



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

**FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME ARASINDAKİ NEDENSELLİK
İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Süleyman Kutalmış Özcan

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2013

FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME ARASINDAKİ NEDENSELLİK
İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Süleyman Kutalmış Özcan

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

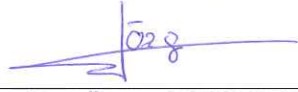
Yüksek Lisans Tezi


Ankara, 2013

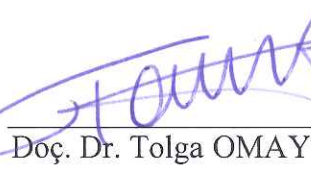
KABUL VE ONAY


Süleyman Kutalmış ÖZCAN tarafından hazırlanan “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği” başlıklı bu çalışma, 21.06.2013 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.


Doç. Dr. M. Umur TOSUN (Başkan)


Doç. Dr. Özgür TEOMAN


Doç. Dr. Mübariz HASANOV


Doç. Dr. Tolga OMA Y


Öğr. Gör. Dr. Ayşen ARAÇ (Danışman)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Yusuf ÇELİK
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kâğıt ve elektronik kopyalarının Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim/Raporum sadece Hacettepe Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin/Raporumun 5 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

21.06.2013



Süleyman Kutalmış ÖZCAN

Sevgili Aileme ve Serap'ıma

TEŞEKKÜR

Yüksek lisans tezimin hazırlanmasında ve tamamlanmasında bana katkı ve destek sağlayan değerli hocam ve danışmanım Sayın Öğr. Gör. Dr. Ayşen ARAÇ'a teşekkürlerimi sunarım.

Finansal desteklerinden ötürü Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumuna teşekkürlerimi borç bilirim.

Tez yazım sürecinde hep yanımda olan ve manevi desteklerini benden hiç esirgemeyen annem, babam ve Serap'ıma teşekkür eder, sonsuz sevgi ve minnetlerimi sunarım. Kardeşlerim Merve ve Fatma'ya tez çalışmam boyunca bana katlandıkları için çok teşekkür ederim.

ÖZET

ÖZCAN, Süleyman Kutalmış. *Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2013.

Bu çalışmada finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi Türkiye örneğinde incelenmektedir. Finansal gelişmişlik göstergesi olarak sekiz farklı değişkene yer verilen çalışmada 1987:1-2012:4 dönemine ait çeyrek dönemlik veriler kullanılmıştır. Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki uzun dönemli nedensellik ilişkisinin tespiti için Johansen Eş Bütünleşme Testi uygulanmıştır. Aralarında eş bütünleşme ilişkisi bulunan değişkenlerin arasındaki nedenselliğin yönünün tespiti için ise vektör hata düzeltme mekanizmasına (VECM) dayalı nedensellik testi uygulanmıştır. Diğer taraftan aralarında eş bütünleşme ilişkisi bulunmayan değişkenler arasındaki kısa dönemli nedensellik ilişkisinin varlığını ve yönünü tespit için vektör otoregresif (VAR) modele dayalı nedensellik analizi uygulanmıştır. Çalışma sonuçlarına göre finansal araçlara ilişkin göstergelerin kullanıldığı durumlarda finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki bulunurken, finansal piyasalara ilişkin göstergelerin kullanıldığı durumlarda değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki tespit edilememiştir. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü incelendiğinde ise finansal derinlik göstergeleri ile iktisadi büyüme arasında ağırlıklı olarak talep çekişli ilişki bulunurken; finansal aracılık hizmetlerine ilişkin göstergeler ile iktisadi büyüme arasında arz itişli ilişki öne çıkmaktadır.

Anahtar Sözcükler

Finansal Gelişme; İktisadi Büyüme, Eş Bütünleşme, Nedensellik

ABSTRACT

ÖZCAN, Süleyman Kutalmış. *The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey*, Master's Thesis, Ankara, 2013.

The main purpose of this study is to investigate the causality between financial development and economic growth for the case of Turkey. In the analysis, the period of 1987:1-2012:4 is captured and eight different financial development indicators are employed. Johansen Co-integration Test is applied to comprehend the long run relation between financial development indicators and economic growth. In the case of co-integration between financial development indicators and economic growth, a vector error correction mechanism (VECM) based causality test is employed in order to determine the direction of causality. On the other hand, if there is no co-integrating relation between financial development indicators and economic growth, a vector auto-regression (VAR) based causality test is applied to determine the existence and the direction of the short run causality. Results of the study suggest that there is long run relationship between financial intermediation indicators and economic growth. However the study failed to find any long run relationship between financial markets indicator and economic growth. According to results of the analysis, there is a demand-following causality between financial deepening indicators and economic growth, and a supply-leading causality between financial intermediation indicators and economic growth.

Key Words

Financial Development, Economic Growth, Co-integration, Causality

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
BİLDİRİM	ii
ADAMA	iii
TEŞEKKÜR	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar DİZİNİ	x
ŞEKİLLER DİZİNİ	xi
GİRİŞ	1
1. BÖLÜM.....	4
FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME: KAVRAMSAL VE	
KURAMSAL TEMEL	4
1.1. İKTİSADİ BÜYÜME	4
1.2. FİNANSAL GELİŞME.....	5
1.3. FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEVLERİ	6
1.3.1. Yatırım Projeleri Hakkında Bilgi Edinme ve Kaynakların Verimli Alanlara	
Dağıtılması	9
1.3.2. İzleme ve Kurumsal Yönetim	10
1.3.3. Riskin Yönetilmesi.....	11
1.3.4. Tasarrufların Toplanması ve Harekete Geçirilmesi	12
1.3.5. Mal ve Hizmet Ticaretinin Kolaylaştırılması.....	13
1.4. FİNANS-BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNE YAPILAN KURAMSAL	
ÇALIŞMALARIN GELİŞİMİ	14
1.5. FİNANS-BÜYÜME İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN MODELLER	17
1.5.1. McKinnon-Shaw Modeli.....	17
1.5.1.1. McKinnon (1973) Modeli	17
1.5.1.2. Shaw (1973) Modeli.....	18

1.5.2. İçsel Finansal Gelişme ve Büyüme Modelleri	18
1.6. FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİ	20
1.7. FİNANSAL YAPI VE İKTİSADİ BÜYÜME.....	21
1.7.1. Banka Tabanlı Sistem	22
1.7.2. Piyasa Tabanlı Sistem	23
1.7.3. Finansal Yapı Tartışmasına Karşı Olan Görüşler	24
2. BÖLÜM.....	25
FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME: UYGULAMALI YAZIN	25
2.1. YATAY KESİT ÜLKE ÇALIŞMALARI	25
2.2. PANEL VERİ ÇALIŞMALARI	29
2.2. ZAMAN SERİSİ ÇALIŞMALARI.....	30
2.4. FİNANSAL YAPI ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR	33
2.5. TÜRKİYE ÜZERİNE YAPILAN UYGULAMALI ÇALIŞMALAR	34
2.6. YAZINDA KARŞILAŞILAN ÖNEMLİ SORUNLAR	41
2.6.1. Derinlemesine Ülke Çalışmalarının Azlığı	41
2.6.2. Finansal Gelişmenin Ölçülmesi	42
2.6.3. Finansal Gelişme Göstergelerinin Yorumlanması	42
2.6.4. Bankalara Aşırı İlgi	42
2.6.5. Kurumsal Faktörler	43
3. BÖLÜM.....	44
TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME	44
3.1. TÜRKİYE'DE BÜYÜMENİN YAKIN GEÇMİŞİ.....	44
3.2. TÜRKİYE FİNANSAL SİSTEMİNİN YAKIN GEÇMİŞİ	45
4. BÖLÜM.....	52
VERİ SETİ, ANALİZ YÖNTEMİ VE ANALİZ SONUÇLARI	52
4.1. VERİ SETİ	52
4.2. ANALİZ YÖNTEMİ	55
4.3. ANALİZ SONUÇLARI.....	60
4.3.1. Durağanlık Testi Sonuçları	60
4.3.2. Eş Bütünleşme Testi Sonuçları	62
4.3.3. Nedensellik Testi Sonuçları	65

SONUÇ	69
KAYNAKÇA	71
EKLER	82
EK-1: Çalışmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Grafikler	82
EK-2: Çalışmada Kullanılan Veriler	87

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1: Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme İlişkisi ile İlgili Yazın Özeti	37
Tablo 2: Seçilmiş Bankacılık Göstergelerinin AB Ülkeleri ile Karşılaştırılması	49
Tablo 3: Bankacılık Sektörünün Derinliğinin ve Aracılık Fonksiyonunun Gelişimi....	50
Tablo 4: Finansal Sektörün Aktif Büyüklüğündeki Değişim	51
Tablo 5: Analizlerde Kullanılan Değişkenlere Ait Açıklamalar	53
Tablo 6: Analizlerde Kullanılan Değişkenlerin Logaritmalarına Ait Betimleyici İstatistikler	55
Tablo 7: Değişkenlere Ait Birim Kök Testi	61
Tablo 8: Johansen Eş Bütünleşme Testi Sonuçları	64
Tablo 9: Kısa ve Uzun Dönemli Nedensellik Sonuçları	66

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: Finans-Büyüme İlişkisinin Kuramsal Gösterimi	8
Şekil 2: Gayri Safi Yurtiçi Hasılının 1987-2012 Dönemi Seyri	44

GİRİŞ

Finansal sistem, en genel haliyle, bankaların ağırlıkta olduğu finansal araçlar ile hisse senedi ve tahvil piyasalarının büyük yer tuttuğu finansal piyasalardan oluşmaktadır. Finansal sistem temelde tasarruf sahipleri ile fon ihtiyacı olanların gereksinimlerini karşılayarak kaynak tahsisini sağlamaktadır. Dolayısıyla tasarrufların toplanmasında ve bu kaynakların üretken sektörlerle etkin bir şekilde dağıtılmasında finansal sistem önemli bir role sahiptir.

Finansal gelişme, içsel büyüme modellerini kullanan kuramsal çalışmalara göre iktisadi büyümeyi sermaye birikimi ve toplam faktör verimliliği kanallarından etkilemektedir. Finansal sistemin tasarrufların toplanması ve harekete geçirilmesi yoluyla üretken sektörlerde yatırımların gerçekleştirilmesine olanak sağlaması, sermaye birikimine ve daha yüksek çıktı artışına neden olmaktadır. Diğer taraftan finansal sistemin, yenilikçi finansal teknolojilerin ekonomik birimler arasındaki bilgi farklılıklarını azaltma ve yatırım projelerinin izlenmesini kolaylaştırma gibi olumlu etkileri neticesinde iktisadi büyüme toplam faktör verimliliği kanalıyla artırılmaktadır.

Finansal sistemin iktisadi büyüme üzerindeki etkileri, finansal sistem tarafından sağlanan ve iktisadi büyüme ile finansal gelişme arasındaki bağlantıyı kuran temel işlevler sayesinde ortaya çıkmaktadır. Finansal sistemin sağladığı bu temel işlevler i) firmalar hakkında bilgi edinimi ii) kurumsal yönetimin iyileştirilmesi iii) risk azaltıcı düzenlemelerin sağlanması iv) tasarrufların toplanması ve v) mal ve hizmet ticaretinin kolaylaştırılması olarak sayılabilir. Finansal sistem tarafından sağlanan bu işlevler neticesinde firmaların ve tasarruf sahiplerinin maruz kaldıkları bilgi ve işlem maliyetleri azalmakta ve kaynak tahsisi daha etkin bir şekilde yerine getirilerek sermaye birikimi ve toplam faktör verimliliği kanallarıyla iktisadi büyüme artmaktadır.

Dünyada serbest piyasa ekonomisine geçişlerin yoğun bir şekilde görüldüğü 1980'li yıllarda hâkim olan ekonomi politikalarının şekillenmesinde finansal sistemde serbestleşme görüşünün önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. Bu çerçevede 1980 sonrası dönemde Türkiye'de de mevduat ve kredi faiz oranlarının serbestleştirildiği,

döviz işlemlerine getirilen kısıtlamaların kaldırıldığı ve bankaların kurulmasına yönelik kısıtlamaların azaltıldığı görülmektedir.

Birçok ülkenin finansal serbestleşme politikalarını benimsemesiyle birlikte finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi uygulamalı iktisat yazınında ilgi çekmeye başlamıştır. 1990'lı yıllarda yapılan uygulamalı çalışmalarda zaman serisi kısıtının ön plana çıktığı ve bu nedenle çalışmalarda daha çok yatay kesit ülke verilerine yer verildiği görülmektedir. Yapılan bu çalışmaların sonuçları genellikle finansal gelişme ile büyüme arasında pozitif bir ilişki bulmaktadır. Fakat ilişkinin yönü hakkında tam bir fikir birliği bulunmamaktadır. Diğer taraftan ülkeler arasında sıklıkla görülen kurumsal farklılıklardan dolayı tekil ülke çalışmalarının daha faydalı olacağı görüşü birçok iktisatçı tarafından dile getirilmiştir.

Bu doğrultuda Türkiye'de finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin konu alındığı tekil ülke çalışmalarının 2000'li yıllarda yaygınlaştığı görülmektedir. Bu alanda yapılan ilk çalışmalardan olan Kar ve Pentecost (2000), beş farklı finansal gelişme göstergesi ile iktisadi büyüme arasındaki ikili nedensellik ilişkilerini zaman serisi analizleri ile incelemektedir. Bu çalışmada da Kar ve Pentecost (2000) çalışması yöntem bakımından örnek alınarak, sekiz farklı finansal gelişme göstergesi ile iktisadi büyüme arasındaki ikili nedensellik ilişkisi Türkiye için 1987-2012 dönemini kapsayacak şekilde zaman serisi analizleri kullanılarak incelemektedir.

