bulguları Jung ve Demetriades ve Hussein (1996)'in mevcut iki yönlü zaman serisi çalışmalarından belirtilenlerden farklıdır (Luintel ve Khan, 1999: 402).

Boulila ve Trabelsi (2002) Tunus için eşbütünleşme analizi yapmışlardır. Çalışmada incelenen dönem 1962-1998 ve mali kontrol uygulanan 1963-1987 'dir. Ülkede mali kontrol uygulanan dönemde, nedenselliğin yönü büyümeden finansal gelişmeye doğrudur. Ancak, finansal gelişmenin, büyüme sürecinde öncü bir sektör olduğu hipotezini desteklemek için, sonuçlar, zayıf kanıtlar vermektedir (Boulila ve Trabelsi, 2002: 1).

Dikkat edilecek olursa bu çalışmalar, büyümeden finansla doğru tek yönlü bir sonuca ulaşamamışlardır. Bunun temel nedeni, panel veri ya da birden fazla ülkeyi kapsayan zaman serileri ile çalışmalarınıdır. Bazıları finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında ilişki olmadığı yönündeki görüşlere de destek sağlayan bu çalışmaların önemi, finansal gelişme literatüründe hakim olan nedenselliğin yönünün finansal ekonomik büyümeye doğru olduğu yönündeki argümanın aksi yönünde sonuçlar elde etmeleridir. Bu

yönüyle ele alındığında, çalışmaların literatürdeki baskın görüşe alternatif sonuçları da içermelerinin önemli bir nokta olduğu kendiliğinden ortaya çıkacaktır.

2.3.2.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Nedensel Olarak İlişkili Olmadığı Yönünde Sonuçları İçeren Çalışmalar

Cottani ve Cavallo (1989), GOÜ'deki ekonomik başarı ile finansal serbestleşme arasında ampirik olarak tam bir korelasyon olmadığı sonucuna varmışlardır. Yazarlar, bazı GOÜ'deki durgunluğun öncelikli olarak mali piyasalardaki kurumsal eksikliklere bağlanamayacağını belirtmişlerdir. Yazarlar, Doğu Asya'da krizden önce en başarılı ülkeler kabul edilen Güney Kore ve Tayvan'da piyasaların yüksek derecede regüle edilmiş olduğunu, ancak, Arjantin, Şili ve Uruguay'da 1970'li yılların sonunda yapılan mali reformların hem tasarruf ve yatırım artışı ve yatırım verimliliği açısından durumu düzeltemediğini hem de bankacılık sektöründe mali sistemin istikrarını tehlikeye sokan bir krize neden olduğunu bu savlarına kanıt olarak göstermişlerdir (Danışoğlu, 2004: 23).

Tasarrufların mı büyümeye yoksa milli gelir büyümesinin mi tasarruf artışına neden olduğunu 17 ülkede Engle-Granger Hata düzeltme modeli ve Granger nedensellik testi ile inceleyen Saltz (1999), Kolombiya, Jamaika, Peru ve Filipinlerden oluşan 4 ülkede hiçbir nedensellik bulamamıştır (Saltz, 1999: 93).

Bandiera ve diğerleri (2000), eşbütünleşme analizine dayanan bir çalışmadır. Tasarruflar ve her bir ülke için ayrı ayrı saptanmış olan belirleyicileri arasındaki uzun dönem ilişkiyi 8 ülke için 1970-1994 dönemine ait verileri kullanılarak, incelenmiştir. Tasarruf oranının belirleyicileri, reel faiz oranı, kişi başına reel GSYİH indeksinin logaritmik değeri, hükümetlerin tasarruf oranı, finansal liberalizasyonun genel endeksi ve enflasyon oranıdır. Finansal reformların iki ülkede tasarrufları arttırdığı, iki ülkede azalttığı, dört ülkede de finansal reformlar ve tasarruf hacmi arasında bir ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğru yönlü ve güçlü bir ilişki bulunamamıştır (Bandiera ve diğerleri, 2000: 246).

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki olmadığı sonucunu içeren çalışmalar da finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri büyümeden

finansla doğru bulan çalışmalarla aynı özelliği taşımakta; tek bir sonuç yerine farklı ülkeler için farklı sonuçlar elde etmektedir. Ancak, çalışmaların baskın yönü, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki olmadığı konusunda, literatürde vurgulanan çalışmalar olmalarıdır.

2.3.2.4. Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeyle Engellediği Yönündeki Sonuçlar İçeren Çalışmalar

Singh (1997), finansal gelişmenin, pek çok GOÜ'deki daha hızlı uzun dönem ekonomik gelişme ve daha hızlı sanayileşmeyi elde etmeye yardımcı olmasının birkaç sebeple imkan dahilinde olmadığını ifade eder (Singh, 1997: 780):

- GOÜ şartlarında, sermaye piyasası fiyatlandırma modelinin içsel oynaklığı ve keyfiliği, finansal gelişmeyi, sermaye tahsisatı için zayıf bir yol gösterici yapar.
- İstenmeyen ekonomik şokları yakından izleyen sermaye ve döviz piyasaları arasındaki etkileşim makroekonomik istikrarsızlığı şiddetlendirebilir ve uzun dönem büyümeyle azaltabilir.
- Sermaye piyasası kalkınması, aralarındaki pek çok farklılığa karşın, GOÜ mevcut olan grup bankacılığı sisteminin altını boşaltabilir.

Ram (1999), finansal gelişmenin göstergesi olarak likit yükümlülüklerin GSYİH'ya oranı (DEPTH) ve büyüme değişkeni olarak, kişi başına reel GSYİH kullandı ve 95 ülke için 1960-1989 dönemine ait yıllık verilerle korelasyon analizine başvurdu. Çalışmanın sonucuna göre 56 ülkede ilişki negatiftir. Ram'ın 56 ülke için bulgusu finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edememiştir (Ram, 1999: 165-166).

Mazur ve Alexander (2001), Yeni Zelanda ekonomisi için 1970-1996 dönemi verilerini kullanmışlardır. Yaptıkları çalışmada 4 bağımsız ve 3 bağımlı değişken kullanmışlardır. Gerek menkul kıymetler gerekse bankacılık sektöründeki gelişmeyi gösteren finansal kalkınma göstergesi ile tasarruflar arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir (Mazur ve Alexander, 2001: 548)

Loayza ve Ranciere (2002), panel veri modelleri için geliştirilmiş GMM tahminleyicilerini kullanarak finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini finansal kırılganlık bağlamında ele aldılar. 74 ülke için 1960-1995 dönemi incelenmiştir. Yazarlar şu sonuçlara ulaşmıştır (Loayza ve Ranciere, 2002: 26):

- Ekonomik büyüme ile finansal aracılık arasındaki dinamik ilişkinin, finansal krizler süresince negatif olduğunu ve ekonomik büyüme ile finansal derinleşme arasındaki pozitif bağın bankacılık krizleri yaşamış olan ülkelerde, yaşamamış olanlara göre daha zayıf olduğunu da bulmuşlardır.
- Panel veri kullanan dinamik modellerin tahminleri için uygulanan son ekonometrik modeller aracılığıyla, finansal aracılık ve çıktı büyümesi arasında mevcut olan uzun dönem pozitif ilişkinin genellikle negatif kısa dönem ilişki ile bir arada bulunduğunu bulmuşlardır. Finansal derinleşmenin etkileri hakkındaki Endojen büyüme yazını ile kriz literatürü arasındaki açık çelişkinin açıklanması için çalışmalarının sonuçlarının dikkate alınmasını önermişlerdir.

Artan (2007), 1980-2002 dönemi için düşük, orta ve yüksek gelirli 79 ülke verileri için panel veri analizi yapılmıştır. Çalışmada, ekonomik büyümeyi temsil eden değişken ülkelere ait kişi başına gelir (GDPC) değeridir. Finansal gelişmeyi temsil eden göstergeler ise M2/GSYİH (FD1) ve M3/GSYİH (FD2)'dir. Yapılan analiz, finansal gelişmenin liberalizasyon döneminde hız kazanıp kazanmadığının tespiti için 1980-1990 ve 1991-2002 şeklinde iki alt döneme ayrılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar şunlardır (Artan, 2007: 87):

- Ortalama finansal gelişme düzeyi yüksek olan ülkelerin, ortalama büyümeleri de yüksek seyretmektedir.
- Finansal gelişme büyümenin önemli belirleyicilerinden biridir. Ancak, finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisi, ülkenin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermektedir. Finansal gelişme düzeyindeki %10'luk bir artış, düşük gelirli ülkelerde büyümeyi yaklaşık olarak % 0,5 azaltırken; orta gelirli ülkelerde % 0.6 ve yüksek gelirli ülkelerde % 0.5 oranında artırmaktadır.
- Ülkelerin gelir düzeyi arttıkça, dışa açıklığın ve dış ticaret hadlerinin büyüme üzerindeki pozitif etkisi de artar. Dışa açıklık derecesi yüksek gelirli ülkelerde

büyümenin önemli belirleyicilerinden biridir. 90'lı yıllardan itibaren dış ticaret hadlerindeki gelişmeler düşük gelirli ülkelerin aleyhine olmuştur.

2.3.2.5. Banka Temelli Finansal Sistem ve Piyasa Temelli Finansal Sistemin Büyüme Üzerindeki Etkileri

Literatürde tartışma konusu olan tek konu, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki değildir. Özüde, finansal sistemin gelişmesinin ekonomik büyüme hızını artıracığı varsayımına dayanan önemli bir tartışma konusu da, hangi tür organizasyonel yapıya dayanan finansal sistemin büyüme hızı üzerinde daha etkili olacaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde de gösterildiği gibi, finansal piyasalar arasında para ve sermaye piyasası ayrımı gibi geleneksel bir ayrım söz konusudur. Aslında bu ayrım çok eskilere dayanmamaktadır. Finansal piyasaların farklılaşmasına neden olan en önemli olay, 1933 yılında Amerika'da çıkarılan *Glass Stegal Act* yasasıdır (Act Yasası). Bu yasayla bankaların sermaye piyasası işlemleri yapmaları yasaklanmış; ticari bankacılıkla yatırım bankacılığı yer değiştirmiştir. Büyük Buhran'dan sonra çıkarılan bu yasayla, banka ve piyasa finans yapılarının temelleri atılmıştır (Kahyaoğlu, 2004: 284).