Çalışmanın temel amacı, değişik finansal gelişme göstergeleri ile iktisadi büyüme arasındaki uzun dönemli ve kısa dönemli nedensellik ilişkilerin varlığını ve yönünü tespit etmektir. İlgili yazında finansal gelişmişlik düzeyi olarak çok sayıda farklı gösterge kullanıldığı görülmektedir. Bu sebeple çalışmada finansal derinliğin ölçülmesi amacıyla geniş para arzının milli gelire oranı, banka mevduatlarının milli gelire oranı ve bankacılık sektörü toplam varlıklarının milli gelire oranı göstergeleri ile finansal aracılık hizmetlerinin ölçülmesi amacıyla yurtiçi kredilerin milli gelire oranı ve özel sektöre sağlanan kredilerin milli gelire oranı göstergeleri ele alınmıştır. Ayrıca finansal sistemin ve bankacılık sektörünün kaynak tahsisini ne kadar etkin bir şekilde yerine getirdiğini ölçmeyi amaçlayan bankacılık sektörü toplam varlıklarının merkez bankası ve bankacılık sektörü varlıklarının toplamına oranı ile özel sektöre sağlanan kredilerin toplam yurtiçi kredi hacmine oranı göstergeleri de çalışmada yer almaktadır. Çalışmada

kullanılan son finansal gelişme göstergesi ise sermaye piyasalarının gelişmesini ölçmek amacıyla kullanılan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) toplam işlem hacminin milli gelire oranıdır. Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığının tespitinde Johansen Eş Bütünleşme testinden faydalanılacak; uzun dönemli ilişkinin bulunması halinde ilişkinin yönü vektör hata düzeltme mekanizması (VECM) kullanılarak incelenecektir.

Türkiye ekonomisinde 1980'li yılların ilk yarısından itibaren finansal serbestleşme politikalarının benimsenmesi neticesinde bir takım kurumsal altyapı oluşturma çalışmaları yapılmıştır. Çalışmada analiz döneminin başlangıç yılı olarak 1987 yılının seçilmesinde, İMKB gibi bir takım kurumsal yapılara ilişkin verilerin ancak bu dönemden itibaren mevcut olması gösterilebilir. Çeyrek dönemlik verilerin ve sekiz farklı finansal gelişme göstergesinin kullanıldığı bu çalışmada, finans-büyüme ilişkisinin Türkiye örneğinde incelenmesi ve ilgili yazına katkı sağlanması amaçlanmaktadır.

Çalışmanın ilk bölümünde finansal gelişme ve iktisadi büyüme kavramlarına ilişkin bilgiler verilmiştir. Bu bölümde ayrıca finansal sistemin işlevleri üzerinde durulmuş ve finans-büyüme ilişkisini ele alan kuramsal yazın tanıtılmıştır. İkinci bölümde ise finans-büyüme ilişkisi üzerine yapılan uygulamalı çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye'de büyümenin ve finansal sistemin yakın geçmişiyle ilgili özet bilgiler sunulmuştur. Bu bölümde güncel finansal veriler hakkında da bilgiler verilmiştir. Çalışmanın son bölümünde ise analizlerde kullanılan veri seti, yöntem ve test sonuçları tanıtılmıştır.

1. BÖLÜM

FINANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME: KAVRAMSAL VE KURAMSAL TEMEL

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin kavramsal ve kuramsal temelinden bahsedilen bu bölümde, öncelikle çalışmada sık kullanılan bazı kavramlar üzerinde durulacaktır. Ayrıca finansal sistemin sağladığı bir takım işlevler hakkında bilgi verilecektir. Finans-büyüme ilişkisinin kuramsal gelişimi ve bu ilişkiyi açıklamada kullanılan modellerden bir kısmı da bu bölümde incelenecektir. Çalışmanın uygulamalı kısmında önemli yere sahip olan nedensellik ilişkisi hakkında kuramsal bilgiler paylaşılacaktır. Son kısmında ise finansal yapının iktisadi büyüme sürecindeki rolünü inceleyen kuramsal çalışmalar incelenecektir.

1.1. İKTİSADİ BÜYÜME

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini incelemeye önce bu kavramların açıklanmasının faydalı olacağı değerlendirilmektedir. Bu amaçla bu alt bölümde iktisadi büyüme kavramı hakkında bilgiler verilmektedir. İktisadi büyüme genellikle sabit fiyatlarla, yani belirli bir yılın fiyatlarıyla, hesaplanan gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYH) yıllık değişmesi olarak ifade edilmektedir. Gayri safi yurtiçi hasıla, Türkiye İstatistik Kurumu (2012)'ye göre bir ekonomide yerleşik olan üretici birimlerin belli bir dönemde, yurtiçi faaliyetleri sonucu yaratmış oldukları tüm mal ve hizmetlerin piyasa fiyatından cari değerleri veya belirli bir yılın piyasa fiyatları baz alınmak koşuluyla hesaplanan reel değerleri toplamından bu mal ve hizmetlerin üretiminde kullanılan girdiler toplamının düşülmesi sonucu elde edilen değerdir.

Büyüme için oluşturulan kuramlara göre, bir ekonomideki üretim düzeyi sermaye stoku, toplam işgücü ve teknolojik gelişmenin bir fonksiyonudur (Mankiw, 2002). Bu değişkenlerden herhangi birisindeki artış üretimde de artışa neden olacaktır. Örneğin diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde yatırımlarda görülen bir artış sonrasında sermaye stokunda yükselme kaydedilecek ve bunun sonucunda üretim artışı, dolayısıyla büyüme gerçekleşecektir. Benzer bir şekilde teknolojik gelişmede

kaydedilen bir artış da üretimin düzeyinin artmasına, dolayısıyla büyümeye neden olacaktır. İktisadi büyüme kavramının incelenmesinin ardından bir sonraki alt bölümde finansal gelişme kavramı üzerinde durulmaktadır.

1.2. FİNANSAL GELİŞME

Finansal gelişme (financial development) kavramı, en basit anlamda bir ülkenin finansal sisteminde yer alan kurumsal yapıların ve finansal araçların, niteliksel ve niceliksel gelişmesi olarak tanımlanabilir. Finansal sistemin niteliksel gelişmesi, finansal sistemde yer alan finansal kurumların ve araçların etkinliğinde kaydedilen artışlar olarak tanımlanabilirken; finansal sistemin niceliksel gelişmesi yani finansal sistemin derinleşmesi (financial deepening) ise finansal kurumların sayısındaki artış ve finansal araçların kullanımının artması olarak tanımlanabilir. Bu bilgiler çerçevesinde finansal derinleşmenin finansal gelişmenin bir alt unsuru olarak öne çıktığı görülmektedir.

Finansal derinleşmeye ilişkin ölçütlerin yani finansal sistemin niceliksel gelişme ölçütlerinin uygulamalı yazında çok sık kullanıldığı görülmektedir (Levine ve Zervos, 1998). Bu çalışmada da finansal gelişmenin ölçülmesinde esas olarak niceliksel verilere yer verilmektedir. Finansal derinleşme verilerinin finansal gelişme ölçütü olarak sıklıkla kullanılmasının temel nedeni bu verilerin yeterli uzunlukta bulunmasıdır.

Finansal gelişmenin kavramsal olarak tanıtılmasının ardından finansal sistemin ekonomideki rolü üzerinde durmakta fayda vardır. Finansal sistem, ekonomide atıl halde bulunan kaynakların tahsisinde çok önemli bir role sahiptir (Levine, 1997). Elinde fazla kaynak bulunan ekonomik birimlerle (hanehalkı, hükümet ve firmalar) bu kaynaklara ihtiyaç duyan birimlerin etkin bir şekilde karşılaşması, çok büyük ölçüde finansal sistem aracılığıyla sağlanmaktadır. Finansal sistemin bulunmaması halinde fon gereksinimi olan firmalar, yatırım projelerini finanse edebilmek için ellerinde fazla fon bulunanlara doğrudan ulaşmaya çalışacaklardır. Diğer taraftan tasarruf sahipleri, firmaların projeleri hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıkları için fon sağlamakta isteksiz olacaktır. Sonuç olarak ekonomik birimlerin bilgi eksiklikleri nedeniyle tasarruf sahipleri ile firmalar arasında gerçekleşecek fon transferi zaman alıcı ve maliyetli bir süreç olacaktır (Levine, 1997).

Yukarıdaki bilgiler ışığı altında, finansal sistemin mevcut olmadığı durumlarda fon transferi sürecinde bazı maliyetlerin ortaya çıktığı görülmektedir. Merton ve Bodie (1995)'e göre finansal sistemin önemi, piyasa etkinsizliklerinin¹ (market frictions) var olduğu bir ortamda, kaynak dağılımını iyileştirebilmesinden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla iyi işleyen bir finansal sistemle birlikte, piyasada ortaya çıkması olası bilgi ve işlem maliyetleri² azaltılabilmekte ve kaynakların daha etkin bir şekilde dağılımı sağlanabilmektedir. Bir sonraki alt bölümde finansal sistemin bu maliyetlerin azaltılmasında etkili olan işlevleri hakkında bilgi verilecektir.

1.3. FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEVLERİ

Finansal sistemi genel olarak finansal aracılar (financial intermediaries) ve finansal piyasalar (financial markets) şeklinde iki yapıda incelemek faydalıdır. Finansal aracılar, fon arzı ve talebi sürecinde ekonomik birimlere aracılık hizmeti vermektedir. Finansal aracılardan fon transferi sürecinde aracı bir rol üstlenmesi nedeniyle bu kurumlar dolaylı finansman aracı olarak gösterilebilir. Finansal piyasalar ise menkul kıymet arzı ve talebi sürecinde rol almakta ve ekonomik birimler arasında doğrudan finansman sağlanmasına imkân vermektedir (Mishkin, 2007).

Ekonomik birimler arasında dolaylı veya doğrudan fon aktarımını sağlayan finansal sistemin en önemli işlevi daha önce de belirtildiği gibi, piyasa etkinsizliklerinin var olduğu bir ekonomik çevrede kaynak tahsisini iyileştirmektir. Bu doğrultuda finansal sistemin bilgi ve işlem maliyetleri olarak ortaya çıkan piyasa etkinsizliklerini azaltmadaki rolü beş finansal işlev yardımıyla incelenmektedir (Levine, 1997):

- Yatırım projeleri hakkında bilgi edinme ve kaynakların verimli alanlara dağıtılması.
- İzlenme ve kurumsal yönetim.
- Riskin yönetilmesi.

¹ Piyasa etkinsizlikleri, piyasaların düzgün bir şekilde çalışmasını ve gelişmesini engelleyen etkenlerin bütünü olarak tanımlanabilir.

² İşlem maliyeti, iktisadi birimler arasındaki alışverişlerin yapılmasından kaynaklanan maliyetlerdir. Bu maliyetler zaman, araştırma, ulaşım ve pazarlama gibi maliyetlerden oluşmaktadır.

- Tasarrufların toplanması ve harekete geçirilmesi.
- Mal ve hizmet ticaretinin kolaylaştırılması.

Yukarıdaki bilgiler çerçevesinde finansal sistemin gelişmesini, finansal araçların ve piyasaların bilgi ve işlem maliyetlerini azaltmaları ve bunun sonucunda beş finansal işlevin sağlanmasında eskiye kıyasla bir gelişme kaydedilmesi olarak da tanımlamak mümkündür. Dolayısıyla finansal sistemin gelişmesi, bu beş işlevin gelişmesi anlamına gelmektedir.

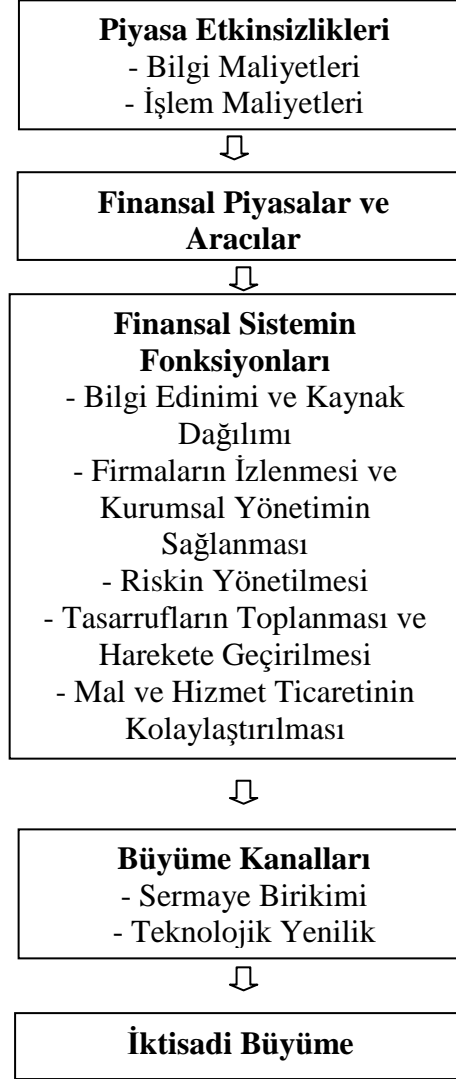
Büyüme kuramına göre yukarıda sayılan beş finansal işlev, iktisadi büyümeyi sermaye birikimi ve toplam faktör verimliliği³ kanallarından etkileyebilmektedir (Levine, 1997). Sermaye birikimi kanalı genellikle niceliksel kanal olarak bilinmektedir. Finansal sektörün tasarrufların toplanması ve harekete geçirilmesi yoluyla üretken sektörlerde yatırımların gerçekleştirilmesine olanak sağlaması, sermaye birikimine ve daha yüksek çıktı artışına neden olmaktadır.

Toplam faktör verimliliği kanalı ise niteliksel kanal olarak bilinmektedir. Bu kanalda yenilikçi finansal teknolojilerin, ekonomik birimler arasındaki bilgi farklılıklarını azaltma ve yatırım projelerinin izlenmesini kolaylaştırma gibi olumlu etkileri neticesinde büyümede artış kaydedilmektedir. Sonuç olarak finansal sistem tarafından sağlanan temel işlevler sayesinde iktisadi büyüme ile finansal gelişme arasında bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

Şekil 1'de finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki kuramsal ilişki gösterilmektedir (Levine, 1997).

³ Toplam faktör verimliliği, üretim sürecinde yer alan tüm girdilerin etkinlik derecelerine ilişkin bir ölçüttür.

Şekil 1: Finans-Büyüme İlişkisinin Kuramsal Gösterimi



Kaynak: Levine (1997)

Şekil 1'e göre bireylerin karşı karşıya kaldıkları bilgi ve işlem maliyetleri gibi piyasa etkinsizlikleri, finansal araçların ve finansal piyasaların ortaya çıkmasında etkili olmaktadır. Finansal sistemi oluşturan bu finansal araçlar ve piyasalar yukarıda sayılan beş finansal işlevi yerine getirerek sermaye birikimi ve teknolojik yenilik kanallarıyla iktisadi büyüme katkı sağlarlar. Bu beş finansal işlevin her biri aşağıda sırasıyla tanıtılacak ve bu işlevlerin iktisadi büyüme üzerindeki etkileri incelenecektir.

1.3.1. Yatırım Projeleri Hakkında Bilgi Edinme ve Kaynakların Verimli Alanlara Dağıtılması

Finansal sistem, ilk olarak yatırım projeleri hakkında bilgi edinme ve kaynakların verimli alanlara dağıtılması işlevini yerine getirmektedir. Levine (1997)'ye göre bireysel yatırımcılar, hakkında yeterince güvenilir bilgiye sahip olmadıkları projelere yatırım yapmakta isteksiz davranmaktadırlar. Bu sebeple finansal sistemin gelişmediği bir ortamda, tasarruf sahiplerinin ve girişimcilerin farklı bilgilere sahip olmaları (bilgi asimetrisi) kaynak tahsisinde etkinsizliğe neden olmaktadır. Diğer taraftan Levine (1997)'ye göre iyi işleyen bir finansal sistemde finansal aracılardan yatırım projeleri hakkında bilgi edinme ve bu projeleri değerlendirme işlevini yerine getirmesi sonucunda, kaynakların daha etkin tahsisi sağlanmaktadır. Bu işlevi yerine getiren finansal araçlar, yatırım projeleri arasından muhtemel getirisi daha yüksek olan projeye kredi sağlayarak kaynak tahsisini daha etkin bir şekilde gerçekleştirmektedirler. Bu durum yatırımların kalitesini artırmakta ve ekonomi üzerinde genişleyici bir etkiye neden olmaktadır. Greenwood ve Jovanovic (1990)'a göre de yatırım projeleri hakkında daha iyi bilgi edinen finansal araçlar üretken yatırım projelerini belirleyip, bu projelere fon aktarımını sağlamaktadırlar. Böylelikle finansal araçlar kaynak tahsisini geliştirerek iktisadi büyümeyi hızlandırabilmektedirler.

Boyd ve Prescott (1986)'ya göre ise finansal araçların daha fazla kişi için aracılık yapması, ölçek ekonomileri nedeniyle bilgi ve işlem maliyetlerinin büyük ölçüde düşmesine olanak sağlamaktadır. Dolayısıyla, bireysel yatırımcıların aksine, finansal araçlar bilgi edinme ve kullanma maliyetini azaltabilmekte ve kaynak tahsisini geliştirebilmektedir. Finansal araçların bulunmadığı bir ortamda ise bireysel bir yatırımcının, yatırım yapmayı planladığı firma ve piyasa koşulları hakkında bilgi toplaması ve bu bilgileri değerlendirmesi yüksek maliyetlere neden olabilmektedir.

Holmstrom ve Tirole (1993)'e göre ise hisse senedi piyasaları firmalar hakkında bilgi edinimini artırabilmektedir. Hisse senedi piyasalarının işlem hacmi arttıkça ve bu piyasalar daha likit oldukça ekonomik birimlerin firmalar hakkında elde ettikleri bilgiler sonucunda daha fazla kâr elde etme imkanları ortaya çıkmaktadır. Bu durumda

ekonomik birimler firmaları araştırma kaynaklarını artırarak daha fazla kâr elde etmeyi amaçlayabilmektedir.

Sonuç olarak finansal sistemin sağladığı bilgi edinme fonksiyonu neticesinde tasarruf sahipleri yatırımlara kaynak sağlamada daha istekli davranmakta ve kaynak tahsisinde gelişme sağlanmaktadır. Ayrıca finansal araçların firmalar ve yatırım projeleri hakkında elde ettikleri bilgiler neticesinde kaynaklar daha üretken projelere tahsis edilmektedir. Ek olarak, hisse senedi piyasalarının gelişmesi de tasarruf sahiplerinin firmaları araştırmaya ayırdıkları kaynakları artırarak kaynak tahsisini olumlu etkileyebilmektedir. Dolayısıyla finansal sistemin bütün olarak sağladığı bilgi edinme işlevi neticesinde ekonomideki kaynak tahsisi gelişmekte ve iktisadi büyüme olumlu etkilenmektedir.

1.3.2. İzleme ve Kurumsal Yönetim

Finansal sistemin bilgi edinme ve kaynak tahsisi işlevinin yanı sıra kurumsal izleme ve yönetime dair bir işlevi de bulunmaktadır. Levine (1997)'ye göre kurumsal yönetimin gelişmişliği, yani firmalara kaynak sağlayanların, firmaların bu kaynakları nasıl kullandığını izleyebilme ve bu süreci etkileyebilme dereceleri, bireylerin tasarruf kararlarında ve bu tasarrufların dağılımında etkili olacaktır. Tasarruf sahiplerinin tarafından sağlanan kaynakları kullanan firmaların iflas riskleri ve bu firmaların iflas risklerine ilişkin takip maliyetlerinin fazlalığı göz önünde bulundurulduğunda, izleme ve kurumsal yönetim işlevinin zayıf olduğu bir ekonomik çevrede tasarruf sahiplerinin firmalara temin ettiği kaynaklar zayıflayacaktır (Levine, 1997).

Diamond (1984)'e göre finansal araçların varlığı durumunda ise, firmaların takip maliyetleri finansal araçlarla firmalar arasında yapılan finansal anlaşmalarla azaltılacaktır. Firmaya kaynak sağlayan bankaların, finansal anlaşmalarla firmaları etkin bir şekilde izleyebilmeleri ve firma idarecilerini firmanın değerini yükseltme konusunda ikna edebilmeleri sayesinde, firmanın kaynak dağılımını daha etkin bir şekilde yapması sağlanabilecektir.

İzleme ve kurumsal yönetim mekanizmasının etkinliği neticesinde, firmaların performansları doğrudan etkilenecek ve bu durum büyüme oranlarını büyük ölçüde

değiştirebilecektir. Ayrıca Bencivenga ve Smith (1993)'e göre bankaların izleme maliyetlerinin azalması sonucunda, kaynakları kullanan firmalara yönelik uygulanacak kurumsal yönetim gelişmesi ve bunun sonucunda da girişimcilere uygulanan kredi kısıtlamalarının düşmesi verimlilik, sermaye birikimi ve büyümenin artmasını sağlayacaktır.

Sonuç olarak finansal sistemin sağladığı izleme ve kurumsal yönetim işlevi neticesinde tasarruf sahiplerine ait olan kaynakları kullanan firmalara ilişkin takip maliyetleri azalmakta ve bu firmaların ellerindeki kaynakları daha etkin bir şekilde kullanması sağlanmaktadır. Firmaların kaynakları daha etkin bir şekilde kullanması ise iktisadi büyümeyi olumlu etkileyebilmektedir.

1.3.3. Riskin Yönetilmesi

Finansal sistemin sağladığı bir üçüncü işlev ise riskin yönetilmesi işlevidir. Levine (1997)'ye göre etkin işleyen finansal sistemler, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmesini ve böylece risklere karşı kendilerini korumalarını sağlamaktadır. Finansal sistem ayrıca risk ticaretini, riskin toplulaştırılmasını ve riskten korunmayı kolaylaştıran araçlarla tasarruf sahiplerinin risklerini çeşitlendirmelerini kolaylaştırmaktadır. Öyleyse gelişmiş bir finansal sistemin varlığı, riski azaltırken, yatırım faaliyetlerini de kolaylaştırmaktadır. Örneğin hisse senedi piyasaları, firmaların hem uzun dönemli likiditeye gereksinim duyan verimli projelere yatırım yapmalarına hem de tasarruflarını korumalarına yardımcı olabilmektedir.

Finansal sistemin sağladığı riskin yönetilmesi işlevi neticesinde tasarruf sahiplerinin risklerini çeşitlendirebilmeleri, kaynak dağılımı etkileyerek uzun dönemli iktisadi büyümeye yol açabilmektedir. Risk yönetimi işlevi sayesinde riskten hoşlanmayan tasarruf sahipleri, düşük getirili projelere kıyasla daha riskli olan yüksek getirili projelere de kaynak temin etmektedir (Levine, 1997). Bu durumda finansal sistemin varlığı, riski yüksek fakat getirisi de daha fazla olan bu projelere yatırım yapılmasını sağlayarak iktisadi büyümeyi etkilemektedir. Greenwood ve Jovanovic (1990)'a göre de bireyler için risk çeşitlendirmesini kolaylaştıran bir finansal sistemin varlığı, fonların beklenen getirisi yüksek projelere doğru aktarılmasını sağlamaktadır.

Finansal sistemin sağladığı risk çeşitlendirmesi işlevinin büyüme üzerindeki etkisini irdeleyen Acemoğlu ve Zilibotti (1997), çalışmalarında risk çeşitlendirmesi ve büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu çalışmaya göre i) yüksek getirili ve riskli projeler genellikle bölünememekte ve yüksek başlangıç yatırımlarına ihtiyaç duymaktadırlar, ii) bireyler riskten hoşlanmamaktadırlar, iii) her zaman düşük getirili ve güvenli projeler mevcuttur ve iv) sermaye kıttır. Bu çalışmaya göre bireylere risk çeşitlendirmesi imkânı sağlayan finansal düzenlemelerin yokluğunda, bireyler yüksek getirili ve riskli projelerden kaçınacaklardır. Elde edilen bulgulara göre ise, bireylere portföylerini riskli projelerle çeşitlendirme imkânı veren finansal sistemler, tasarrufların yüksek getirili projelere doğru yeniden dağıtılmasını sağlamakta ve bu durum büyümeyi olumlu bir şekilde etkilemektedir.

Finansal sistemin sağladığı risk çeşitlendirmesi işlevinin büyüme üzerindeki etkisine teknolojik değişim kanalı aracılığıyla bakan King ve Levine (1993b), risk dağılımının yenilikçi aktiviteleri artırdığını göstermektedir. Firmalar piyasada kârlı bir yer edinebilmek için sürekli teknolojik ilerleme kaydetmeye çabalamaktadır. Fakat yenilik sürecine girişmek riskli bir iştir. Yenilikçi projelerin bulunduğu çeşitlendirilmiş bir portföy tutabilme hem riski azaltmakta hem de büyümeyi artırıcı yenilikçi faaliyetlere yapılan yatırımları artırmaktadır. Böylelikle, risk çeşitlendirmesini kolaylaştıran finansal sistemler, teknolojik değişmeyi ve iktisadi büyümeyi hızlandırmaktadır.

Sonuç olarak finansal sistem riskin yönetilmesi işlevi, tasarrufların yüksek getirili projelere tahsisini artırmakta ve bunun sonucunda iktisadi büyümeyi olumlu etkilemektedir. Ayrıca risk çeşitlendirmesi sonucunda yenilikçi projelere sağlanan kaynak tahsisi artmakta ve iktisadi büyüme teknolojik yenilik kanalı üzerinden olumlu etkilenebilmektedir.

1.3.4. Tasarrufların Toplanması ve Harekete Geçirilmesi

Tasarrufların finansal sistemde toplanması ve toplanan bu tasarrufların harekete geçirilmesi işlevi finansal sistemin sağladığı dördüncü işlevdir. Levine (1997)'ye göre finansal sistem, farklı tasarruf sahiplerinin birikimlerini tek bir havuzda toplayarak ihtiyaç duyulan kaynakları yatırımcılara sağlayabilmektedir. Bu durumda finansal

sistem genişledikçe daha fazla tasarruf toplanarak daha fazla yatırım finanse edilebilecektir.

Tasarrufların toplanması, yatırımlarda kullanmak üzere farklı tasarruf sahiplerinden fonların toplanma süreci olarak tanımlanabilir. Tasarrufların farklı bireylerden toplanması birçok işlem ve bilgi maliyetlerini ortaya çıkarmaktadır. Finansal düzenlemeler ise bu tarz etkinsizlikleri en aza indirmek ve tasarrufların toplanmasını kolaylaştırmayı amaçlamaktadır. (Levine, 1997).

Sirri ve Tufano (1995)'e göre tasarrufların toplanması işlevini yerine getiren finansal araçlar bilgi ve işlem maliyetlerini en aza indirebilmektedirler. Binlerce tasarruf sahibi birikimlerini finansal araçlara teslim etmekte ve bu araçlar yüzlerce firmaya yatırım yapmaktadır. Boyd ve Smith (1992)'ye göre bunun olabilmesi için, tasarrufları toplayan finansal araçların, tasarruf sahiplerini yapılacak yatırımların güvenilirliği konusunda ikna etmeleri gerekmektedir. De Long (1991)'e göre ise finansal araçlar, tasarruf sahiplerinin birikimlerini rahat bir şekilde kendilerine vermesi için, çok iyi bir itibara sahip olmayı amaçlamaktadır.

Sirri ve Tufano (1995)'ya göre birçok proje, tek bir yatırımcının sahip olamayacağı kadar büyük sermaye girişine gereksinim duymaktadır. Tasarrufların finansal sistem tarafından etkin bir şekilde toplanması durumunda ise üretken projeler sermaye yokluğundan dolayı başarısız olmayacak ve büyüme olumlu etkilenecektir. Sonuç olarak finansal sistem, ekonomik birimlerin tasarruflarını en az maliyetle toplayıp bu kaynakları üretken projelere tahsis ederek iktisadi büyümeyi olumlu bir şekilde etkilemektedir.

1.3.5. Mal ve Hizmet Ticaretinin Kolaylaştırılması

Finansal sistemin sağladığı beşinci işlev, mal ve hizmet ticaretinin kolaylaştırılmasıdır. Finansal araçların fon yönetimi ölçek ekonomisi dolayısıyla bireysel yatırımcılara nazaran çok daha düşük maliyette olacaktır. Bu sebepten küçük bireysel fon sahipleri her potansiyel yatırımcıyı değerlendirmekle uğraşmayarak tasarruflarını finansal araçlara teslim etmektedirler. Ayrıca firmalar da kaynaklarını finansal araçlardan temin ederek fon arama sürecinde çok büyük zaman tasarrufu sağlarlar. Bu durum bilgi

maliyetlerinin ve işlem maliyetlerinin azaltılmasına neden olur ve ticareti kolaylaştırır (Levine, 1997).