Arestis ve diğerleri (2001), 5 gelişmiş ülkeyi 1968-1998 döneminde reel GSYİH (LY) bağımlı değişkenini kullanarak incelemişlerdir. Çalışmanın bağımsız değişkenlere sermaye piyasası kapitalizasyonu/ GSYİH (LMC), yurt içi banka kredileri/GSYİH (LBY) , sermaye piyasası volatilitesi (SMV) ve İngiltere ve ABD için sermaye piyasası işlem hacmi/GSYİH (TRY), ile sermaye piyasası getiri oranını (TRMV) kullanmışlardır. Almanya, Japonya ve Fransa'da sermaye piyasaları çıktı büyümesine önemli bir katkı yaparken bankalar daha önemli değildir. ABD ve İngiltere'de ise finans ile büyüme arasındaki bağlantı zayıf ve büyümeden finansa doğru bulunmuştur. Bu iki ülke için kullanılan ek ölçülerde bu sonuçları doğrulamıştır (Arestis ve diğerleri, 2001: 37).

Hondroyiannis ve diğerleri (2005), 1986-1999 döneminde Yunanistan'daki bankacılık sistemi ve hisse senedi piyasası ile ekonomik performans arasındaki ilişkileri araştırmışlardır. VAR modelleri kullanılarak yapılan analizlerde uzun dönemde banka ve hisse senedi piyasalarının gelişiminin ekonomik büyümeyi artırabileceğini fakat bu etkinin

küçük olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca hisse senedi piyasasının ekonomik büyümeye katkısının bankacılık sektöründeki gelişmelere kıyasla daha küçük olduğu sonucuna ulaşmışlardır. (Hondroyiannis ve diğerleri, 2005: 2).

Para ve sermaye piyasaları arasındaki bahsedilen ayrım üzerine kurulan bu tartışma, finansal gelişme literatürüne önemli katkılar yapmış olan Levine tarafından ampirik bir temele oturtulmuştur. Levine ve Zevros (1998), 47 ülke için 1976-1993 yılları arasındaki verileri kullanılarak yaptıkları regresyon analizinde, sermaye piyasası gelişme göstergesi olarak, büyüklük, likidite ve risk çeşitlendirmesi ve uluslararası entegrasyon değişkenlerini kullanmışlardır. Büyüklüğü ölçmek için, kullanılan değişken Piyasa kapitalizasyon oranı/GSYİH'yı (STOCK), likiditeyi ölçmek için ise, büyük menkul kıymet borsalarının toplam ticaret oranı/GSYİH'yı kullanmışlardır. Risk çeşitlendirmesi ve uluslararası entegrasyonun ölçüsü ise, sermaye piyasasının entegrasyon derecesini ölçen ve Korajczyk tarafından kullanılan Çok Faktörlü Uluslararası Arbitraj Fiyatlama Modeli'ni kullanmışlardır (IAPM). Bağımlı değişken ise söz konusu dönem için ortalaması alınmış olan kişi başına reel gelirdeki büyümedir. Regresyon modeli, sermaye piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğunu ortaya koyar. Dahası araç değişken prosedürlerinin, sermaye piyasasının önceden saptanmış bileşenleri ile uzun dönem ekonomik büyüme arasında güçlü bağlantıyı işaret ettiğini tespit etmişlerdir (Levine ve Zervos, 1998: 10-19).

Demirgüç – Kunt ve Levine (1999), 150 ülkeyi banka ve sermaye piyasası temelinde incelemiş ve şu bulgulara ulaşmıştır (Demirgüç-Kunt ve Levine, 1999: 3-4):

- Bankalar, banka dışı araçlar ve sermaye piyasaları zengin ülkelerde daha geniş, daha aktif ve daha etkindir. Finansal sistemler zengin ülkelerde daha gelişkindir.
- Yüksek gelirli ülkelerde, sermaye piyasaları bankalara oranla daha aktif ve daha etkin olur.
- Örf ve adet hukuku geleneğine, hissedar haklarının güçlü korumasına, iyi muhasebe düzenlemelerine, düşük düzeyli yolsuzluğa ve açık olmayan mevduat sigortasına sahip ülkeler daha sermaye piyasası temelli olmaya eğilimlidir.

- Fransız sivil hukuk geleneğine, zayıf hissedar ve kreditor hakları korumasına, zayıf sözleşme zorunluluklarına, yüksek düzeyde yolsuzluğa, kötü muhasebe standartlarına, sınırlandırıcı bankacılık düzenlemelerine ve yüksek enflasyona sahip ülkeler, az gelişmiş finansal sisteme sahip olmaya eğilimlidir.

Müslümov ve Aras (2002), 22 OECD ülkesinin 1982-2000 yılları arasındaki verileri panel veri yöntemiyle analiz etmiştir. Bu çalışmada, sermaye piyasası kapitalizasyonu/GSYİH (KAP) ve sermaye piyasası likiditesi (LIK) kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak ta reel kişi başına GSYİH büyüme oranı (EB) kullanılmıştır. Araştırma sonucunda arz öncüllü büyüme modelini destekleyen sonuçlar elde edilmiştir (Portekiz, Hollanda ve Belçika hariç). Ülkelerin bir kısmında ise nedensellik bağlantısı bulunamamıştır. Yazarlara göre çalışmaları finansal sistemin gelişmesi, sistemin sunduğu finansal hizmetlere olan talebin oluşmasından daha önce gelmektedir (Müslümov ve Aras, 2002: 99).

Caporale ve Hovers (2004), 1977-1988 dönemi için 7 ülkenin verilerini kullanmışlar ve hisse senedi piyasasının gelişiminin ekonomik büyümeye etkisinin olup olmadığını araştırmışlardır. Kullandıkları göstergeler piyasadaki hisse senetlerinin toplam değeri/GSYİH şeklinde hesaplanan piyasa kapitalizasyon oranı ve hisse senedi piyasasında işlem gören hisse senetlerinin toplam değeri/GSYİH şeklinde hesaplanan işlem hacmi oranı sermaye piyasası göstergeleri olarak kullanılırken; bankacılıktaki büyüme göstergeleri için banka mevduat yükümlülüklerinin nominal GSYİH'a oranı ve özel sektör içinde bankacılık payının nominal GSYİH'ya oranı kullanılmış, bağımlı değişken ise GSYİH'dır. Yapılan nedensellik testinde hisse senedi piyasasının ekonomik gelişmeye önemli derecede etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Müslümov tarafından 20 ülkenin 1981-1994 dönemine ait verileri kullanılarak hisse senedi piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Hisse senedi piyasası göstergeleri olarak toplam kapitalizasyon/GSYİH, işlem hacmi/GSYİH, işlem hacmi/toplam kapitalizasyonu kullanılmış bağımlı değişken olarak kişi başına GSYİH tercih edilmiştir. Çalışmanın sonucuna göre GOÜ'de sermaye piyasası ile reel ekonomik göstergeler arasında güçlü bir ilişki vardır (Aktaş, 2006: 49).

Sermaye piyasası (piyasa temelli sistem) gelişmesi ile bankacılığın gelişmesinin (banka temelli piyasa) hangisinin ekonomik büyüme üzerinde daha etkili olacağı tartışmasına rağmen, bu iki sistem arasında net bir ayırım yapmak mümkün değildir. Örneğin, ülkemizde banka temelli piyasanın aktörleri aynı zamanda sermaye piyasasında da aracılık faaliyetlerinde bulunmaktadır. Zaten, tüm bu sınıflandırma çabalarına karşın, günümüz finansal sistemlerinin ekonomik açıdan olumsuz özelliklerinden dolayı, finansal sistemler karma (hybrid) bir yapıya doğru eğilim göstermektedir. Böylelikle, sistemlerin ekonomik açıdan sağladığı avantajların bir araya geldiği ifade edilmektedir (Kahyaoğlu, 2004: 287).

Literatürde, bu tür bir tartışmanın varlığına rağmen, banka temelli sistem ile piyasa temelli sistemin birbirini tamamladığı yönünde bir düşüncenin de var olduğunu belirtmek gerekir.

Çalışmanın bu bölümünde, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki teorik bağlantı açıklanmıştır. Araç ve ürünlerin çeşitlenmesi olarak açıklanan finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki teorik ilişkiler ortaya konulmuş ve bu teorik ilişkiye yönelik çalışmalar özetlenmiştir. Çalışmaların ortaya koyduğu gerçek, tek bir yaklaşımı benimsemenin olanaksız olduğudur. Çalışmalar arasındaki farklılıklar bir yana, aynı çalışmadan elde edilen sonuçlar dahi farklı yaklaşımları destekler niteliktedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Türkiye de son yıllarda, tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, finansal liberalizasyon kavramı ekseninde, yeniden yapılandırıldı ve finansal işlem ve araçlar giderek yaygınlaşarak toplumsal hayatın bir parçası oldu. Bu gelişmeler, iktisat literatüründe de karşılık buldu ve Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini çeşitli açılardan inceleyen çalışmalar yapıldı. Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’nin finansal gelişme süreci anlatılacak ve finansal gelişme göstergeleri ortaya konulacak ve Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen başlıca çalışmalar özetlenecek ve Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi ekonometrik bir model çerçevesinde incelenecektir.

3.1. Türkiye’de Finansal Gelişme

GOÜ’nün çoğunda olduğu gibi, Türkiye’de finansal sistem 1980’den çok önemli değişimler geçirmiştir. Finansal gelişme süreci için 1980 öncesi ve sonrası finansal sistemin farklı özellikler göstermesi nedeniyle bir ayırım yılı olarak, 1980 yılı alınabilir.

3.1.1. 1980 Öncesi Dönemde Finansal Sistem

Para ve sermaye piyasalarının kuruluşunun 19. yy.’ın ikinci yarısına uzandığı Türkiye’de 1980 öncesinde derinleşmiş bir finansal piyasadan bahsedilemez. Keynesyen argümanların damgasını vurduğu ithal ikameci dönemde, finansal piyasalar sıkı bir denetleme sistemi altında bulunuyordu. 1980’den önce, bankacılık sektörü önemli ölçüde devlet kontrolü ve etkisi altında kalmıştır. Mevduat ve banka kredilerine uygulanacak faiz oranları, banka komisyon oranları ve kredi limitleri, izlenen ithal ikamesi politikası doğrultusunda belirlenmiştir (Özince, 2008: 30).