Greenwood ve Smith (1997) alım-satım işlemi, ihtisaslaşma ve yenilikler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Buna göre daha fazla ihtisaslaşma daha fazla alım-satım işlemine gereksinim duymaktadır. Her bir işlem maliyetli olduğundan, işlem maliyetini düşüren finansal düzenlemeler, daha fazla ihtisaslaşmaya neden olacaktır. Bu durumda, ihtisaslaşmadaki artış sonucunda, alım-satım işlemleri ve üretkenlik artacaktır. Üretkenlik artışı iktisadi büyüme yol açacaktır. Sonuç olarak finansal sistemin sağladığı mal ve hizmet ticaretini kolaylaştırma işlevi sayesinde bilgi ve işlem maliyetlerinde azalmalar görülmekte ve bu maliyet azalışları neticesinde meydana gelen üretkenlik artışlarıyla iktisadi büyüme olumlu etkilenmektedir.

Finansal sistemin sağladığı her bir işlev incelendiğinde, bu işlevlerin kaynak tahsisini iyileştirdikleri ve iktisadi büyüme üzerinde olumlu etkilerinin oldukları görülmektedir. Bu doğrultuda finansal sistemin iktisadi büyüme sürecindeki önemi ortaya çıkmaktadır. Bir sonraki bölümde de finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen kuramsal çalışmalar hakkında bilgi verilecektir.

1.4. FİNANS-BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNE YAPILAN KURAMSAL ÇALIŞMALARIN GELİŞİMİ

Finansal sistemin işlevlerinin bir önceki alt bölümde tanıtılmasından sonra bu alt bölümde finansal sistem ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen kuramsal yazının gelişimi incelenecektir. Tarih boyunca finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiye ekonomistler farklı yaklaşımlarla açıklama getirmeye çalışmışlardır. Firmalara kredi sağlayarak kaynakların yenilikçi ve üretken alanlara tahsisini sağlayan bankaların iktisadi kalkınma sürecindeki önemi Schumpeter (1959) tarafından vurgulanmıştır. Diğer taraftan Robinson (1952) tarafından öncülüğü yapılan bir diğer görüş ise finansal gelişmenin iktisadi büyümeye yol açmadığını, aksine iktisadi büyüme oldukça finansal hizmetlere olan talebin artması neticesinde, finansal gelişmenin iktisadi büyümeyi izlediğini savunmaktadır.

Gurley ve Shaw (1955), Goldsmith (1969) ve Hicks (1969) tarafından yapılan çalışmalar, Schumpeterci görüşü takip eden yani finansal gelişmenin iktisadi büyüme için önemli olduğu görüşünü savunan öncü çalışmalar olarak gösterilebilir. Bu görüşe göre finansal sistemin gelişmesi tasarrufların üretken yatırımlara dönüşmesini sağlamakta ve bu durum iktisadi büyümeye neden olmaktadır.

Patrick (1966) finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin yönünün, kalkınma süreci boyunca değişebileceğini savunmuştur. Kalkınma sürecinin ilk zamanlarında, finansal kurumların oluşması kaynakların geleneksel sektörlerden modern sektörlerle transferi sonucunda büyümeyi artırmaktadır. Bu görüş arz itişli (supply leading) hipotez olarak adlandırılmaktadır. Fakat Patrick, kalkınma sürecinin ikinci aşamasında yüksek büyümenin, finansal hizmetlere ve modern finansal kurumlara olan ihtiyacı artıracığını savunmakta ve bu görüşü talep çekişli (demand following) hipotez olarak adlandırmaktadır.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973), İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde uygulanan Keynesyen politikaları eleştirmekte ve finansal sistem baskılamalarının kaldırılması anlamına gelen finansal serbestleşmeyi savunmaktadırlar. Savaş sonrası dönemde benimsenen Keynesyen görüşe göre finansal sistem, faiz kontrolü, zorunlu karşılık oranı ve doğrudan kredi programları gibi araçlarla baskılanmalıdır. Bütçe açığı veren gelişmekte olan ülkeler tarafından bu “piyasa sistemini bozucu” araçlar, vergileri artırmadan ve enflasyona neden olmadan bütçe açıklarının finanse edilebilmesinin bir yolu olarak bu dönemde sıklıkla kullanılmaktadır. Fakat McKinnon (1973)’e göre gelişmekte olan ülkelerde finansal sistem yatırımların finansmanında çok önemli bir yere sahiptir. Buna göre yatırımlar bankalarda biriktirilen tasarruflarla finanse edilebilmektedir. Eğer tasarruflar bankalarda biriktirilemezse, yatırımlar gerçekleştirilemeyecektir. Bu görüş, “tamamlayıcılık hipotezi (complementarity hypothesis)” olarak adlandırılmaktadır zira bankalarda biriktirilen tasarruflar ve bu tasarrufların kullanılması neticesinde gerçekleştirilen yatırımlar birbirini tamamlayıcı rol oynamaktadır. Diğer taraftan Shaw (1973) tarafından geliştirilen “borç aracılığı (debt intermediation)” görüşüne göre tasarruf sahipleri ile bankalar arasındaki fon transferini sağlayan bankalar, tasarruf sahiplerinden borç alarak ve firmalara borç vererek yatırımları artırmaktadır.

1980'li yıllarda van Wijnbergen (1982, 1983), Taylor (1983) ve Buffie (1984) McKinnon-Shaw okulunu eleştirmiştir. Bu görüşe göre, bankacılık sistemi zorunlu karşılıklar gibi kısıtlamalara maruz kaldıkları için tasarrufları etkin bir şekilde yatırıma dönüştürememektedir. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde rekabetçi bir biçimde çalışan ve kurumsal yapı dışında kalan kredi piyasaları, klasik bankalara kıyasla tasarrufları yatırımlara dönüştürmekte daha etkin bir şekilde işlemektedir. Dolayısıyla etkin olarak işlemeyen banka mevduatlarındaki artış, etkin olarak çalışan kurumsal olmayan piyasalara ayrılan kaynakları azaltacak ve iktisadi büyüme oranlarını düşürecektir.

1980'li yıllarda büyüme yazınında meydana gelen gelişmelerle birlikte, 1990'lı yılların başlarında finansal gelişmeye içsel büyüme modellerinde yer vermeye başlanmıştır (Greenwood ve Jovanovic, 1990; Bencivenga ve Smith, 1991, 1993; King ve Levine, 1993b; Pagano, 1993; Bencivenga, Smith ve Starr, 1995; Greenwood ve Smith, 1997). Bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar finansal gelişmenin büyümeyi artırdığı hipotezini destekler niteliktedir. Buna göre finansal gelişme kaynakların daha etkin dağılımını sağlamaktadır.

Yukarıdaki bilgilere ek olarak, bazı çalışmalarda finansal yapının iktisadi büyüme sürecindeki rolü incelenmiştir. Bu doğrultuda hem banka tabanlı finansal sistemin (Alman-Japon sistemi) hem de piyasa tabanlı finansal sistemin (Anglo-Saxon sistem) büyüme üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalar dikkat çekmektedir (Allen ve Gale, 1999; Beck ve Levine, 2002; Ergungor, 2004). Boyd ve Smith (1998)'e göre kredi ve hisse piyasaları birbirini tamamlayıcı rol oynamaktadır. Ayrıca Merton ve Bodie (2004) büyüme için asıl önemli olanın finansal gelişme olduğunu, finansal yapının önemli olmadığını savunmaktadır.

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların gelişimi incelendiğinde kuramsal yazının zaman boyunca çeşitlendiği görülmektedir. McKinnon ve Shaw tarafından geliştirilen kuramsal modellerin zamanla yerini içsel büyüme modellerine dayalı kuramsal çalışmalara bıraktığı dikkat çekmektedir. Ayrıca finansal yapının iktisadi büyüme ile ilişkisi üzerine duran çalışmalar da zamanla sürece dâhil olmuştur. Bir sonraki alt bölümde kuramsal yazında sıklıkla kullanılan bazı modeller hakkında özet bilgilere yer verilecektir.

1.5. FİNANS-BÜYÜME İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN MODELLER

Bu alt bölümde finansal sistemlere yer veren iktisadi modeller tanıtılacak ve finans-büyüme ilişkisi bu modeller çerçevesinde incelenecektir. Bu amaçla öncelikle finansal serbestleşmeyi savunan McKinnon-Shaw modelleri tanıtılacaktır. 1990'lı yıllarda ise içsel büyüme kuramlarının gelişim göstermesiyle beraber finansal gelişme – iktisadi büyüme yazınında içsel büyüme modelleri sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır. Bu nedenle bu alt bölümün ikinci kısmında içsel büyüme modelleri hakkında özet bilgilere yer verilecektir.

1.5.1. McKinnon-Shaw Modeli

McKinnon (1973) ve Shaw (1973) iki farklı finansal serbestleşme modeli oluşturmuş ve bu modellerde faiz oranlarını artırmanın etkilerine farklı açılardan bakmışlardır. McKinnon modelinde mevduat faiz oranıyla yatırımlar arasındaki ilişkiyi vurgularken; Shaw borç alma ve borç verme faaliyetlerinin üzerinde durmuştur. Bu iki model arasındaki temel farklılık firmaların finansman kaynaklarını nasıl elde ettiği varsayımlarından doğmaktadır (Molho, 1986). McKinnon (1973) modeline göre firmalar finansman kaynaklarını içerden elde ederken; Shaw (1973) modelinde kaynakların dışardan elde edildiği varsayılmaktadır.

1.5.1.1. McKinnon (1973) Modeli

Bir önceki alt bölümde de belirtildiği gibi McKinnon (1973)'e göre gelişmekte olan ülkelerde yatırımlar çoğunlukla öz kaynaklarla finanse edilmektedir. Eğer tasarruflar banka mevduatları formunda biriktirilemezse, yatırımlar gerçekleştirilemeyecektir. Para ve fiziksel sermayenin bu tarz tamamlayıcı bir ilişkiyle bağlı olduğu bu görüş, tamamlayıcılık hipotezi (complementarity hypothesis) olarak adlandırılmaktadır. Bu hipotez, McKinnon (1973)'ün firmaların finansman kaynaklarını sadece kendi öz kaynaklarından elde edebilecekleri varsayımına dayanmaktadır. Bu varsayımda firmaların dış finansman kaynaklarının yetersiz olmasından dolayı tüm ekonomik birimler finansmanlarını öz kaynaklarından sağlamaktadır. Bu nedenle girişimciler

yatırım projelerini finanse edebilmek için parasal varlık şeklinde yeterli miktarda fon birikimi yapmak zorundadırlar. Böylelikle para ve sermaye birbirinin tamamlayıcısı varlıklar olarak görülmekte ve para sermaye birikimi için bir aracı görevi üstlenmektedir.

1.5.1.2. Shaw (1973) Modeli

Shaw (1973)'ün borç aracılığı (debt intermediation) görüşüne göre finansal sistem borç alma ve verme yoluyla yatırımları ve büyümeyi artırmaktadır. Shaw (1973)'ün borç aracılığı görüşü firmaların finansman kaynaklarını dışarıdan elde ettiği varsayımına dayanmaktadır. Bu modele göre özel sektöre temin edilen krediler yoluyla para arzı oluşturulmaktadır. Ekonomik aktivitedeki artışla birlikte parasal taban yükseldikçe, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında meydana gelen finansal aracılığın boyutu da artış göstermektedir. Shaw (1973)'e göre yüksek faiz oranları daha fazla tasarrufu çekmek için gereklidir. Faiz oranları arttıkça tasarruflar artacak ve artan tasarruflar neticesinde finansal araçların sağladığı kredi arzı da artış gösterecektir. Kredi arzındaki bu artış neticesinde ise ekonomideki borçlanma miktarında artış kaydedilecek ve bu yolla yatırımlar ve büyüme artacaktır.

1.5.2. İçsel Finansal Gelişme ve Büyüme Modelleri

İçsel büyüme modellerinin temeli Romer (1986) ve Lucas (1988) çalışmaları ile atılmıştır. İçsel büyüme modelleri, neoklasik büyüme modellerinde savunulan üretim fonksiyonunun ölçeğe göre azalan getiri özelliği gösterdiği görüşüne karşı çıkmaktadır. Neoklasik büyüme modelinde fiziksel sermaye stokuna, işgücüne ve teknoloji düzeyine bağlı olan üretim miktarı, teknolojik gelişmenin olmadığı ve işgücü sabit bir oranda büyüdüğü varsayımı altında fiziksel sermaye stokuna bağlı olarak ifade edilmektedir. Azalan getiriler kanununa göre fiziksel sermaye stoku arttıkça, üretim miktarı azalan oranda artmaktadır. Böylelikle, yüksek tasarruf dolayısıyla oluşan yüksek sermaye birikimi büyüme üzerinde sadece geçici bir etkiye sebep olmaktadır (Mankiw, 2002).

Buna karşın, içsel büyüme modellerine göre teknolojik gelişimin ve beşeri sermaye stokundaki artışın verimliliği artırıcı etkileri neticesinde üretim fonksiyonu ölçeğe göre

artan getiri özelliği göstermektedir. Finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini içsel büyüme modelleri çerçevesinde inceleyen çalışmalarda ise, finans sistemindeki gelişmelerin yenilikçi projelerin daha fazla uygulanmasına ve bunun neticesinde teknolojik gelişmeye neden olacağı varsayımı bulunmaktadır (Levine, 1997). Kısacası finansal gelişme neticesinde teknolojik yenilik hızı artacak ve uzun dönemli büyüme olumlu etkilenecektir (Levine, 1997).