Türkiye'nin 1980 öncesi finansal yapısı şekilde özetlenebilir (Binay ve Kunter, 1998: 4):

- Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları negatifti.
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlamalar getirilmişti (kambiyo kısıtlamaları).
- Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktu.
- Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı. Merkez Bankası para politikasının oluşturulmasında, tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı.
- Kalkınmada öncelikli sektörler ucuz krediler sağlanmaktaydı.
- Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmekteydi.
- Aracılık hizmetlerinin maliyetleri yüksekti.
- Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu.
- Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmişti.
- Şirketlerin tek finansman kaynağı banka kredileriydi. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkanları yoktu. Pay sahipliği ile çok ortaklı şirketlerin oluşması denenmiş ancak büyük başarısızlıkla karşılaşmıştı.
- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece yüksekti.
- TL piyasası yok denecek kadar azdı.
- Şirket ve banka sahipliği iç içe geçmişti.

3.1.2. 1980 Sonrası Dönemde Finansal Sistem

Türkiye, 1980 yılından itibaren, 24 Ocak kararlarıyla başlayan bir finansal serbestleşme sürecine girmiştir. İthal ikameci sanayileşme anlayışından ihracata dayalı sanayileşme modeline geçişle birlikte, tüm ekonomide görülen serbestleşme ve kamu müdahalesinden uzaklaşma eğilimi, finansal sistem de gerek kurumsal düzenlemeler

gerekse yasal düzenlemeler ve finansal piyasa ve işlemleri kamu müdahalelerinden arındırma yoluyla sağlıklı bir yapıya kavuşturulmaya çalışılmıştır. Türkiye’de 1980 sonrasında yaşanan finansal gelişmeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Oskay, 2000: 3-4):

- Mevduat ve kredi faiz oranları serbestleştirilmiştir,
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmıştır,
- Kişilere portföylerinde döviz bulundurma imkanı tanınmıştır,
- Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ile buradan elde edilen gelirlerin üzerindeki vergiler azaltılmıştır,
- Aracılık hizmetlerinin maliyetleri düşmüştür,
- Mali sistem kurumsallaştırılmıştır,
- Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin getirilen kısıtlamalar azaltılmıştır,
- Menkul kıymet piyasaları oluşturularak, şirketlere yeni finansman kaynakları yaratılmıştır,
- TL piyasasının oluşturulması ve benzeri gelişmeler olmuştur.

1980 yılından başlayarak, başta faiz oranları üzerindeki sınırlamaları kaldırmak olmak üzere, mevduat münzam karşılıklarının azaltılması gibi finansal sistemin işleyişini liberalize edici düzenlemeler yapılmıştır. Sistem sadece liberalize edilememiş, aynı zamanda kurumsallaşma süreci de başlamıştır. Mevcut hukuki boşluğu ortadan kaldırmak amacıyla, 1981 yılında Sermaye piyasası kanunu yürürlüğe girmiş ve 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu, menkul kıymetler piyasasının idaresinden, kontrolünden ve mevzuatının düzenlenmesinden sorumlu olmak üzere kurulmuştur. 1983 yılında daha önce Tasfiye Fonu adıyla düzenlenmiş olan Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kurulmuştur. 1985 yılı sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuş ve 3 Ocak 1986’da faaliyete geçmiştir. TCMB bünyesinde 1986 Mart ayında Bankalararası Para Piyasası, 1988 yılının Ağustos ayında Döviz-Efektif Piyasası, 1989 Nisan ayında ise Altın Piyasası kurulmuştur. 1987 Şubat ayında Açık Piyasa İşlemleri yapılmaya başlanmıştır.

Ağustos 1989’da çıkarılan 32 sayılı Karar serbestleşme sürecinin en önemli duraklarından biri olmuştur. Kambiyo kontrollerini kaldıran ve yabancıların İMKB’de

işlem yapmasına, elde ettikleri kazançları yurtdışına serbestçe taşımalarına ve menkul kıymetlerin yurtdışından getirilmesi ve yurtdışına çıkarılmasına olanak sağlayan bu karar, Türk Finans Sistemi'nin uluslararası finansal sistemle bütünleşmesinin yolunu açmıştır.

1991 yılında kurulması düşünülen futures ve opsiyon piyasaları, ilk kez 1997'de İstanbul Altın Borsası bünyesinde faaliyete başlamış ve 2001 yılında İMKB bünyesinde faaliyet göstermeye devam etmiş ve 2005 yılında Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası adıyla faaliyete geçmiştir.

Bankacılık alanında denetim ve gözetim faaliyeti göstermek üzere 23 Haziran 1999 tarihinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu kurulmuştur. 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrasında TCMB “bağımsızlık” kavramı ekseninde yeniden yapılandırılmış ve 01.11.2005 tarihinde 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nu ilga eden 5411 sayılı kanun yürürlüğe girerek, bankacılık alanındaki ihtiyaçlar karşılanmaya çalışılmıştır.

3.3. Finansal Gelişmenin Ölçüleri

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda literatür incelemesinde de gösterildiği üzere çok farklı değişkenler kullanılmıştır. Bu durum çalışmaların oldukça farklı sonuçlar üretmesine yol açmıştır. Finansal gelişme yada finansal derinleşme göstergeleri beş kategoride incelenebilir (Lynch, 1996: 7-24):

- 1) **Miktar Ölçüleri:** Parasal ve kredi büyüklüklerine dayanan miktar göstergeleri finansal büyüme ve derinleşmenin geleneksel ölçüleridir. Bu ölçüler, bir ekonomideki tasarruf ve kredi aracılığını temsil eden ölçülerdir ve birincil olarak pozitif reel faiz oranlarının sağlanmasıyla gösterilen gelişmiş fiyat yol göstericiliğine cevaben artmaları gerekir. Miktar ölçüleri olarak parasal büyüklükler, kredi büyüklükleri ve sermaye piyasası büyüklükleri kullanılır. Parasal büyüklükler için M1, M2 yada M2Y'nin gelire oranı kullanılırken; kredi büyüklükleri için yurt içi krediler yada özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı veya özel sektöre verilen kredilerin toplam kredilere oranı kullanılmaktadır. Sermaye piyasası büyüklükleri ise borsa işlem hacmi ve kapitalizasyon oranıdır.

Araştırmacılar, daha dar para tanımlarından (M1, M2) genellikle bankacılık sisteminin likit yükümlülüklerini işaret eden M3 gibi daha geniş para tanımlarına kaymışlardır. M3'ün, M1 ve M2'nin taşıdığı bazı eksikliklerin üstesinden gelmesine rağmen, hala M2'yi kapsar ve finansal derinlikten başka faktörlerden tarafından etkilenebilir. Son yıllarda finansal aracılığın alternatif göstergesi olarak “özel sektöre verilen krediler” tercih edilmektedir (Khan ve Senhadji, 2000: 5).

Finansal gelişme için bir gösterge olan yurtiçi kredilerde özel sektörün payı bir, ekonominin yurtiçi varlık dağılımının bir görünümünü verir. Temel olarak kredileri hükümete ya da kamu mülkiyetindeki girişimlere aktaran bir finansal sistem, kredileri özel sektöre tahsis eden bir finansal sistemle aynı derecede yöneticileri değerleyemeyebilir, yatırım projelerini seçemeyebilir. Riskleri toplayamayabilir ve finansal hizmetleri sağlayamayabilir (Kar ve Pentecost, 2000: 8).

- 2) **Yapısal Ölçüler:** Yapısal ölçüler finansal sistemin analizine yardım etmek ve finansal sistemin farklı unsurlarının önemini belirlemek için oluşturulur. İlk olarak, dar paranın geniş paraya oranı (BM/NM) kullanılır. Bu oranın bir ülkenin finansal gelişme düzeyi ile pozitif bir şekilde ilişkisi olması gereklidir: Tasarruf mevduatları finansal sistem genişlediğinde, işletme sermayesinden çok daha hızlı artar. İkinci olarak, menkul kıymetler piyasasının yükümlülüklerinin geniş paraya oranı (SEC/BM) finansal sistemdeki araçlar ile menkul kıymetler piyasaları arasındaki dengenin bir göstergesi olarak kullanılır. Menkul kıymetler piyasası yükümlülükleri (SEC) tahvil, hisse senedi ve kısa dönem kredi piyasasındaki borcun toplam miktarıdır. Finansal sistem olgunlaştıkça finansal piyasaların bankalara oranı önemli ölçüde artar. Son olarak, türev araçların getirisinin temel araç piyasalarındaki getiriye oranı (DT/UT) dikkate alınır. Bu oran türev araçların dayandığı enstrümanlardaki nakit miktarı ile ilgili olarak “bilanço dışı” risk yönetimi ürünlerinin önemini ölçer. Türev ürünler, yatırıldıkları araçlarda istikrar ve etkin piyasalar gerektirir ve yatırıldıkları piyasalar bu kriteri karşılamak için geliştikçe türev ürünlerin önemi artar. Bu nedenle pozitif bir trend finansal gelişmeyi gösterir. Türev araçların getirisi ticari işlem, faiz oranı ve tahvil future ve opsiyon sözleşmelerinin ulusal getirisi aracılığıyla ölçülür.