Finansal gelişmenin içsel büyüme modellerindeki yerini daha anlaşılabilir hale getirmek amacıyla Pagano (1993) tarafından geliştirilen ve finansal faktörlerin iktisadi büyüme üzerindeki önemini vurgulayan model incelenebilir. Pagano en basit içsel büyüme modellerinden biri olan Rebelo'nun (1991) AK modelini kullanmıştır. Pagano'nun modeline göre üretimde sadece sermaye stoku kullanılmakta ve ölçeğe göre sabit getiri gözlenmektedir. Sermaye, δ oranında yıpranmakta ve nüfus büyümesi sıfır kabul edilmektedir ($K_{t+1} = I_t + (1-\delta)*K_t$). Ayrıca tasarrufların $(1-\Phi)$ kadarlık oranı finansal aracılık hizmet maliyetlerinin karşılanmasında kullanılmaktadır. Sadece tasarrufların Φ kadarlık kısmı yatırımları finanse etmek için kullanılabilir. Tasarruflarda meydana gelen bu tarz bir "sızma", finansal sistemin etkinsizlik derecesini göstermektedir. Öyleyse tasarruf-yatırım ilişkisi $I_t = (\Phi)*S_t$ olarak gösterilebilir. Durağan durum büyüme oranı (g) ise;

$$g = \frac{K_{t+1} + K_t}{K_t} = \frac{I_t + (1-\delta)*K_t - K_t}{K_t} = \frac{(\Phi)S_t}{K_t} - \delta = A(\Phi)s_t - \delta \quad (1)$$

olarak elde edilmektedir. (1) numaralı denklemde $s_t = S_t/Y_t = S_t/AK_t$ dir. Bu denklemden finansal gelişmenin iktisadi büyümeyi üç yoldan etkileyebileceği görülmektedir. (1) sermayenin marjinal üretkenliğinin⁴ artırılması, A ; (2) yatırıma dönüşen tasarrufların oranını artırmak, Φ ; (3) tasarruf oranını etkilemek, s . Yıpranma oranı sabit kabul edilmektedir. Modelin iki kısıtı ise kapalı ekonomi modeli olması yani sermaye girişlerinin olmaması ve modelde sadece finansal araçların rol alması yani hisse senedi piyasası ve finans sisteminin diğer bileşenlerinin yok sayılmasıdır.

⁴ Sermayenin marjinal üretkenliği, üretim sürecinde kullanılan sermayenin bir birim artırılması neticesinde üretim miktarında meydana gelecek artış anlamında kullanılmaktadır.

Finansal gelişme iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesinde kullanılan modeller zamanla gelişme göstermiş ve günümüzde içsel büyüme modellerinin kullanıldığı bir yapıya kavuşmuştur. Bu alt bölümde finans-büyüme ilişkisinin incelenmesinde yer verilen modellerin tanıtılmasından sonra, bir sonraki alt bölümde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkileri hakkında bilgi verilecektir.

1.6. FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİ

Finansal gelişmenin mi iktisadi büyümeye neden olduğu yoksa iktisadi büyümenin mi finansal gelişmeyi beslediği tartışması hem kuramsal hem de uygulamalı yazında üzerinde çok sayıda çalışma yapılmış bir konudur. Bu alt bölümde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü inceleyen çalışmalar hakkında kuramsal bilgilere yer verilecektir.

Öncelikle finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerinde etkili olduğu görüşünü savunan çalışmalar üzerinde durulacaktır. Patrick (1966)'ya göre finansal sistemin gelişmesi neticesinde kaynaklar daha üretken firmalar ve sektörlerle tahsis edilmektedir. Kaynakların üretken firmalar ve sektörlerle tahsisi sonucunda ekonomide teknolojik yenilikler artarak iktisadi büyüme olumlu etkilenmektedir. Arz itişli hipotez olarak isimlendirilen bu görüş birçok uygulamalı çalışmada elde edilen bulgularla da desteklenmiştir (Gupta, 1984; Rousseau ve Watchel, 1998; Xu, 2000; Arestis, Demetriades ve Luintel, 2001).

İktisadi büyüme ile finansal gelişme arasındaki nedensellik ilişkisini inceleyen Patrick(1966), iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisinin de mevcut olabileceğini ileri sürmüştür. Daha öncesinde Robinson (1952) tarafından da ileri sürülen ve Patrick tarafından talep çekişli hipotez olarak isimlendirilen bu görüşe göre iktisadi büyüme neticesinde finansal kurumlara ve araçlara olan ihtiyaç artmakta ve finansal sistemin gelişmesi sağlanmaktadır. Yapılan uygulamalı çalışmalarda talep çekişli görüşü destekleyen bulgular elde edilmiştir (Jung, 1986; Thangavelu ve Ang, 2004; Ang ve McKibbin, 2007).

Bir ülkede iktisadi kalkınma süreci boyunca, arz itişli ve talep çekişli yapıların birbirini takip edebileceği görüşünü savunan Patrick (1966)'ya göre, ülkelerin kalkınmalarının ilk dönemlerinde arz itişli yapı görülürken, kalkınmanın ilerleyen dönemlerinde talep çekişli bir yapı görülebilmektedir. Bu görüşe göre, kalkınmanın ilk dönemlerinde finansal sistemin sağladığı hizmetler teknolojik gelişimi hızlandırmakta ve iktisadi büyüme artış göstermektedir. Kalkınma süreci ilerledikçe iktisadi büyüme finansal araçlara olan talebi artırmakta ve finansal sistemin gelişmesine neden olmaktadır.

Patrick (1966) ayrıca bir ekonomide hem arz itişli hem de talep çekişli bir yapının varlığının aynı anda var olabileceğini görüşünü de öne sürmüştür. Buna göre bir ülkede yer alan bir sektörde arz itişli yapı görülürken aynı ülkede yer alan başka bir sektörde talep çekişli yapının varlığı mümkündür. Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında iki yönlü ilişki anlamına gelen bu görüş, bazı uygulamalı çalışmalardan elde edilen sonuçlarla da desteklenmektedir (Luintel ve Kahn, 1999; Ünalımsı, 2002)

İlgili yazında finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında nedensellik ilişkisi bulunmadığını savunan görüşler de mevcuttur. Lucas (1988)'e göre iktisatçılar finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi gereksiz yere büyütmektedir. Lucas (1988) parasal gelişmelerin iktisadi büyüme üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını ve dolayısıyla finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında bir nedensellik ilişkisi bulunmadığını öne sürmektedir.

Yukarıdaki bilgiler ışığı altında, finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında var olan muhtemel nedensellik ilişkisi dört şekilde ortaya çıkabilmektedir. Finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi yani arz itişli bir nedensellik olabileceği gibi, tam tersi durum da yani talep çekişli bir nedensellik de görülebilmektedir. Bunların yanında her iki yönde ilişkinin aynı anda mevcut olabileceği bir nedensellik de muhtemeldir. Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında herhangi bir nedensellik bulunmama ihtimali de görülebilecek dördüncü ve son durumdur.

1.7. FİNANSAL YAPI VE İKTİSADİ BÜYÜME

Bu alt bölümde finansal yapı ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen bir takım çalışmalar hakkında bilgi verilecektir. Bu bağlamda banka tabanlı sistem ile piyasa

tabanlı sistem kuramları üzerinde durulacak ve bu iki sistemin karşılaştırılması yapılacaktır. Son kısımda ise finansal yapı üzerine yapılan tartışmalara karşı oluşturulan görüşler ele alınacaktır.

1.7.1. Banka Tabanlı Sistem

Finansal gelişmenin iktisadi büyümedeki rolüyle ilgili tartışmaların yanı sıra, finans-büyüme yazınında uzun bir süredir banka tabanlı ve piyasa tabanlı finansal sistemlerin nispi önemi üzerine de tartışılmaktadır (Goldsmith, 1969; Allen ve Gale, 1999; Demircuc-Kunt ve Levine, 2001b). Bu amaçla bankaların önemini ön plana çıkarmak için bu alt bölümde finansal piyasaların finansal işlevleri sağlamadaki başarısızlıkları üzerine durulacaktır.

Hisse senedi piyasalarının likiditesi kaynak dağılımını kötü yönde etkileyebilmektedir. Bhude (1993)'e göre likit hisse senedi piyasalarında yatırımcılar ellerinde buldukları hisseleri ucuz bir şekilde satabilmektedir. Hisse senedi piyasalarında kurumsal yönetim işlevini aktif bir şekilde yerine getiren yatırımcılar, likit hisse senedi piyasalarının varlığında, maliyetli bir süreç olan kurumsal yönetim yerine ellerindeki hisseleri satarak yatırımlarını geri çekebilmektedirler. Böylelikle hisse senedi piyasalarında likiditenin artması finansal piyasalarda kurumsal yönetimi zayıflatabilmektedir.

İkinci olarak yatırım projeleri hakkında bilgi edinme konusu üzerinde durulacak olunursa, Stiglitz (1985)'e göre bedavacılık sorunu, yani bazı ekonomik birimlerin diğer birimlerin araştırmalarından herhangi bir maliyete katlanmadan faydalanması, alıcı ve satıcı sayısı çok (atomistik) piyasaların yapısal bir sorunudur. Bedavacılık sorununun varlığı göz önünde bulundurulduğunda ekonomik birimlerin bilgiyi hızlı bir şekilde elde edebildikleri gelişmiş finansal piyasalarda bireysel yatırımcılar firmaları araştırmak için kaynak ayırmaktan vaz geçebilmektedir. Böyle bir durumda bankalar yerine finansal piyasaların daha fazla gelişmesi, finansal sistemin bilgi edinme işlevini zayıflatacaktır. Bu durum neticesinde ise yenilikçi projelerin tespiti azalacak ve iktisadi büyüme olumsuz etkilenecektir. Diğer taraftan Boot, Greenbaum ve Thakor (1993)'e

göre bankalar, elde ettikleri bilgileri yatırım sürecinde kullanarak bu tarz olumsuzlukları azaltabilmektedir.

Sonuç olarak, banka tabanlı sistemi savunanlara göre piyasa tabanlı sistem, kurumsal yönetim ve yatırım projeleri hakkında bilgi edinme konularında yetersiz kalmaktadır. Diğer taraftan banka tabanlı sistemi savunanlara göre bankalar, piyasaların sahip olduğu temel olumsuzluklara sahip değildir. Bankalar kurumsal yönetimin sağlanması ve firmaların araştırılması konularında finansal piyasalara göre daha iyi çalışmaktadır.

1.7.2. Piyasa Tabanlı Sistem

Piyasa tabanlı sistemi savunanlar temel olarak güçlü bankaların meydana getirdiği sorunlar üzerine yoğunlaşmaktadırlar. Banka tabanlı sistemlerde, firmalar üzerinde çok büyük etkileri olan bankalar bulunabilmekte ve bu etki kendini bazen negatif yönde gösterebilmektedir. Hellwig (1991)'e göre firmaların yapacakları yeni yatırımlar veya borç yapılandırmaları göz önünde bulundurulduğunda, güçlü bankalar firmaların gelecek kâr beklentilerinden piyasa tabanlı sisteme kıyasla daha fazla pay elde edebilmektedirler. Rajan (1992)'ye göre ise bankaların kârlı görülen bir yatırımın getirisinden pay elde etme isteği, firmaların yenilikçi ve kârlı yatırımlar için sarf ettikleri çabayı azaltabilmektedir.

Morck ve Nakamura (1999)'a göre borç sağlayıcılar olarak bankalar genellikle ihtiyatlı davranmaktadırlar. Böyle bir durumda banka tabanlı sistemler firma yenilikçiliğini ve dolayısıyla büyümeyi kısıtlayabilmektedir. Weinstein ve Yafeh (1998) Japonya için bu doğrultuda kanıtlar elde etmiştir. Büyük bankalarla yakın ilişkide olan firmalar sermayeye daha geniş ulaşım sağlarken; bu bankalarla ilişkisi sıkı olamayan firmalara nazaran bu firmaların sermaye kısıtları daha az olmaktadır. Fakat Weinstein ve Yafeh (1998)'e göre bu tarz firmalar genellikle muhafazakâr ve yavaş büyüme stratejileri benimsemekte ve büyük bankalarla ilişkisi olmayan firmalara göre daha yavaş büyümektedirler. Sonuç olarak, piyasa tabanlı sistemi savunanlara göre bankalar, kaynak tahsisinde yeterince etkin çalışmazken; finansal piyasalar kaynak tahsisinde bankaların sergilemiş olduğu olumsuzluklara sahip değildir.

1.7.3. Finansal Yapı Tartışmasına Karşı Olan Görüşler

Banka tabanlı sisteme karşı piyasa tabanlı sistem tartışmalarına itiraz ederek finansal hizmetleri sağlayan kurumsal yapılar üzerinde durmak yerine bütün finans sisteminin gelişimi üzerine yoğunlaşması gerektiğine vurgu yapan bir takım görüşler de mevcuttur. Finansal sistem, finansal araçlar ve finansal piyasalar bileşenleri ile önceki alt bölümlerde sayılan temel finansal işlevleri yerine getirmektedir. Bu finansal işlevler görüşü, finansal sistemi banka tabanlı ve piyasa tabanlı olarak ayırmaya karşı çıkar (Merton, 1995; Merton ve Bodie, 1995, 2004; Levine, 1997). Bu görüşe göre büyüme için asıl önemli olan ekonominin iyi işleyen bir finansal sisteme sahip olup olmadığıdır.

Banka tabanlı sistem - piyasa tabanlı sistem tartışmasına karşı bir başka eleştiri de bankaların ve piyasaların ekonomiye birbirini tamamlayıcı ve büyümeyi artırıcı finansal hizmetler sağlayabileceği görüşüne dayanmaktadır (Boyd ve Smith, 1996, 1998; Levine ve Zervos, 1998). Örneğin hisse senedi piyasaları tasarrufların toplanmasında çok fazla katkıda bulunmasalar da, iktisadi gelişmeyi olumlu bir şekilde etkileyebilmektedir. Hisse senedi piyasaları, özellikle likiditeyi artırmada çok önemli bir rol oynayabilmektedir.

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin kavramsal ve kuramsal temelde incelendiği bu bölümde öncelikle finansal gelişme ve iktisadi büyüme gibi çalışmada sık kullanılan kavramlara değinilmiştir. Ardından finansal sistemin işlevleri ve bu işlevler aracılığıyla finansal gelişmesinin iktisadi büyüme üzerindeki etkileri hakkında bilgi verilmiştir. Finans-büyüme ilişkisini inceleyen kuramsal çalışmalar hakkında bilgilerin sunulduğu bu bölümde ayrıca bu ilişkinin incelenmesinde sıklıkla kullanılan iktisadi modeller ele alınmıştır. Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin incelenmesinin ardından, son alt bölümde finansal yapı ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki inceleyen çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir. Bir sonraki bölümde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen uygulamalı çalışmalar incelenecektir.

2. BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME: UYGULAMALI YAZIN

Bir önceki bölümde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen teorik çalışmalar ele alınmış ve bu çalışmaların birçoğunda finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında pozitif ilişkinin varlığının savunulduğu görülmüştür (Schumpeter, 1959; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973 ve Shaw, 1973). Bu teorik çalışmaların ardından çok sayıda uygulamalı çalışma da yapılmıştır. Bu çalışmalarda bankalar ve hisse senedi piyasaları gibi finansal sistemin belirli bileşenlerinin iktisadi büyümeyi artırıcı bir rol oynayıp oynamadığı incelenmektedir.

Bu bölümde ilk olarak finans - büyüme ilişkisi üzerine yapılan yatay kesit ülke çalışmalarına⁵ örnekler verilmektedir. Sonrasında sırasıyla panel veri ve zaman serisi çalışmalarına yer verilmektedir. Dördüncü olarak finansal yapı ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki üzerine yapılan uygulamalı çalışmalar hakkında bilgiler sunulmaktadır. Bir sonraki kısımda ise Türkiye ekonomisi üzerine yapılan uygulamalı çalışmalar ele alınmaktadır. Bu bölümün son kısmında ise uygulamalı yazında karşılaşılan sorunlar üzerinde durulmaktadır.

2.1. YATAY KESİT ÜLKE ÇALIŞMALARI

Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen uygulamalı çalışmaların ilk dönemlerinde finansal gelişmeye ilişkin yeterli uzunlukta zaman serisi verilerinin bulunamaması nedeniyle yatay kesit ülke analizlerinin sıklıkla kullanıldığı görülmektedir. Yatay kesit ülke analizlerinin kullanıldığı çalışmalarda bir takım eksiklikler bulunmakla birlikte bu çalışmaların finans-büyüme ilişkisini açıklamada uygulamalı yazında öncü rol oynadıkları yadsınamaz. Bu alt bölümde, öne çıkan bazı yatay kesit ülke çalışmaları ele alınacak ve sonrasında bu çalışmalara yöneltilen eleştirilerden bir kısmına yer verilecektir.

⁵ Yatay kesit ülke çalışmalarında kullanılan bir değişken, farklı ülkelerden toplanan ve zaman boyutu gözetilmeksizin tek bir zaman dilimini içeren verilerle oluşturulmaktadır.

Goldsmith (1969) finansal sistemin büyüme üzerinde nedensel bir etki yapıp yapmadığı ve bir ekonomide finansal sistemin mevcut yapısının iktisadi büyümeyi etkileyip etkilemediği sorularına 1949-1963 dönemini kapsayan ve 35 ülke verisinden oluşan bir örneklem kullanarak yanıt aramıştır. Çalışmada finansal aracılarn varlıklarının toplam üretim içerisindeki payını içeren verilerden faydalanılmış ve finansal aracılık sektörünün boyutunun, finansal sistem tarafından sağlanan işlevlerin kalitesiyle pozitif ilişkili olduğu varsayılmıştır.

Finansal aracılarn boyutunun toplam üretime olan oranının, ülkelerin gelişmişlik derecesi yükseldikçe arttığını gösteren Goldsmith; finansal gelişme ve iktisadi faaliyet düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu grafiksel olarak göstermiştir. Goldsmith bu grafiksel gösterim sonucunda doğrudan nedensellik yorumu yapmadaki isteksizliğini açıkça belirtmektedir. Böylece Goldsmith finansal gelişmenin iktisadi büyümeye neden olup olmadığı konusunda kesin bir duruş sergilememektedir.

King ve Levine (1993a) Goldsmith'in çalışması üzerine bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmada 1960-1989 dönemi kapsayan ve 80 ülke verisini içeren bir örneklem kullanılmıştır. Çalışmada finansal gelişmişlik düzeyinin uzun dönemli büyümeyi, sermaye birikimini ve üretkenlik artışını tahmin edip etmediği analiz edilmiş, sermaye birikimi ve üretkenlik artışı kanalları incelenmiş, finansal gelişmişlik düzeyi için farklı ölçütler oluşturulmuş ve uzun dönemli büyümeyi etkileyen diğer faktörler kontrol edilmiştir.

King ve Levine (1993a) finansal gelişmişlik göstergesi olarak finansal sistemin likit yükümlülüklerinin (nakit ve banka - banka dışı finansal aracılarn vadesiz ve vadeli mevduat yükümlülükleri) GSYH'ya oranı (DEPTH), banka kredilerinin, banka kredileri ile merkez bankasının yurtiçi varlıkları toplamına oranı (BANK) ve özel işletmelere sağlanan kredilerin GSYH'ya oranını (PRIVY) ölçütlerini ele almıştır. DEPTH ölçütü finansal aracılarn boyutunun bir göstergesiyken; BANK ölçütü merkez bankasının ve ticari bankaların kredi dağıtımlarının nispi oranını göstermektedir. BANK ölçütünün kullanılmasının arkasında yatan temel neden, bankaların finansal sistemin beş fonksiyonunu sağlamada merkez bankasından daha etkin olduğu görüşüdür. PRIVY ölçütünün kullanılmasının arkasında yatan temel varsayım ise özel firmalara daha fazla kredi sağlayan finansal sistemlerin, finansal işlevlerin sağlanması konusunda, elindeki

kaynakları hükümetle kamu işletmelerine kredi olarak veren finansal sistemlerden daha başarılı olmasıdır.

King ve Levine (1993a), 1960-1989 dönemi için ortalaması alınmış her bir finansal gelişmişlik düzeyi göstergesiyle, aynı dönem için ortalaması alınmış üç büyüme göstergesi arasındaki ilişkinin gücünü değerlendirmektedir. Üç büyüme göstergesi şu şekildedir: 1) reel fiyatlarla kişi başı GSYH'nın ortalama büyümesi, 2) kişi başına düşen sermaye stokunun ortalama büyümesi ve 3) toplam üretkenlik artışı.

$$G(j) = \alpha + \beta * F(i) + \delta * X + \varepsilon \quad (1)$$

(1) numaralı denklemde $F(i)$ 1960-1989 dönemi için ortalaması alınmış finansal gelişmişlik düzeyi göstergesinin i 'nci değerini; $G(j)$ 1960-1989 dönemi için ortalaması alınmış büyüme göstergesinin j 'nci değerini; ve X iktisadi büyümeyle ilişkili olan diğer kontrol değişkenlerinin (kişi başı gelir, eğitim, politik istikrar, döviz kuru, ticaret, mali ve parasal politika göstergeleri gibi) matrisini göstermektedir. Analiz sonuçlarına göre her bir finansal gelişme göstergesi $F(i)$ ile üç büyüme göstergesi $G(j)$ arasında güçlü ve anlamlı bir pozitif ilişki bulunmaktadır.

Yapılan yatay kesit çalışmalara finansal piyasaların dâhil edilmesi, finansal sistemin genelinin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini anlamada daha faydalı olmaktadır. Daha büyük ve daha likit hisse senedi piyasalarının iktisadi büyüme, sermaye birikimi ve üretkenlik artışı üzerinde pozitif veya negatif herhangi bir etkisinin olup olmadığı konusunda yazında ortak bir fikir bulunmamaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi bazı kuramsal çalışmalar, bankalar ve piyasalar arasında firmaların fonlanması açısından bir rekabet olduğunu savunurken; bazı kuramsal çalışmalar bankalar ve piyasaların ekonomide farklı finansal işlevleri yerine getirdiğini; diğerleri ise bankalar ve piyasaların birbirini tamamlayıcı işlev gördüklerini ileri sürmektedirler.

Levine ve Zervos (1998) 1976-1993 dönemini kapsayan ve 47 ülke verisini içeren bir örneklem kullanarak hisse senedi piyasalarındaki gelişmeler ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi değerlendirebilmek için çok sayıda hisse senedi piyasası ölçütü oluşturmuştur. Çalışmada kontrol amacıyla, bankacılık sektörü gelişmesi gibi birçok potansiyel büyüme belirleyicisi de kullanılmaktadır. Örneğin Levine ve Zervos

(1998)'in likidite göstergelerinden biri olarak ele aldığı çevrim oranı (turnover ratio), bir ülkenin hisse senedi piyasasında işlem gören hisselerin toplam değerinin, hisse senedi piyasası kapitalizasyonuna (hisse senedi piyasasında kayıtlı olan bütün hisselerin toplam değeri) oranı olarak hesaplanmaktadır. Çevrim oranı alım satım maliyetinin doğrudan bir ölçütü olmamakla beraber, daha çok gerçekleştirilen alım satım miktarının piyasa değerini ölçmektedir. Çalışmada elde edilen bulgularına göre, hisse senedi piyasalarının likidite düzeyinin ve bankacılık sektörünün gelişme düzeyinin (bankalar tarafından özel sektöre sağlanan kredilerin GSYH içerisindeki payı) iktisadi büyümeyi pozitif ve anlamlı bir şekilde etkilemektedir. Hisse senedi piyasalarının likidite düzeyinin ve bankacılık sektörünün gelişme düzeyinin başlangıç seviyeleri, enflasyon, okullaşma oranı, başlangıç geliri, kamu harcamaları ve politik istikrar gibi değişkenler kontrol değişkeni olarak kullanılmış, ancak elde edilen sonuçlar değişmemiştir.

Yatay kesit ülke analizlerinin ana bulguları incelendiğinde, çalışmalarının çoğunda finansal gelişmenin büyümeyi olumlu etkilediği bulgusuna ulaşıldığı görülmektedir. Bu çalışmaların finans-büyüme ilişkisini açıklamada önemli katkıları olmakla birlikte, ulaşılan sonuçlar bazı eleştirilere maruz kalmıştır. Yatay kesit ülke regresyonları, her bir ülke için gözlemleri oluştururken, analizin yapıldığı döneme ait verilerin ortalamasını almaktadır. Yatay kesit çalışmalarda verilerin uzun dönemler boyunca ortalamasını almak, ekonominin büyüme patikasının önemli özelliklerinin ve bazı iktisadi dinamiklerin dikkate alınmamasına yol açmaktadır. Ek olarak bu durum ortalaması alınmış değişkenlerin ilişkili olmamalarına rağmen ilişkiliymiş gibi algılanmasına neden olabilmektedir. Ayrıca yatay kesit ülke çalışmalarından elde edilen bulgular örneklemeindeki ülkelere, kontrol değişkenlerine, analiz edilen döneme ve kullanılan ekonometrik modele büyük ölçüde bağımlılık göstermektedir (Arestis ve Demetriades, 1997; Demetriades ve Hussein, 1996).

Arestis ve Demetriades (1997)'ye göre yatay kesit çalışmalardan elde edilen bulguların uygulanabilirliğinin önündeki en temel engel, ülkeler arasında yeterli derecede karşılaştırılabilirliği sağlayan verilerin eksikliğidir. Bütüncül seviyede yapılan geniş kapsamlı karşılaştırmalı çalışmalar, her bir ülkeye has finansal çevreye ve geçmişe ait özellikleri hesaba katmamaktadır. Arestis ve Demetriades (1997)'ye göre bunun sebebi olarak finans-büyüme ilişkisinin finansal kurumlar ile politikaların yapısında ve

yürütülmesinde görülen farklılıklardan büyük ölçüde etkilenmesi gösterilebilir. Bahsedilen bu kısıtlardan ötürü, bir takım araştırmacılar ülke özelinde derinlemesine zaman serisi analizlerini destekleyen açıklamalarda bulunmaktadır (Demetriades ve Hussein, 1996; Kirkpatrick, 2005).

Sonuç olarak yatay kesit ülke çalışmalarında finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında pozitif ilişkinin varlığı tespit edilmekte, fakat ülkelere has bazı koşulların varlığı nedeniyle tekil ülke çalışmalarının gerekliliği ön plana çıkmaktadır. Bir sonraki alt bölümde panel veri kullanan çalışmalar hakkında bilgi verilecektir.

2.2. PANEL VERİ ÇALIŞMALARI

Yatay kesit analizlerden kaynaklanan sorunları çözmek amacıyla zaman boyutunu da analize dâhil eden belli başlı panel veri çalışmalarına ait bilgiler bu alt bölümde verilecektir.

De Gregorio ve Guidotti (1995) tarafından finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin tespiti için yapılan çalışmada 1960-1985 dönemini ve 99 ülke verisini kapsayan panel veri analizi uygulanmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre finansal gelişme iktisadi büyümeyi artırmaktadır. Beck, Levine ve Loayza (2000) 1960-1995 dönemini ve 77 ülkeyi kapsayan bir örneklem kullanarak finansal gelişmenin iktisadi büyümeyi güçlü ve pozitif bir şekilde etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

Calderon ve Liu (2003) 1960-1994 dönemini kapsayan ve 109 ülke verisini içeren bir örneklem kullanarak finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini incelemiştir. Çalışmada panel VAR ve Granger nedensellik testi analiz yöntemi olarak benimsenmiş ve analiz sonucunda finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında iki yönlü bir ilişki bulunmuştur. Çalışma sonucunda ayrıca gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisinin daha kuvvetli olduğu bulgusu elde edilmiştir.

Khan ve Senhadji (2003) 1960-1999 dönemini kapsayan ve 159 ülke verisini içeren bir örneklem kullanmış ve finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini test etmiştir. Bu amaçla çalışmada yatay kesit verilerle yapılan analizin yanı sıra panel veri

kullanılarak da finans-büyüme ilişkisi incelenmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunurken, bu etkinin büyüklüğü kullanılan finansal gelişme göstergelerine, tahmin yöntemine, verinin frekansına ve ilişkiyi açıklamada kullanılan fonksiyonel kalıba göre değişiklik göstermektedir.

Christopoulos ve Tsionas (2004) on adet gelişmekte olan ülke verisini kullanarak yaptıkları çalışmalarında panel birim kök ve panel eş bütünleşme teknikleri kullanarak finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Analiz sonucunda finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında uzun dönemli ilişki tespit edilirken, kısa dönemli herhangi bir ilişki bulunamamıştır. Çalışmada elde edilen bulgular uzun dönemli nedensellik ilişkisinin finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru olduğunu göstermektedir. Demetriades ve Andrianova (2004)'e göre yatay kesit analizlere benzer bir şekilde ülkeler arası kurumsal ve yasal farklılıklar panel veri çalışmalarında da göz ardı edildiğinden dolayı bu çalışmalardan elde edilen bulguların yorumlanmasında da ihtiyatlı olunmasında fayda bulunmaktadır.