- 3) **Finansal Fiyatlar:** Gelişmiş finansal sistemler kişilerin zaman tercihini pozitif oranını ve bir ekonomide büyüme fırsatlarını yansıtan pozitif reel faiz oranlarını üretmelidir. Bu hem neo-klasik büyüme modelinin hem de en son finansal sektör içsel büyüme modellerinin bir sonucudur. Finansal fiyatlar McKinnon ve Shaw gibi finansal sektör öncülerinin anahtar bir kavramıdır da. Gerçek anlamda pozitif olmaya ek olarak faiz oranları, ekonomik beklentileri yeterli düzeyde yansıtmalıdır.
- 4) **Ürün Çeşitliliği:** Finansal ürünlerin gelişmişliği kısmen bilgi asimetrisinin azalmasına bağlı bir şekilde, temel olarak finansal risklerin tam olarak belirlenmesi sebebiyle finansal sistem geliştikçe, piyasa bölünmesi azaldıkça artar. Finansal ürün kategorileri şu şekilde düşünülmektedir: İş finanse etme ürünleri, yatırım ürünleri ve döviz ve risk yönetimi ürünleri. Bu en temelden en gelişmişe kredi aracılığı, tasarruflar ve risk yönetiminin geniş bir görüntüsünü kapsar.
- 5) **Değişim Maliyeti:** Geleneksel neo-klasik çerçevede, değiş tokuş mekanizmalarının pratikte uygulanabilir olmayan bir şekilde maliyetsiz olduğunu varsayar. Bir ekonomideki alışverişin çeşitli maliyetlerinde, güçlü bir finansal kurumsallaşmayı içeren etkin finansal piyasalar için ön şartlar yansıtılır. Finansal sistemler optimal finansal derinleşmeyi desteklemek ve finansal sektör tarafından absorbe edilmiş kıt ekonomik kaynakların miktarını minimize etmek için düşük işlem maliyetleri (özellikle düşük kredi aracılığı maliyetleri) gerektirir.

3.3. Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

3.3.1. Literatür

Kar ve Pentecost (2000), Türkiye için 1963-1995 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Çalışma da kullanılan bağımsız değişkenler, bankaların mevduat yükümlülüklerinin GSMH’ya oranı (*bdy*), geniş paranın GSMH’ya oranı (*m2y*), özel sektör kredilerinin GSMH’ya oranı (*cpy*), özel sektör kredilerinin yurtiçi kredilere oranı (*cpd*) ve yurtiçi kredilerin GSMH’ya oranı (*dcy*)’dır. Johansen Eşbütünleşme Analizi’ (JEA)nin kullanıldığı çalışmada, kişi başına reel GSYİH’daki değişme, büyümeyi temsil eder. Çalışmanın bulgularına göre finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin

yönü göstergelerin seçimine duyarlıdır. Türkiye’de, “finans büyümeyi takip eder” görüşü “toptan” kabul edilemeyeceği gibi, “finans büyümeye öncülük eder” görüşü de ”toptan” kabul edilemez. Sonuçlar, Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin gücünün, ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındakinden daha zayıf olduğunu göstermektedir. Ancak, Türkiye’de ekonomik büyümenin finansal kalkınmaya öncülük ettiğini ileri sürmek elde edilen sonuçlarla tutarsız olacaktır (Kar ve Prescott, 2000: 13).

Ünalmiş (2002), 1970-2001 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Ünalmiş çalışmasında kullandığı bağımsız değişkenler, Kişi Başı Reel GSYİH ‘daki değişme(DLPCI), Mevduat/GSYİH(BDY), Özel Sektöre Verilen Krediler/Yurtiçi Krediler (CPD), Özel Sektöre Verilen Krediler/GSYİH (CPY), Yurtiçi Krediler/GSYİH (DCY), M2Y/GSYİH (M2Y)’dir. Bağımlı değişken olarak ise Kişi başına GSYİH’deki değişme esas alınmıştır. Çalışmada kullanılan yöntem Engle-Granger Eş-Bütünleşme Analizi (EGEA)’dir. Yazar, kısa dönemde bir değişken hariç, finansal gelişmenin önemli ölçüde ekonomik büyümenin sebebi olduğunu; uzun dönemde ise ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında iki yönlü bir ilişki olduğunu vurgulamıştır. Çalışmanın bulguları, kısa dönemde arz öncüllü yaklaşımı desteklerken, uzun dönemde hem arz öncüllü yaklaşımı hem de talep takipli yaklaşımı desteklemektedir (Ünalmiş, 2002: 8).

Halıcıoğlu (2008), geniş para stokunun GSMH’ya oranı, bankaların mevduat yükümlülüklerinin GSMH’ya oranı kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak ise ekonomik büyümenin en makul ölçüsü olduğunu ifade ettiği kişi başına reel geliri kullanmıştır. Yöntem olarak eşbütünleşmenin kullanıldığı çalışma, 1968-2005 dönemine ait verileri analiz edilmiştir. Nedensellik ilişkisinin sorgulandığı çalışma da ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiştir. Daha fazla finansal deregülasyon için oluşturulan politikalar ve finansal sektörün teşvikinin ekonomik büyümeyi artırması olasıdır (Halıcıoğlu, 2008: 10-11).

Yapraklı (2007), Türkiye için 1990-2006 verilerini kullanmış ve ticari ve finansal dış açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri incelemiştir. Bağımlı değişken GSMH büyüme hızıdır. Bağımsız değişkenlerden ticari dışa açıklık oranı, $[(\text{ihracat} + \text{ithalat}) * 100 / \text{GSMH}]$ şeklinde ve finansal dışa açıklık oranı, $[(\text{gayri safi özel sermaye girişi} + \text{gayrisafi özel sermaye çıkışı}) * 100 / \text{GSMH}]$ şeklinde tanımlanmıştır.

Çalışmada JEA kullanılmış ve uzun dönemde ekonomik büyüme ile ticari dışa açıklık arasında pozitif, finansal dışa açıklık arasında ise negatif ilişkinin söz konusu olduğu tespit edilmiştir. Ticari dışa açıklık sabitken, finansal dışa açıklıktaki 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0,50 birim düşürmektedir. Ekonomik büyüme ile ticari ve finansal dışa açıklık arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Diğer bir nedensellik ilişkisi de, ticari dışa açıklıktan finansal dışa açıklığa doğru tek yönlü nedensellik şeklindedir (Yapraklı, 2007: 82-83).

Demir ve diğerleri (2007), Türkiye için 1995-2005 verilerini kullanmıştır. Çalışmada yöntem olarak JEA kullanılmıştır. İki modelin kullanıldığı çalışmada bankacılık sistemi ile hisse senedi piyasası ile ekonomik büyüme ilişkisini analiz eden birinci modelde kullanılan değişkenler, özel sektöre verilen krediler/GSYİH ve toplam piyasa kapitalizasyonu/GSYİH değerleridir. Bağımlı değişken ise toplam reel çıktı (GSYİH)'dır. Endüstriyel sektörün finanslanması ile toplam ekonomik faaliyetler arasındaki ilişkiyi değerlendiren ikinci modele ilişkin değişkenler ise toplam reel çıktı (GSYİH), endüstriyel sektörün kapitalizasyonu ve endüstriye verilen toplam banka kredisidir. Birinci modelin sonuçlarına göre, özel kesime verilen krediler ile toplam piyasa kapitalizasyonun GSYİH'ya oranı arasında uzun dönem ilişki mevcuttur. Fakat sonuçlar, bu etkinin öneminin küçük olduğunu ve hisse senedi piyasa kapitalizasyonunun ve özel sektöre verilen banka kredilerinin sadece bir parça ekonomik faaliyetin büyüklüğünü belirlediğini göstermektedir. Ayrıca, piyasa temelli ve banka temelli piyasa tartışmasına yönelik olarak da hisse senedi piyasasının büyüme sürecine katkısı bankalara göre daha küçük olduğu da tespit edilmiştir (Demir ve diğerleri, 2007: 450).

Altunç (2008), bağımsız değişken olarak, $M2/GSYİH$ ($M2$), özel sektöre verilen krediler/GSYİH (CREDIT), toplam finansal varlıklar/GSYİH (FIN), menkul kıymetler/GSYİH (MEN)'yi kullanırken, bağımlı değişken olarak, Fert başına reel gayrisafi yurtiçi hasıla artış hızını (GDPPC) dikkate almıştır. Çalışmasında JEA kullanan Altunç, 1970-2006 dönemine ait verileri kullanmıştır. Yazar çalışmasında ekonomik büyüme ile değişkenler arasında tek bir eş-bütünleşik vektörün varlığını tespit etmiştir. $M2$ 'nin kullanılması durumunda nedenselliğin yönü finanstan büyümeye doğru iken CREDIT ve MEN göstergelerinin kullanılması durumunda ise hem arz öncüllü hem de talep takipli modeli destekleyen kanıtlar elde edilmiştir. Uzun dönemde toplam finansal

varlıkların GSYİH'ya oranı, kişi başına reel gelirdeki artış oranı tarafından belirlenmektedir (Altunç, 2008: 124).

Danışoğlu (2004), finansal gelişme ölçüsü olarak, M2/GSYİH, M3/GSYİH, toplam varlıklar/GSYİH ve toplam krediler/GSYİH kullanılırken, ekonomik büyüme göstergeleri olarak reel GSYİH ve Kişi başına Reel GSYİH değerleri kullanılmıştır. 1987-2003 döneminin verilerinin kullanıldığı çalışmada Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Çalışmanın sonucu literatürdeki yaygın görüş olan arz öcülü hipotezi destekler niteliktedir. İncelenen dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik bulunmuştur (Danışoğlu, 2004: 28).

Doğan (2002), Granger nedensellik testi ve EGEA uyguladığı çalışmasında, finansal gelişmenin göstergeleri M2/GSYİH, M2Y/GSYİH ve M3/GSYİH iken ekonomik büyümeyi temsil eden değişken reel GSYİH'dır. 1982-1998 dönemine ait verilerin esas alındığı çalışmada nedenselliğin yönü finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğrudur ve 3 ya da 6 aylık gecikmelerle finansal derinleşmedeki ilerlemeler, ekonomik büyüme üzerinde etkiye bulunmaktadır. Eşbütünleşme analizi sonucunda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkiye rastlanamamaktadır (Doğan, 2002: 69-70).

Yılmaz ve Kaya (2006), Granger nedensellik testi ve eşbütünleşme testi uygulamıştır. 1986-2004 dönemi verilerinin kullanıldığı çalışmada bağımsız değişkenler, M2/GSYİH, Mevduat Bankalarının toplam mevduatları/GSYİH, özel sektör kredileri/GSYİH ve Finansal tasarruflar/GSYİH'dır. Ekonomik büyümeyi temsil eden gösterge ise reel kişi başına GSYİH'dır. Çalışmada, dört değişken ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişki bulunamamıştır. Kısa döneme bakıldığında, tüm değişkenler için ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik bulunmuştur (Yılmaz ve Kaya, 2006: 129). Bu sonuç, Türkiye'de finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin talep takipli yaklaşıma uygun olduğunu içermektedir.

Yılmaz ve Kayalıcı (2002), 1960-2001 dönemi verilerini ele almış ve M2Y/GSYİH ile toplam piyasa kapitalizasyonu finansal gelişme göstergeleri olarak kullanmıştır. Eşbütünleşme analizine dayanan çalışmada bağımlı değişken reel

GSMH'daki artış oranı iken, bağımsız değişkenler yani finansal gelişme göstergeleri M2Y ve Özel sektör kredileri/Toplam kredileridir. Bu iki değişkenle GSMH'nın artış oranı arasında arz öncüllü hipoteze uygun bir ilişki saptanmıştır(Yılmaz ve Kayalica, 2002: 47).

Aslan ve Küçükaksoy (2006), Türkiye için 1970-2004 verileri kullanarak eşbütünleşme ve granger nedensellik testi yapmıştır. Çalışmada özel sektör kredi hacmi büyüklüğü finansal gelişme göstergesi olarak kullanılırken, ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına reel GSYİH değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular, incelenen dönemde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi öncelediği, diğer bir ifadeyle arz öncüllü hipotezin Türkiye için doğru olduğu yönündedir (Aslan ve Küçükaksoy, 2006: 34).

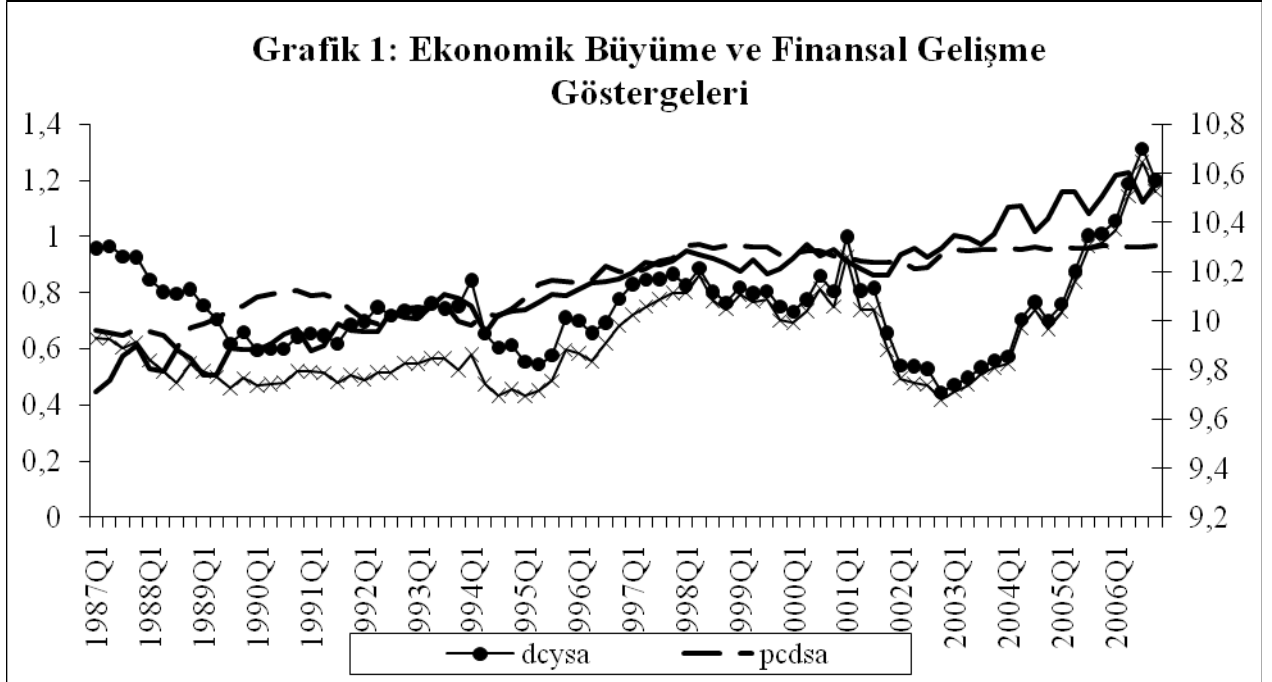
Aslan ve Korap (2006) da 1987-2004 dönem verilerini kullanarak eşbütünleşme ve Granger nedensellik analizine başvurmuştur. Reel GSYİH, ekonomik büyümeyi temsil ederken, özel sektör kredileri/GSYİH, M2Y/GSYİH ise finansal gelişmeyi temsil etmektedirler. Çalışmada ekonomik büyümeden M2Y'ye doğru bir nedensellik bulunurken, özel sektör kredileri/GSYİH ekonomik büyümenin nedeni olarak algılanabilir (Aslan ve Korap, 2006: 16).

3.3.2. Yöntem ve Bulgular

3.3.2.1. Veri Seti

Türkiye'de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin testinde 1987-2006 dönemi baz alınmış ve üçer aylık veriler kullanılmıştır. Ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere üretim yöntemine göre reel gayri safi yurt içi hasıla (rgnpu) değişkeni, Finansal gelişmeyi temsil etmek üzere ise Lynch (1996) tarafından "Miktar Ölçüleri" içerisinde "Kredi Büyüklükleri" olarak adlandırılan özel sektöre verilen krediler/ yurtiçi krediler oranı (pcd), özel sektöre verilen krediler/ GSYİH oranı (pcy), yurtiçi krediler/GSYİH oranı (dcy) olmak üzere üç ayrı değişken seçilmiştir. Kredi büyüklüklerinin kullanılmasının başlıca sebebi, Değişkenlerin başındaki "I" harfi ilgili değişkene logaritmik değişim yapıldığını, "Δ" sembolü ise ilgili değişkene fark alma işlemi yapıldığını göstermektedir. Değişkenlerin sonlarında bulunan "sa" ifadesi ise mevsimsel

düzeltilmeyi ifade etmektedir. Mevsimsel düzeltmeleri yapılmış değişkenlerin grafikleri Grafik 1’de görülmektedir.



3.3.2.2. Birim Kök Testi

Serilerin durağan olup olmadığını belirlemek için çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Bunlardan Dickey-Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller, ADF) Testi uygulamada en çok başvurulan yöntemlerin başında gelmektedir. ADF testinde otokorelasyon sorununun giderilmesi için bağımlı değişkenin optimal gecikme uzunluğu kadar gecikmesi DF (Dickey-Fuller) denkleminde bağımsız değişken olarak kullanılır.

$$\Delta y_t = \gamma_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (9)$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (10)$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + \alpha_2 t + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (11)$$

Denklemlerde $\gamma=0$ olup olmadığı test edilmektedir. Boş hipotez “H₀: Seri birim kök içermektedir” şeklindedir. Boş hipotez reddedilirse serinin durağan olduğu, red edilemezse serinin durağan olmadığı sonucuna varılmaktadır. Birim kök testine ait sonuçlar Tablo 4’de verilmiştir.

Tablo 4: Birim Kök Testi Bulgular

| Değişken | $\Delta \text{Irgnpusa}$ (c) | Δdcysa (n) | Δpcdsa (n) | Δpcysa (n) |
|---|---------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| İstatistik | -3.2194 ^b | -8.4004 ^a | -5.6524 ^a | -4.6513 ^a |
| AIC | 7 | 0 | 1 | 1 |
| a:%1,b:%5,c:%10 anlamlılık düzeyi ():c+t: sabitli,trendli; c:sabitli; n:sabitsiz,trendiz model | | | | |

ADF testi sonuçlarına göre Irgnpusa değişkeni sabitli modelde, dcysa, pcdsa ve pcysa değişkenleri ise sabit ve trend içermeyen modelde birinci farklarında durağandır.

3.3.2.3. Eşbütünleşme Analizi ve Hata Düzeltme Modeli

Sistemdeki değişkenlerin eşbütünleşik olup olmadıklarını belirlemek amacıyla Engle ve Granger (1987) Eşbütünleşme Analizi kullanılmıştır. Bu yöntemi 4 aşamada uygulamak mümkündür (Enders, 2004: 335):

Aşama 1: Değişkenlerin entegre derecesi testi yapılır. Eşbütünleşme analizi için serilerin aynı derecede durağan olması gerekir. Y_t ve Z_t gibi iki seri varsayılırsa ve bu iki serinin 1. farklarında entegre olduğunu biliniyorsa bu serilerin uzun dönemli bir ilişkilerinin olup olmadığını tespit etmek için 2. aşamaya geçebilir.

Aşama 2: Uzun dönem denge ilişkisi tahmin edilir. Birinci aşamada $\{Y_t\}$ ve $\{Z_t\}$ serileri I(1) ise aşağıdaki eşbütünleşme denklemi EKK ile tahmin edilir.

$$Y_t = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 Z_t + \varepsilon_t \quad (12)$$

Eşbütünleşme denkleminin hata terimleri $\{e_t\}$ 1. farklarında durağan olan $\{Y_t\}$ ve $\{Z_t\}$ serilerine kıyasla bir alt seviyede yani seviyesinde durağan ise serilerin eşbütünleşik olduğuna karar verilir. Dickey-Fuller testi hata terimlerine uygulanarak bu serinin durağanlığı test edilir.

$$\Delta \hat{e} = a_1 \hat{e}_{t-1} + e_t \quad (13)$$

$\{\hat{e}_t\}$ hata terimleri olduğundan modele sabit ilave etmeye gerek yoktur. Eğer $H_0: a_1=0$ hipotezi red etmek mümkün değilse değişkenlerin eşbütünleşik olmadığına ilişkin hipotez de reddedilemez. Hata terimlerinin otokorelasyonlu olması durumunda ise aşağıdaki gibi ADF testi kullanılabilir.

$$\Delta \hat{e} = a_1 \hat{e}_{t-1} + \sum a_{i+1} \Delta \hat{e}_{t-i} + e_t \quad (14)$$

Aşama 3: Hata Düzeltme Modeli tahmin edilir. Eğer seriler eşbütünleşik ise denge regresyon denkleminin hata terimleri hata düzeltme denklemi tahmini için kullanılır. Eğer $\{Y_t\}$ ve $\{Z_t\}$ CI(1,1) ise değişkenler aşağıda gösterildiği gibi hata düzeltme formunda ifade edilebilir.