Bu alt bölümde incelenen panel veri çalışmalarında, finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişkinin varlığına yönelik bulgulara ulaşıldığı görülmektedir. Finans-büyüme ilişkisini tek bir ülke özelinde inceleyen zaman serisi çalışmalarına ait bilgiler bir sonraki alt bölümde tanıtılacaktır.

2.2. ZAMAN SERİSİ ÇALIŞMALARI

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar, yatay kesit ülke çalışmalarından kaynaklanan bir takım istatistiksel sorunları düzeltmek amacıyla zaman serisi yöntemlerini kullanmaktadırlar.

Zaman serisi yazınında çok sayıda çalışma, finans büyüme ilişkisini çeşitli zaman serisi teknikleri kullanarak incelemektedir. Arestis ve Demetriades (1997)'in de belirttiği gibi bu çalışmalarda finans-büyüme ilişkisinin yapısını anlamak amacıyla sıklıkla Granger nedensellik testi ve vektör otoregresif (VAR) prosedürleri kullanılmaktadır. Bu alanda yapılan araştırmalar, daha iyi finansal gelişme ölçütlerinin kullanılması, daha kuvvetli

ekonometrik tekniklerin kullanılması ve ülkelerin daha derinlemesine incelenmesi sonucunda gelişme göstermektedir.

İktisadi gelişme düzeyi için çeyrek dönemlik sanayi üretimi verilerini kullanan Gupta (1984), 14 gelişmekte olan ülkenin finans büyüme ilişkisi için ilk zaman serisi araştırması yapan çalışma olmuştur. Çalışmanın sonucuna göre finans sektörü iktisadi kalkınma için bir katalizör görevi görmekte ve iktisadi büyümeyi olumlu etkilemektedir. Fakat daha iyi alternatiflerin yokluğu nedeniyle kullanılan sanayi üretimi verisi, gelişmekte olan ülkelerde sanayi sektörünün toplam hasıla içerisindeki payının düşük seyretmesi sebebiyle çoğu zaman iktisadi büyümenin iyi bir göstergesi olamamaktadır.

Jung (1986) ile Demetriades ve Hussein (1996) para miktarının GSYH'ya oranı gibi bir takım finansal gelişme ölçütleri kullanmışlardır. Elde edilen sonuçlara göre, özellikle gelişmekte olan ülkelerde nedenselliğin her iki yönde olduğu bulunmuştur. Neusser ve Kugler (1998) finansal sistemin boyutunu ölçen basit ölçütler yerine, finansal sistem tarafından sağlanan katma değeri ölçüt olarak kullanmıştır. Bu çalışmanın sonucuna göre finansal gelişme iktisadi büyümeyi artırmaktadır.

Rousseau ve Watchel (1998) finansal gelişme ölçütü olarak banka ve banka dışı finansal kurumların varlıklarını kullanarak beş ülke için finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi zaman serisi testleriyle incelemişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre nedensellik ilişkisinin yönü ağırlıklı olarak finanstan iktisadi büyümeye doğrudur.

Arestis, Demetriades ve Luintel (2001) hisse senedi piyasası ve banka gelişme ölçütleri kullanarak finans - büyüme arasındaki zaman serisi ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda finansın iktisadi büyümeyi artırdığı görüşü desteklenmekte fakat ilişkinin kuvveti konusunda bazı şüpheler bulunmaktadır. Çalışmada çeyrek dönemlik veri ve zaman serisi yöntemleri beş gelişmiş ülke için kullanılmış ve bankacılık sektörüyle hisse senedi piyasalarında meydana gelen gelişmelerin her ikisinin de iktisadi büyümeyi açıkladığı, fakat bankacılık sektöründeki gelişmelerin büyüme üzerindeki etkisinin hisse senedi piyasasında meydana gelen gelişmelerin etkisinden büyük olduğu tespit edilmiştir.

Xu (2000), 1960-1993 dönemini kapsayan ve 41 ülke verisini içeren bir örnekleme, finansın büyüme üzerinde uzun dönemli ve birikimli etkisini tespit etmek amacıyla VAR yaklaşımını kullanmıştır. Bu çalışmada finansın büyümeyi takip ettiğine ilişkin hipotez reddedilmiştir. Daha ziyade çalışma sonucunda finansal gelişmenin uzun dönemli büyüme için önemli bir etken olduğu tespit edilmiştir.

Birçok zaman serisi çalışmasında veri kısıtları nedeniyle kullanılan tahmin dönemi genellikle kısa kalmaktadır. Bu problem daha çok gelişmekte olan ülkelerde veri yetersizliği nedeniyle görülmektedir. Anlamlı bir zaman serisi analizinde, birçok makroekonomik zaman serisinin dinamiklerini uygun bir şekilde görebilmek için uzun serilere ihtiyaç duyulmaktadır. Ayrıca zaman serisi çalışmalarında sıklıkla kullanılan Granger nedensellik testinden elde edilen sonuçlar Ahmed (1998)'e göre yanlış yorumlanabilmektedir. Ahmed (1998) yakın gelecekte daha yüksek iktisadi performans beklentisine sahip olan firmaların, kârlarının artacağı beklentisiyle yatırımlarını artıracaklarını ve finansal hizmetleri daha çok talep edeceğini belirtmektedir. Böyle bir durumda, finansal gelişme iktisadi büyümenin nedeni olmaktan ziyade, sadece bir öncü göstergesi olarak ortaya çıkacaktır. Sonuç olarak Ahmed (1998)'e göre bu yöntemle elde edilen nedensellik bulguları ihtiyatla yorumlanmalıdır. Demetriades ve Andrianova (2004)'e göre bir değişken bir başka değişkenin tahmininde başarılı oluyorsa bu durum her zaman, bu değişkenin diğerine neden olduğu anlamına gelmeyebilir. Bu sebeple nedensellik testinin sonuçları kesin olarak değil olasılıklı olarak yorumlanmalıdır.

Zaman serisi analizi kullanılarak yapılan tekil ülke çalışmaları, politika oluşturulması için önemli bilgiler sağlasa da, bu çalışmaların sonuçları finans-büyüme ilişkisi hakkında var olan görüşleri teyit etmek veya reddetmek için yeterli değildir. Zira tekil ülke çalışmalarından elde edilen sonuçlar diğer ülkeler hakkında çıkarımda bulunmak amacıyla genelleştirilemezler. Bu sebeple, tekil ülke çalışmalarından elde edilen sonuçlarla sadece analiz yapılan ülke için politika üretilebilmektedir. Bir sonraki alt bölümde finansal yapı ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen uygulamalı çalışmalar hakkında bilgi verilecektir.

2.4. FİNANSAL YAPI ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

Banka tabanlı ve piyasa tabanlı finansal sistemlerin iktisadi büyüme üzerindeki nispi etkileri önemli ölçüde ilgi çekmektedir. Daha öncede belirtildiği gibi, Goldsmith (1969) 1) finansal gelişmenin iktisadi büyümeyi etkileyip etkilemediğini ve 2) finansal yapının, yani bir ekonomide işlem gören finansal piyasaların ve araçların birleşiminin, iktisadi büyümeyi etkileyip etkilemediği sorularına yanıt aramıştı. Önceki alt bölümlerde incelenen ve farklı metotlar ile farklı veriler kullanan çalışmalardan elde edilen sonuçların büyük bir kısmına göre, finansal gelişme iktisadi büyüme üzerinde birinci dereceden etkilidir. Diğer taraftan finansal yapı üzerine yapılan uygulamalı çalışmalarda, banka tabanlı sistem mi yoksa piyasa tabanlı sistem mi iktisadi büyüme için önem arz etmektedir sorusu öne çıkmaktadır.

Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2001a), 1960-1995 dönemini kapsayan ve 150 ülke verisini içeren bir örneklem kullanarak, finansal piyasalarla ve finansal araçlarla ilgili geniş bir veri tabanı oluşturmuştur. Ayrıca, Demirguc-Kunt ve Levine (2001a), çalışmalarında kullandıkları ülkeleri, banka tabanlı ve piyasa tabanlı olma derecelerine göre sınıflamışlar ve finansal yapının gelişimini, ülkeler arasında ve çeşitli zamanlar boyunca incelemişlerdir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre bankalar, banka dışı finansal araçlar (sigorta şirketleri, emeklilik fonları, finans şirketleri, yatırım fonları vb.) ve hisse senedi piyasaları zengin ülkelerde daha büyük, daha faal ve daha etkinken; finansal sistemin bu bileşenleri ülkeler zamanla zenginleştikçe daha da büyümektedir. Ayrıca elde edilen sonuçlara göre, ülkeler zenginleştikçe, hisse senedi piyasaları, bankalara nazaran daha faal ve daha etkin olmaktadır. Ülkelerin gelir düzeyi arttıkça finansal sistem, daha fazla piyasa tabanlı olma gibi bir eğilim göstermektedir. Çalışmaya göre, daha iyi işleyen bir yasal sisteme ve kurumlara sahip olan ülkelerde, piyasa tabanlı sistem daha yaygın görülmektedir.

İktisadi büyümeye dönülecek olursa, son zamanlarda geliştirilen finansal yapıya ilişkin ölçütleri ve çeşitli ekonometrik yöntemleri kullanan uygulamalı çalışmalar, finansal yapı ve iktisadi büyüme ilişkisini incelemektedir. Yapılan bu çalışmalarda, finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini inceleyen uygulamalı çalışmalarda kullanılanlara benzer yöntemler uygulanmaktadır.

Bu konu üzerine yapılan yatay kesit çalışmalara bakıldığında, banka tabanlı sistemin veya piyasa tabanlı sistemin büyümeyi daha fazla artıracığı yönünde genel bir kanı bulunmamaktadır. Levine (2002)'ye göre banka tabanlı veya piyasa tabanlı bir finansal sisteme sahip olmanın, iktisadi büyüme sürecini açıklamada birincil önceliğe sahip olmadığı görülmektedir. Tadesse (2002)'ye göre ise gelişmiş bir finansal sektöre sahip olan ülkelerde piyasa tabanlı sistem banka tabanlı sisteme nazaran daha iyi performans gösterirken; az gelişmiş bir finansal sektöre sahip ülkelerde banka tabanlı sistem daha iyi işlemektedir.

Bankaların ve hisse senedi piyasalarının iktisadi büyümeye olan katkılarının nispi önemlerini açıklamayı amaçlayan zaman serisi çalışmaları da bulunmaktadır. Arestis, Demetriades ve Luintel (2001)'e göre, bankalar iktisadi büyümeyi artırmada daha güçlüdür. Bu çalışmaya göre hisse senedi piyasalarının önemi yatay kesit ülke çalışmalarında olduğundan büyük ortaya çıkmaktadır. Çalışmanın sonuçlarına göre beş gelişmiş ülkenin ikisinde hisse senedi piyasaları iktisadi büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Buna karşın, Thangavelu ve Ang (2004) tarafından Avusturalya için yapılan çalışmada zıt sonuçlar bulunmuştur. Bu çalışmada bankalara ilişkin finansal gelişmişlik göstergeleri Granger testinde kullanılmış ve iktisadi büyümenin bankacılık sektörünün gelişmesine neden olduğu bulunmuştur. Sonuç olarak finansal yapının iktisadi büyüme üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalardan elde edilen sonuçlar, banka tabanlı sistemin mi yoksa piyasa tabanlı sistemin mi iktisadi büyüme üzerinde daha etkili olduğu sorusunu net bir şekilde cevaplayamamaktadır.

2.5. TÜRKİYE ÜZERİNE YAPILAN UYGULAMALI ÇALIŞMALAR

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme üzerine yapılan çalışmaların son dönemde artış göstermesiyle beraber, Türkiye'nin konu alındığı çalışmaların sayısında da kayda değer bir artış görülmüştür. Bu kısımda finans-büyüme ilişkisini, Türkiye verileriyle inceleyen çalışmalardan bir kısmına yer verilecektir.

Kar ve Pentecost (2000) Türkiye için finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini incelemektedir. Araştırmada yıllık veriler kullanılmakta ve 1963-1995 dönemi kapsamaktadır. Analiz için beş ayrı finansal gelişme göstergesi

oluşturulmakta ve Granger nedensellik testi kullanılmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü, kullanılan göstergeye büyük bağımlılık göstermektedir. Örneğin finansal gelişmişlik göstergesi olarak para miktarının milli gelire oranı kullanıldığı durumlarda nedensellik ilişkisinin yönü finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru olurken; finansal gelişmişlik göstergesi olarak banka mevduatı, özel kredi ve yurtiçi kredi oranları kullanıldığında nedensellik ilişkisinin yönü iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru olmaktadır.

Ünalınış (2002) Türkiye için yaptığı çalışmada finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü, 1970-2001 dönemi için yıllık veriler kullanarak incelemektedir. Çalışmada yer alan analizde, Granger nedensellik testi uygulanmakta ve finansal gelişmişlik ölçütü olarak, Kar ve Pentecost (2000)'le benzer şekilde, beş farklı gösterge kullanılmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre kısa dönemde nedensellik ilişkisinin yönü finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru olmaktadır. Uzun dönem için ise nedensellik ilişkisi, Patrick (1966)'le uyumlu olarak, iki yönlü tespit edilmektedir.

Aslan ve Küçükaksoy (2006) ise yıllık verilerle 1970-2004 dönemi kapsayan bir örneklem kullanarak Türkiye için finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Analizlerde kullanılan Granger nedensellik testi sonuçlarına göre finansal gelişme iktisadi büyümeye neden olmaktadır. Ayrıca çalışmada daha yüksek frekanslı veri kullanımının, bazı ekonometrik yöntemlerin kullanılabilmesi için faydalı olabileceği görüşü ifade edilmektedir.

Aslan ve Küçükaksoy (2006)'da belirtildiği gibi, Aslan ve Korap (2006) Türkiye için finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini, daha yüksek frekanslı çeyrek dönemlik verilerle ve 1987-2004 dönemi için incelemektedir. Analiz için Granger nedensellik testi ve Johansen eş bütünleşme tekniği uygulanmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında, uzun dönemli bir ilişki bulunmakla beraber; nedensellik ilişkisinin yönü, Kar ve Pentecost (2000)'e benzer olarak kullanılan finansal gelişme göstergelerine göre farklılık göstermektedir.