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \alpha_y \hat{e}_{t-1} + \sum_{i=1} \alpha_{11}(i) \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1} \alpha_{12}(i) \Delta Z_{t-i} + \varepsilon_{yt} \quad (15)$$

$$\Delta Z_t = \alpha_2 + \alpha_z \hat{e}_{t-1} + \sum_{i=1} \alpha_{21}(i) \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1} \alpha_{22}(i) \Delta Z_{t-i} + \varepsilon_{zt} \quad (16)$$

Aşama 4. Modelin Uyguluğunun Belirlenmesi. Modelin uygun olup olmadığının belirlenmesinde birçok yöntem söz konusudur. Diyagnostik testleri kullanmak bunlardan

biridir. Hata düzeltme modelinde Y, Z'in (Z, Y'nin) Granger anlamda nedeni değildir hipotezi, α_{22} (α_{12}) katsayılarının ve/veya $\hat{\epsilon}_{t-1}$ 'in katsayısının anlamlı olması durumunda reddedilir.

Tablo 5'de aynı farklarında durağan olan seriler için yapılan eşbütünlük testi sonuçları görülmektedir. Değişkenlerden sadece reel GSYİH ve özel kesime verilen krediler/GSYİH oranı değişkenlerinin eşbütünlük olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 5: Eşbütünlük Analizi Bulgular

| Denklemler | t İstatistikleri | Denklemler | t İstatistikleri |
|--|------------------|-------------------------------------|------------------|
| $\text{lrgnpusa} = f(\text{dcysa})$ | -1.414928 | $\text{dcysa} = f(\text{lrgnpusa})$ | -2.938911 |
| $\text{lrgnpusa} = f(\text{pcdsa})$ | -2.394058 | $\text{pcdsa} = f(\text{lrgnpusa})$ | -2.793017 |
| $\text{lrgnpusa} = f(\text{pcysa})$ | -1.645692 | $\text{pcysa} = f(\text{lrgnpusa})$ | -3.644963* |
| *: Anlamlı, Kritik değerler için Engle-Yoo(1987) kullanılmıştır. | | | |

Eşbütünlük oldukları tespit edilen reel GSYİH değişkeni ile özel kesime verilen krediler/GSYİH oranı değişkenleri için yapılan hata düzeltme modeli sonuçları ise Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6: Hata Düzeltme Analizi Bulgular

| Denklemler | |
|--|---|
| 1 | $\Delta \text{lrgnpusa}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \hat{\epsilon}_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \alpha_{11}(i) \Delta \text{lrgnpusa}_{t-i} + \alpha_{12} \Delta \text{pcysa}_{t-1} + \epsilon_{1t}$ <p>0.047 F-stat=4.479^a</p> |
| 2 | $\Delta \text{pcysa}_t = \alpha_0 + \alpha_2 \hat{\epsilon}_{t-1} + \sum_{i=1}^2 \alpha_{21}(i) \Delta \text{pcysa}_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \alpha_{22}(i) \Delta \text{lrgnpusa}_{t-i} + \epsilon_{2t}$ <p>$\alpha_2 = -0.117^b$ F-stat=3.486^a</p> |
| a: %1 b: %5 c: %10 Anlamlılık Düzeyi | |

Her iki denklemde de hata düzeltme katsayısı beklenildiği gibi negatif ve 0 ile 1 arasındadır. Birinci denklemde hata düzeltme katsayısının anlamlı olmamasına karşın f istatistiği anlamlıdır. 2. denklemde ise hem hata düzeltme katsayısı hem de f istatistiği anlamlıdır. Bu nedenle reel GSYİH değişkeni ile özel kesime verilen krediler/GSYİH oranı değişkeni arasında çift yönlü bir nedensellik söz konusudur.

3.3.2.4. Granger Nedensellik Testi

Aralarında eşbütünleşme ilişkisi bulunmayan değişkenler arasında Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır. Granger nedensellik testi aşağıdaki iki regresyon denkleminin tahminini gerektirmektedir.

$$\Delta X_t = \sum_{j=1}^m a_j \Delta X_{t-j} + \sum_{j=1}^q b_j \Delta Y_{t-j} + u_t \quad (17)$$

$$\Delta Y_t = \sum_{j=1}^r c_j \Delta Y_{t-j} + \sum_{j=1}^s d_j \Delta X_{t-j} + v_t \quad (18)$$

Bu modelde a_j, b_j, c_j, d_j = gecikme katsayıları, m, q, r, s = gecikme dönemleri, u, v = hata terimleri, Δ = fark alma operatörüdür. Tüm b ve d katsayılarının istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadıkları F-testi yardımıyla bulunarak aşağıdaki hipotezler sınanır.

$H_0 = b_1 = b_2 = b_3 = \dots = b_q = 0$ Bu hipotez kabul edilirse Y'den X'e nedensellik yoktur. Bu hipotez reddedilirse Y'den X'e bir nedensellik vardır.

$H_0 = d_1 = d_2 = d_3 = \dots = d_s = 0$ Bu hipotez kabul edilirse X'den Y'ye nedensellik yoktur. Hipotez reddedilirse X'den Y'ye bir nedensellik vardır. Her iki hipotez reddedilirse çift yönlü nedensellik vardır. İki hipotezden biri kabul diğeri reddedilirse tek yönlü nedensellik vardır. Her iki hipotez reddedilmezse X ve Y değişkenleri arasında bir nedensellik yoktur. Granger nedensellik testi sonuçları Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

| Denklemler | F Testi | KARAR |
|---|--------------------|---------------------|
| $\Delta \text{lrgnpusa} = \Delta \text{lrgnpusa}(4) + \Delta \text{dcysa}(1)$ | 5.026 ^a | dcysa → lrgnpusa |
| $\Delta \text{lrgnpusa} = \Delta \text{lrgnpusa}(4) + \Delta \text{pcdsa}(1)$ | 4.324 ^a | pcdsa → lrgnpusa |
| $\Delta \text{dcysa} = \Delta \text{dcysa}(1) + \Delta \text{lrgnpusa}(2)$ | 3.121 ^b | lrgnpusa → dcysa |
| $\Delta \text{pcdsa} = \Delta \text{pcdsa}(1) + \Delta \text{lrgnpusa}(1)$ | 3.572 ^b | lrgnpusa → pcdsa |
| a: %1 b:%5 c:%10 Anlamlılık Düzeyi | | |

Tablo 7’de görüldüğü üzere yurtiçi krediler/GSYİH ve özel sektöre verilen krediler/yurtiçi krediler oranı değişkenlerinden reel GSYİH’ya yönelik denklemde f istatistiği %1 seviyesinde anlamlıdır. Reel GSYİH’den yurtiçi krediler/GSYİH ve özel sektöre verilen krediler/yurtiçi krediler oranı değişkenlerine yönelik denklemde ise f istatistiği %5 seviyesinde anlamlıdır. Buradan hareketle, finansal gelişmeyi temsil eden değişkenler ile ekonomik büyümeyi temsil eden reel GSYİH arasında çift yönlü Granger nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye’de 1987-2006 dönemi için ekonomik büyüme göstergesi olarak seçilen reel GSYİH değişkeni ile finansal gelişme göstergesi olarak seçilen değişkenlerden sadece özel sektöre verilen krediler/ GSYİH oranı değişkeninin eşbütünleşik olduğu tespit edilmiş, bunun dışında herhangi bir uzun dönem ilişkiye rastlanılamamıştır. Buradan hareketle Türkiye’de finansal gelişmenin kısa dönemde ekonomik büyüme üzerinde etkili olsa bile uzun dönemde ekonomik büyümenin belirleyicisi konumunda olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Eşbütünleşik oldukları tespit edilen reel GSYİH ve özel sektöre verilen krediler/ GSYİH oranı değişkenleri için yapılan hata düzeltme modeli sonuçları ise değişkenler arasında çift yönlü bir nedenselliğe işaret etmektedir. Finansal gelişmeyi temsil eden değişkenler ile ekonomik büyüme arasındaki kısa dönemli ilişkileri test etmek amacıyla uygulanan Granger nedensellik testi sonuçlarına göre ise, özel sektöre verilen

krediler/yurtiçi krediler oranı ve yurtiçi krediler/GSYİH oranı değişkenleri ile reel GSYİH değişkeni arasında çift yönlü Granger nedensellik tespit edilmiştir.

Diğer taraftan hem hata düzeltme modeli sonuçlarında hem de Granger nedensellik testi sonuçlarında finansal gelişme göstergelerinin katsayılarının negatif olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin olumsuz olduğunu işaret etmektedir.

SONUÇ

Finansal sistem, araçları, aracıları, düzenlemeleri ve piyasalarıyla ekonomik sistem içerisinde önemli bir yer tutmakta ve fon fazlası olan kesimlerden, fon açığı olan kesimlere kaynak aktararak, ekonomik büyüme üzerinde çeşitli etkiler yaratmaktadır. İktisat literatüründe baskın bir görüş olarak, finansal kesimin varlığının, asimetrik bilgi sorununun azalmasına ve ekonomideki fonların daha verimli ve daha etkili alanlara aktarılmasına yol açtığı iddia edilmektedir. Yaklaşımına göre, Finansal kesimin varlığı, asimetrik bilgiden oluşan piyasa sürünmelerini azaltmakta ve piyasaların daha etkin bir şekilde çalışmasına olanak sağlamaktadır.

Finansal araç ve piyasaların çeşitlenmesi olarak ifade edilebilecek olan finansal sistemin derinleşmesi ya da bu bağlamda finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, 20. ve 21. yy.'ın önemli bir konusu olmuştur. Başlangıçta finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde etkisi olduğu vurgulanırken; gelişen süreçte ilişkinin yönü tartışma konusu olmuştur. 1970'li yıllarla birlikte, ekonomik büyüme hızını artırması gereken bir finansal sistemin liberalleşmesi gerektiği konusu üzerinde durulurken; 1980'lerde, finansal baskı politikalarının da büyüme üzerinde etkili olabileceği veya finansal liberalizasyonun niçin etkili olamayacağı konuları üzerinde durulmuştur. 1990'lı yıllarda itibaren yoğunlaşan eğilim, bu ilişkinin ampirik olarak incelenmesidir. Temelde, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu düşünenler, arz yanlı ve talep takipli yaklaşımları veya karşılıklı ilişkiyi destekleyen bulgular ortaya koymuşlardır.

Ancak, ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında bu yönlü bir ilişki olmadığını iddia eden teorik ve ampirik çalışmalar da bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar, ekonomik büyümenin finansal ürünlere talep yarattığını ve dolayısıyla nedenselliğin ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu; finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında ilişki bulunmadığını veya finansal gelişmenin ekonomik büyümenin temel belirleyicilerinden olamayacağını ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme hızını

azalttığını içermektedir. Çok ölkeli modellerde veya tek ölkeyi kapsayan zaman serisi analizlerinde, belirtilen bütün görüşleri destekleyen sonuçlar elde edilmektedir. Hatta, kullanılan modellerdeki değişkenler dahi, farklı nedensellik ilişkilerini işaret edebilmektedir. Sonuçların bu düzeyde farklılıklar göstermesi, tek bir görüşün doğru olarak benimsenmesini engellemektedir.

Türkiye’de de finansal liberalizasyon politikaları, 1980’lerden itibaren uygulamaya konulmuş ve Türk finansal sistemi liberalize edilmiştir. Bu süreç 1990’lardan itibaren yoğunlaşmış ve 2000’li yıllarda türev piyasaların kurulmasını içerecek kadar genişlemiştir. Bu serbestleşme hareketlerinin, Türk finansal sisteminde bir derinleşme eğilimi yarattığı, finansal gelişme göstergeleri incelendiğinde de ortaya çıkmaktadır. Para, kredi ve sermaye piyasasını temsil edenler başta olmak üzere çeşitli değişkenler, 1980’den itibaren önemli büyüklüklere ulaşmıştır.

Üç bağımsız değişkenden sadece özel sektöre verilen krediler/GSYİH oranı değişkeni ile reel GSYİH arasında uzun dönem ilişki bulunabilmiştir. Bu yönüyle, kullanılan iki değişken finansal gelişmeyle ekonomik büyüme arasında bir uzun dönem ilişki bulunmadığını ortaya koymaktadır. Elde edilen birinci bulgu, daha doğru bir biçimde yorumlanacak olursa, uzun dönemde finansal gelişme ekonomik büyümenin temel belirleyicilerinden biri değildir.

Uzun dönemli ilişki bulunmayan değişkenlerle yapılan Granger nedensellik testi ise özel sektöre verilen krediler/Yurtiçi krediler oranı, yurtiçi krediler/GSYİH oranı, değişkenleri tarafından temsil edilen finansal gelişme ile reel GSYİH tarafından temsil edilen ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

Diğer taraftan hem hata düzeltme modeli sonuçlarında hem de Granger nedensellik testi sonuçlarında finansal gelişme göstergelerinin katsayılarının negatif olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin olumsuz olduğunu işaret etmektedir. Modele göre, kısa dönemde kredi büyüklükleri tarafından temsil edilen finansal gelişme, ekonomik küçülmeye neden olmaktadır. Bu sonuç, Artan (2007) tarafından GOÜ’e genişletilen sonucu desteklemektedir. Singh (1997), Mazur ve

Aleksander (2001) ve Greene ve Villanueva (1991) tarafından yapılan çalışmalarda da benzer sonuçlar elde edilmiştir.

Özel sektöre verilen krediler/yurtiçi krediler oranının kısa dönemde negatif bir etkide bulunması, Loayza ve Ranciere (2002)'in elde ettikleri sonucu hatırlatmaktadır. Loayza ve Ranciere (2002), panel veri kullanarak elde ettikleri sonuç, çalışma da koentegrasyon yöntemiyle elde edilmiştir. Yazarlar, finansal aracılık ile çıktı büyümesi arasındaki uzun dönem ilişkinin, genellikle negatif kısa dönem ilişki ile bir arada bulunduğunu saptamışlardı. Özel sektöre verilen krediler/GSYİH oranı, bahsedilen çalışmanın sonuçlarıyla örtüşen bir sonuç ortaya koymaktadır.

KAYNAKLAR

- Afşar, Aslı (2007), “Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki”, **Muhasebe ve Finans Dergisi**, (36), 188-198.
- Aktaş, Metin (2006), “Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişme Trendi ve Ekonomik Büyüme ile İlişkisi”, **Yönetim Dergisi**, (55), 47-54.
- Allen, Franklin ve Santomero, Anthony M. (1998), “The Theory of Financial Intermediation,” **Journal of Banking & Finance**, (21), 1461-85.
- Altan, Mikail (2001), **Fonksiyonlar ve İşlemler Açısından Bankacılık**, 1. Baskı, Kırklareli: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Altunç, Ömer Faruk (2008), “Türkiye’de Finansal Gelişme ile İktisadi Büyüme Arasındaki Nedenselliğin Ampirik Bir Analizi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, 3(2), 113-127.
- Aras, Güler ve Müslümov, Alövsat (2004), “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, (222), 55-65.
- Arestis, Philip ve diğerleri (2001), "Financial Development and Economic Growth: the Role of Stock Markets", **Journal of Money, Credit and Banking**, 33(1), 16-41.
- Arestis, Philip ve Demetriades, P. (1997). “Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”, **Economic Journal**, 107 (442), 783-799.
- Artan, Seyfettin (2007), “Finansal Kalkınmanın Ekonomik Büyüme Etkileri: Literatür ve Uygulama”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 22 (252), 70-89
- Aslan, Özgür ve Korap, H. Levent (2006), “Türkiye’de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi”, <http://www.mu.edu.tr.\sbe\sbedergi\dosya\O-Aslan.pdf> (16.04.2010).

- Aslan, Özgür ve Küçükaksoy, İsmail (2006), “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, (4), 26-35.
- Atamtürk, Burak (2007), “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 23 (2), 75-89.
- Bandiera, Oriana ve diğerleri (2000), “Does Financial Refomirm Raise or Reduce Saving?”, **The Review of Economics and Statistics**, 82(2), 239-263.
- Bankacılık Kanunu (2005), **T. C. Resmi Gazete**, 25983, 01 Kasım 2005.
- Baş- Dinar, Gülenay (2009), “ Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme: Bir Literatür Çalışması”, http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Dinar_econanadolu2009.pdf (03.04.2010).
- Bencivenga, Valerie R. ve Smith, Bruce D. (1991), “Financial Intermediation And Endogenous Growth”, **Review Of Economic Studies**, 58, 195-209.
- Berber, Metin (2006), **İktisadi Büyüme ve Kalkınma**, 3. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Becsi, Zslot ve Wang, Ping (1997), “Financial Development and Growth”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, 82(4), 46-62.
- Binay, Şükrü ve Kunter, Kürşat (1997), "Türkiyede Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü", <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper2.html> (16.05.2010).
- Black, Tyrone ve Daniel, Donnie (1988), **Money and Banking**, Third Edition, Plano, Texas: Business Publications.
- Boulila, Ghazi ve Trabelsi, Mohamed (2002), “Financial Development and Long-Run Growth: Granger Causality in a bivariate VAR Structure, Evidence from Tunisia: 1962-1997”, www.erf.org.eg/CMS/getFile.php?id=700 (12.05.2010)
- Buffie, Edward F. (1984), “Financial Repression and Stabilization Policy”, **Journal of Development Economics**, 14, 305-322.
- Bulutay, Tuncer (2994), “Kalkınma ve Büyüme”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, (214), 8-91.

- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan (2004), **Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi**, 2. Baskı, İstanbul: Ekin Kitabevi.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan (2008), **Finansal Teknikler**, 6. Baskı, İstanbul: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Chandavarkar Anand (1992), "Of Finance and Development: Neglected and Unsettled Questions", **World Development**, 20(1), 133–142.
- Damışoğlu, Ayşe Çelikel (2004), "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği", **Yönetim Dergisi**, 15 (49), 19-29.
- Demir, Yusuf ve diğerleri (2007), "Türkiye'de Finansal Piyasalar ile Ekonomik Büyüme İlişkisi", **Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi İİBF Dergisi**, (13), 438-456.
- Demirgüç-Kunt, Aslı ve Levine, Ross (2004), "Financial Structure and Economic Growth: Perspectives and Lessons", Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine (Ed.), **Financial Structure and Economic Growth: A Cross Country Comparison of Banks, Markets and Development**, 1. Baskı içinde (3-14), Cambridge: MIT Press.
- Demirgüç-Kunt, Aslı ve Levine, Ross (1999), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=569255&rec=1&srcabs=156288 (28.05.2010).
- Doğan, Harun (2002), "Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, (190), 60-71.
- Dornbusch, Rudiger ve Fischer, Stanley (1998), **Makro Ekonomi**, (Çev. Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım), 1. Baskı, İstanbul: McGraw-Hill – Akademi.
- Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan (2004), **Ekonomi Politikası**, 14. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Emek, Uğur (2002), "Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri", **Rekabet Dergisi**, (6), 60-86.
- Enders, Walter (2004), **Applied Econometric Time Series**, Second Edition, New York: John Wiley&Sons Inc.

- Erim, Neşe ve Türk, Armağan (2005), “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 10(2), 21-45.
- Ertuna, Özcan (1986), **Finansal Kurumlar**, 2. Baskı, Ankara: Teori Yayınları.
- Eschenbach, Felix (2004), “Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature”, <http://www.tinbergen.nl/discussionpapers/04039.pdf> (03.11.2009)
- European Securities Markets Expert Group (2008), “The Role of Credit Rating Agencies”, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf (02.07.2010).
- Evin, Cem Serhat (2007), **Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Nedensellik Analizi**, Yayınlanmamış Tez Türü, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Fama, Eugene F. (1980), “Banking in the Theory of Finance”, **Journal of Monetary Economics**, (6), 39-58.
- Felix, Rioja ve Valev, Neven (2003), “Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development”, 1-29, http://www2.gsu.edu/~econvt/sources_of_growth.pdf (01.03.2010)
- Fitzgerald, Walpy (2006), “Financial and Economic Growth: A Critical View”, http://www.update.un.org/esa/policy/background_paper/fitsgerald_draft.pdf (08.05.2010).
- Goldsmith, Raymond, W. (1969), **Financial Structure and Development**, New Haven: Yale University Press.
- Graff, Michael (2001), “Financial Development and Economic Growth in Corporatist and Liberal Market Economies”, 1-25, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286052 (30.01.2010).
- Greenwood, Jeremy ve Jovanovic, Boyan (1990), “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”, **The Journal of Political Economy**, 98(5), 1076-1107.
- Gurley, John G. ve Shaw, Edward S. (1955), “Financial Aspects of Economic Development”, **The American Economic Review**, 45(4), 515-538.

- Güloğlu, Bülent (2003), “Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Panel Veriler Yaklaşımı”, **İMKB Dergisi**, 7 (27), 39-65.
- Günel, Mehmet (2006), **Para Banka ve Finansal Sistem**, 1. Baskı, Ankara: Yeni Dönem Yayınları.
- Halıcioğlu, Ferda (2007), "The Financial Development and Economic Growth Nexus for Turkey, http://www.eeri.eu/documents/wp/EERI_RP_2007_06.pdf (03.05.2010).
- Hondroyiannis, George ve diğerleri (2005), “Financial Markets and Economic Growth in Greece”, 1986-1999, <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper200417.pdf> (26.06.2010).
- Kahyaoğlu, Hakan (2004), “Karma (Hybrid) Finansal Sistemlerde Türev Araçların Kullanımı”, <http://bys.marmara.edu.tr/konferanslar/2004/25.pdf> (12.03.2010).
- Kahyaoğlu, Hakan (2008), “Finansal Gelişim Politikalarına Yönelik Temel Yaklaşımlar”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 45 (515), 21-29.
- Kar, Muhsin ve AĞIR, Hüseyin (2006), “Türkiye’de Beşeri Sermaye ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Eşbütünleşme Yaklaşımı ile Nedensellik Testi, 1926-1994”, **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 6(11), 51-68.
- Kar, Muhsin ve Taş, Seyhan (2004), “İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri”, Sami Taban ve Muhsin Kar (Ed.), **Kalkınma Ekonomisi**, 1. Baskı içinde (159-195), Bursa: Ekin Kitabevi.
- Kar, Muhsin ve Pentecost, E.J. (2000), “Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue”, <http://www.econturk.org/muhsinkar.pdf> (15.03.2010).
- Kazgan, Gülten (1997), **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, 7. Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Kaytancı, Gülümser (2000), **Ödemeler Dengesi, Kamu Açıkları ve Finansal Gelişme: Türkiye 1980-1999**, Yayınlanmamış Tez Türü, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Khan, Mohsin S. ve Senhadji, Abdelhak S. (2000), “Financial Development and Economic Growth: An Overview”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00209.pdf> (20.05.2010).
- Kidwell, David S. ve Peterson, Richard L. (1984), **Financial Institutions, Markets, and Money**, Second Edition, New York: CBS College Publishing.
- Kirkpatrick, Colin ve Green, Cristopher (2002), Finance and Growth: An Overview of the Issues, **Journal of International Development**, 14, 207-209.
- King, R.G. ve Levine, R. (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, **Quarterly Journal of Economics**, 108 (3), 717-737.
- Levine, Ross (1997), “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, **Journal of Economic Literature**, (35), 688-726.
- Levine, Ross (2004), “Finance and Growth: Theory and Evidence”, http://www.nber.org/papers/w10766.pdf?new_window=1 (12.03.2010).
- Levine, Ross ve Zervos, Sara (1996), “Stock Market Development and Long-Run Growth”, **The World Bank Economic Review**, Vol. 10 (2), 323-339.
- Levine, Ross ve diğerleri (2000), “Financial Intermediation and Growth: Causality And Causes”, **Journal of Monetary Economics**, (46), 31-77.
- Levine, Ross, ve Zervos, Sara (1998), “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, **The American Economic Review**, 88 (3), 537-558.
- Loayza, Norman ve Ranciere, Romain (2002), “Financial Development, Financial fragility, and Growth”, 1-36, <http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc145.pdf> (13.02.2010).
- Lucas, Robert E. (1988), “On The Mechanics of Economic Development”, **Journal of Monetary Economics**, 22, 3-42.
- Luintel, K.B. ve Khan, M. (1999), “A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR”, **Journal of Development Economics**, 60, 381-405.
- Lynch, D. (1996). “Measuring Financial Sector Development: A Study Of Selected Asia-Pacific Countries”, **Developing Economies**, 34 (1), 3-33.

- Mayer, Thomas ve diğerkleri (1987), **Money, Banking, and the Economy**, Third Edition, United States: W. W. Norton & Company.
- Mazur, Emilia A. ve Alexander, Robert J. (2001), “Financial Sector Development and Economic Growth in New Zeland”, **Applied Economics Letters**, 8, 545-549.
- Mıhçı, Sevinç (1999), “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme: Endojen Büyüme Modelleri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, (159), 63-78.
- Mishkin, Frederic s. (2003), **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, sixth edition, United States of America: Addison-Wesley.
- Müslümov, Alövsat (2008), “Finansal Sistem”, 1-16, http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov2007-8/ch1_Muslumov_FIN321.pdf, (15.01.2010)
- Onur, Sara (2005), “Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 1 (1), 127-152.
- Öçal, Tezer ve Çolak, Ö. Faruk (1999), **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Özcan, Figen (2007), **Finansal Kalkınma ve İktisadi Büyüme Arasındaki İlişki, Dünya Ülkeleri ve Türkiye Örneği**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T. C. Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Özince, Ersin (2008), “Finansal Sektör – Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Deneyimi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (40), 24-46.
- Özyurt, Hasan (2006), **Para Teorisi ve Politikası**, 2. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Pagano, Marco (1993), Financial Markets and Growth: An Overview, **European Economic Review**, 37, 613-622.
- Parasız, İlker (2000), **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. Baskı, Ankara: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Ram, Rati (1999), “Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence”, **The Journal of Development Studies**, 35(4), 164-174.
- Roubini, Nouriel ve Sala-i-Martin, Xavier (1992), financial development, the trade regime, and Economic Growth, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=262716 (14.06.2007).

- Saltz, Ira S. (1999), “An Examination of the Causal Relationship Between Savings and Growth in the Third World”, **Journal of Economics and Finance**, 23(1), 90-98.
- Sermaye Piyasası Kanunu (1981), **T. C. Resmi Gazete**, 2499, 28 Temmuz 1981.
- Seyidoğlu, Halil (2003), **Uluslararası Finans**, 4. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Singh, Ajit (1997), “Financial Liberalization, Stockmarkets and Economic Development”, **The Economic Journal**, 107, 771-782.
- Şentürk, Suat Hayri (2005), “Ekonomik Büyümenin Sağlanması Finansal Sistemin Rolü”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, (237), 112-127.
- Şıklar, İlyas (2004), **Finansal Ekonomi**, 1. Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Takan, Mehmet (2002), **Bankacılık**, 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Taner, Berna ve Akkaya, Cenk (2009), **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, 1. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Tobin, James (1965), “Money and Economic Growth”, **Econometrica**, 33(4), 671-684.
- Toprak, Metin (1993), “1980 Sonrası Ekonomide Yapısal Değişme ve Finansal Derinleşme”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, (83), 18-32.
- TÜİK (2009), **İstatistik Göstergeler 1923-2008**, Ankara: TÜİK.
- Ünalınış, Deren (2002), “The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey”, <http://www.tcmb.gov.tr/research/work/wp6.pdf> (15.02.2010)
- Williamson, John ve Mahar, Molly (1998), **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, (Çev. Güven Delice), 1. Basım, Ankara: Liberte Yayıncıları.
- Yapraklı, Sevda (2007), “Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İkişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, **Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, (5), 67-89.
- Yazıcı, Mehmet (2009), “Kredi Değerlendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, 1-17, http://www.finanskulup.org.tr/Assets/maliyefinans/82/Mehmet_Yazici_Kredi_Der_ecelelendirme_Kuruluslarinin_Onemi_ve_Denetimi.pdf (15.01.2010)

- Yetiz, Filiz (2008), **Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Türk Finans Sistemi**, Yayınlanmamış Tez Türü, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yılmaz, Ensar ve Kayalica, Özgür (2002), “Türkiye’de Finans ve Büyüme Nedensellik İlişkisi”, **İMKB Dergisi**, 6 (24), 35-50.
- Yılmaz, Ömer ve Kaya, Vedat (2006), “Finansal Kalkınma ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, (244), 120-131.
- Yurdakul, Funda (2009), “ Türkiye’de Yüksek Faiz Politikası ve Yurtiçi-Yurtdışı Faiz Oranları Farkını Etkileyen Faktörler”, **Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi**, 6 (1), 120-131
- Yücel, Fatih (2009), “Causal Relationships between Financial Development, Trade Openness and Economic Growth: The Case of Turkey” **Journal of Social Sciences**, 5(1), 33-42.

ÖZGEÇMİŞ

Bülent AKDEMİR, 15.11.1977 tarihinde Sivas'ın Divriği ilçesinde doğdu. İlk ve ortaöğrenimini Divriği'de tamamladı. 1997 yılın da cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F işletme bölümünde lisans eğitimine başladı. 2001 yılında mezun oldu ve 2002 yılı Ocak ayında Cumhuriyet Üniversitesi Şebinkarahisar Meslek Yüksekokulu Bankacılık ve Sigortacılık Programı'nda Öğretim Görevlisi olarak göreve başladı. 2006 yılı Aralık ayında Cumhuriyet Üniversitesi Yıldızeli Meslek Yüksekokulu İktisadi ve İdari Programlar Öğretim Görevlisi olarak atandı. 2007 yılı aralık ayında Giresun Üniversitesine bağlanmış olan Şebinkarahisar Meslek Yüksekokulu Bankacılık ve Sigortacılık Programına Öğretim Görevlisi olarak atandı ve halen bu kurumda çalışmaktadır. 2007 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Yüksek Lisans Programına başladı. Halen bu programa kayıtlı bulunmaktadır.

AKDEMİR bekar olup, İngilizce bilmektedir.