Kandır ve diğerleri (2007) Türkiye için finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini çeyrek dönemlik bazda inceleyen bir başka çalışmadır. Çalışmada 1988-2004 dönemi

incelenmekte ve finansal gelişme göstergesi olarak dört farklı değişken kullanılmaktadır. İMKB işlem hacminin milli gelire oranı, İMKB piyasa değerinin milli gelire oranı, İMKB işlem görme oranı ve özel sektöre verilen banka kredilerinin milli gelire oranı değişkenleri finansal gelişme göstergeleri olarak, kişi başına reel milli gelir ise iktisadi büyüme göstergesi olarak kullanılmaktadır. Analiz için Johansen eş bütünleşme tekniği ve nedensellik testleri uygulanmakta ve iktisadi büyümenin finansal gelişmeye neden olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Acaravcı ve diğerleri (2007) Türkiye için çeyrek dönemlik verilerle ve 1986-2006 dönemini kapsayan bir örneklem kullanarak finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Analizlerde kullanılan eş bütünleşme testi sonucuna göre finansal gelişmeyle iktisadi büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki bulunamazken; VAR yöntemi kullanılarak uygulanan nedensellik testi sonucunda finansal gelişmenin kısa dönemde iktisadi büyümeye neden olduğu bulgusu elde edilmektedir.

İnce (2011) Türkiye için finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini incelemekte ve Acaravcı ve diğerleri (2007)'ne benzer olarak uzun dönemli bir ilişki tespit edememektedir. Diğer taraftan yıllık veriler ve 1980-2010 dönemini kapsayan bir örneklem kullanılarak uygulanan nedensellik testi sonucunda, kısa dönemde finansal gelişmenin iktisadi büyümeye neden olduğu bulgusu elde edilmektedir.

Demirhan ve diğerleri (2011) yaptıkları analizler sonrasında Türkiye için finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında iki yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit etmektedirler. Çalışmada 1987-2006 dönemini kapsayan çeyrek dönemlik veriler kullanılmakta ve finansal gelişme ölçütü olarak, özel sektöre sağlanan banka kredileri ve hisse senedi piyasası toplam değeri kullanılmaktadır. Analizlerde hata düzeltme modeli ve etki-tepki analizi uygulanmaktadır. Analiz sonuçlarına göre ayrıca, bankacılık sektörünün iktisadi büyüme, sermaye piyasalarından daha fazla katkı sağladığı görülmektedir.

Türkiye üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde elde edilen bulgulara göre, finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında kısa dönemli ve uzun dönemli ilişkilerin varlığı tespit edilmektedir. Yapılan çalışmalarda genellikle ilişkinin yönü finansal gelişmeden

iktisadi büyümeye doğru olurken; bazı çalışmalarda iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru bir ilişki de tespit edilmektedir. Ayrıca bu alt bölümde incelenen çalışmalar arasında finansal gelişme ve iktisadi büyümenin her ikisinin de birbirine neden olduğu sonucuna ulaşan çalışmaların da mevcut olduğu görülmektedir.

Tablo 1’de finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalara ilişkin özet bilgiler verilmektedir.

Tablo 1: Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme İlişkisi ile İlgili Yazın Özeti

Çalışma	Çalışmanın Niteliği ve Yöntem	Sonuç
Goldsmith (1969)	1949-1963 dönemine ait 35 ülke verisi (yıllık veri) Grafiksel analiz	Finansal araçların boyutunun toplam üretime olan oranının, ülkelerin gelişmişlik derecesi yükseldikçe arttığını gösteren pozitif bir ilişki bulunmuştur.
Gupta (1984)	1961-1980 dönemine ait 14 gelişmekte olan ülke verisi (çeyrek dönemlik veri) VAR ve Granger Nedensellik Testi	Nedensellik ilişkisi finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru (arz itişli hipotez)
King ve Levine (1993a)	1960-1989 dönemine ait 80 ülke verisi (yıllık veri) En küçük Kareler Yöntemi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında pozitif ilişki bulunmuştur.
Demetriades ve Hussein (1996)	16 gelişmekte olan ülke verisi (yıllık veri) VAR, VECM, Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	Toplu sonuçlara göre finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü net bir şekilde belirlenememiştir.

Çalışma	Çalışmanın Niteliği ve Yöntem	Sonuç
Levine ve Zervos (1998)	1976-1993 dönemine ait 47 ülke verisi (yıllık veri) En Küçük Kareler Yöntemi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.
Neusser ve Kugler (1998)	1970-1991 dönemine ait 13 OECD ülke verisi (yıllık veri) VAR, Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	İncelenen ülkelerin yarısında finansal sektör ve imalat sektörü GSYH'ları arasında eş bütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.
Rousseau ve Watchel (1998)	1870-1929 dönemine ait 5 gelişmiş ülke verisi (yıllık veri) VAR, VECM, Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	Finansal aracılık göstergeleri ile iktisadi büyüme arasında arz itişli ilişki mevcut.
Luintel ve Kahn (1999)	10 gelişmekte olan ülke verisi (yıllık veri) VAR, VECM, Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	Bütün ülkelerde finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Xu (2000)	1960-1993 dönemine ait 41 ülke verisi (yıllık veri) VAR ve Etki-tepki analizi	Analiz sonucunda ülkelerin büyü bir kısmında finansal gelişmenin iktisadi büyümeye neden olduğu tespit edilmiştir (arz itişli hipotez)

Çalışma	Çalışmanın Niteliği ve Yöntem	Sonuç
Kar ve Pentecost (2000)	1963-1965 dönemine ait Türkiye verileri (yıllık veriler) VAR, VECM, Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü göstergelere göre değişiklik göstermektedir. Fakat genel eğilim iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğrudur (talep çekişli hipotez).
Arestis, Demetriades ve Luintel (2001)	1972-1998 dönemine ait beş gelişmiş ülke verisi (çeyrek dönemlik veriler) VECM, Johansen Eş bütünleşme testi ve zayıf dışsallık testi	Hem bankacılık hem de hisse senedi piyasalarındaki gelişmeler iktisadi büyümeyi olumlu etkilemektedir.
Ünalınış (2002)	1970-2001 dönemine ait Türkiye verileri (yıllık veriler) VAR, VECM, Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	Kısa dönemde nedensellik ilişkisinin yönü finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru olmaktadır. Uzun dönem için ise nedensellik ilişkisi iki yönlü tespit edilmiştir.
Thangavelu ve Ang (2004)	1960-1999 dönemine ait Avusturalya verileri (çeyrek dönemlik veriler) VAR ve Granger Nedensellik Testi	Finansal aracılık göstergeleri ile iktisadi büyüme arasında talep çekişli bir ilişki mevcutken; finansal piyasalar göstergeleri ile iktisadi büyüme arasında arz itişli bir ilişki bulunmuştur.

Çalışma	Çalışmanın Niteliği ve Yöntem	Sonuç
Aslan ve Küçükaksoy (2006)	1970-2004 dönemine ait Türkiye verileri (yıllık veriler) Granger Nedensellik Testi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında arz itişli bir ilişki mevcuttur.
Aslan ve Korap (2006)	1987-2004 dönemine ait Türkiye verileri (çeyrek dönemlik veriler) Granger Nedensellik Testi ve Johansen Eş Bütünleşme Testi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında, uzun dönemli bir ilişki bulunmaktadır. Nedensellik ilişkisinin yönü, kullanılan finansal gelişme göstergelerine göre farklılık göstermektedir.
Ang ve McKibbin (2007)	1960-2001 dönemine ait Malezye verileri (yıllık veriler) VAR, VECM, Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında talep çekişli bir ilişki mevcuttur.
Kandır ve diğerleri (2007)	1988-2004 dönemine ait Türkiye verileri (çeyrek dönemlik veriler) Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında talep çekişli bir ilişki mevcuttur.
Acaravcı ve diğerleri (2007)	1986-2006 dönemine ait Türkiye verileri (çeyrek dönemlik veriler) Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	Finansal gelişmeyle iktisadi büyüme arasında kısa dönemde arz itişli bir ilişki mevcuttur.

Çalışma	Çalışmanın Niteliği ve Yöntem	Sonuç
İnce (2011)	1980-2010 dönemine ait Türkiye verileri (yıllık veriler) Johansen Eş bütünleşme testi ve Granger Nedensellik Testi	Finansal gelişmeyle iktisadi büyüme arasında kısa dönemde arz itişli bir ilişki mevcuttur.
Demirhan ve diğerleri (2011)	1987-2006 dönemine ait Türkiye verileri (çeyrek dönemlik veriler) VECM ve Etki-tepki Analizi	Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında iki yönlü bir nedensellik ilişkisi mevcuttur.

2.6. YAZINDA KARŞILAŞILAN ÖNEMLİ SORUNLAR

Bu alt bölümde finansal gelişme – iktisadi büyüme ilişkisini inceleyen uygulamalı yazında karşılaşılan bir takım sorunlar üzerinde durulacaktır.

2.6.1. Derinlemesine Ülke Çalışmalarının Azlığı

Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalarda, gelişmiş ülkelerdeki zaman serilerinin eksikliği en önemli kısıt olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun sonucunda, ilgili yazında yatay kesit ülke çalışmaları yoğun olarak yer almaktadır. Bu çalışmalar yazına önemli katkılarda bulunmuş ve daha fazla araştırma yapılmasını sağlamıştır. Fakat bu çalışmalardan elde edilen bulgular, finansal kurumların ve politikaların ülkeler bazında farklılaşması nedeniyle genelleştirilememektedir (Demetriades ve Hussein, 1996; Arestis ve Demetriades, 1997; Demetriades ve Andrianova, 2004; Kirkpatrick, 2005). Solow (2001)'de belirtildiği gibi, bir grup ülke ortak bazı özelliklere sahip olsa da, her ülke kendine has özelliklere sahiptir. Öyleyse elde edilen bulguları kullanarak spesifik durumlara has politikalar oluşturabilmek için, ülkelere özgü çalışmalar yapılması önem arz etmektedir.

2.6.2. Finansal Gelişmenin Ölçülmesi

Bir ekonomide üretilen finansal hizmetlerin düzeyini gösteren temel değişkenlerin seçimi ve finansal aracılığın boyutunun ölçümü, uygulamalı çalışmalarda karşılaşılan önemli bir sorundur (Levine, 1997). Finansal gelişmişliğin daha bütüncül bir resmini sunmak amacıyla modellerine mümkün olduğunca çok finansal göstergelyi dâhil eden çalışmalarda çoklu bağıntı sorunu gibi ekonometrik bazı sorunlara rastlanması muhtemeldir.

Uygulamalı çalışmalarda çok sık kullanılan finansal gelişmişlik göstergeleri, finansal sistemin bütüncül bir resmini sunmakta yetersiz kalabilmektedir. Çünkü kayıt altına alınmayan çok sayıda finansal olay meydana gelmektedir. Ayrıca gerçekleşen finansal olayların kayıt altına alınması ve sınıflandırılması farklı zamanlarda ve farklı ülkelerde çeşitlilik göstermektedir. Bu sorun zayıf finansal altyapıya sahip olan az gelişmiş ülkelerde daha sık görülmektedir.

2.6.3. Finansal Gelişme Göstergelerinin Yorumlanması

Uygulamalı çalışmalarda kullanılan finansal gelişmişlik göstergeleri yorumlanırken ihtiyatlı olunmasında da fayda bulunmaktadır. Theil (2001)'e göre özel sektörün bankalardan kullandıkları kredilerin büyük bir kısmı üretken yatırımların finansmanından ziyade, konut ihtiyacını finanse etmek için kullanılabilir. Diğer taraftan artan küresel finansal entegrasyonla birlikte yurtiçi finansal göstergeler, finansal sistemin gelişmesini ölçmekte yetersiz kalabilmektedir.

2.6.4. Bankalara Aşırı İlg

Finansal piyasaların önemi araştırılırken yapılan çalışmalarda genellikle bankaların rolü üzerine durulmaktadır. Bu çalışmalarda, finansal sistemin diğer bileşenleri olan emeklilik fonları, sigorta şirketleri, tahvil piyasaları, hisse senedi piyasaları gibi alanlar, bankalara göre yeni ve küçük olmaları; ayrıca büyümenin canlandırılması için gerekli olan fon desteğinde küçük bir paya sahip olmaları nedeniyle göz ardı edilebilmektedir.

Fakat hızla gelişen bu finansal bileşenleri ihmal etmek, finansal gelişmişlik düzeyinin düşük tahmin edilmesine neden olabilmektedir (Levine, 1997).

2.6.5. Kurumsal Faktörler

Çoğu uygulamalı çalışma kurumsal faktörleri ihmal etmektedir. Her ülke, düzenleyici otoritelerinin işleyişi, yasal sistemleri, sözleşmelerle ilgili yaptırımları, yabancı bankalara uygulanan bariyerleri, hükümetin finans sektörünü büyüme için ne kadar önemli gördüğü gibi kurumsal yapılarından dolayı farklılık gösterebilmektedir. Finansal piyasalar ve finansal araçlar ne kadar gelişmiş olursa olsun, içinde buldukları ve işlem yaptıkları ortam kısıtlayıcı bir unsur olacaktır. Driffill (2003)'e göre finansal gelişmenin büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğu sonucuna varan uygulamalı çalışmalardan elde edilen sonuçların yorumlanmasında ihtiyatlı davranılmalıdır. Çünkü bu çalışmaların sonuçları değerlendirilirken analizin yapıldığı ülkeye has yasal faktörler, kurumsal ve coğrafi koşullar dikkate alınmalıdır.

Finansal gelişme iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen uygulamalı yazının incelendiği bu bölümde yatay kesit ülke çalışmaları, panel veri çalışmaları, zaman serisi çalışmaları, finansal yapı üzerine yapılan çalışmalar ve Türkiye üzerine yapılan çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir. Ayrıca bu bölümde uygulamalı yazında sıklıkla karşılaşılan bazı sorunlar üzerinde durulmuştur. Bir sonraki bölümde Türkiye'de iktisadi büyüme ve finansal gelişme incelenecek ve güncel finansal yapı hakkında özet bilgiler verilecektir.

3. BÖLÜM

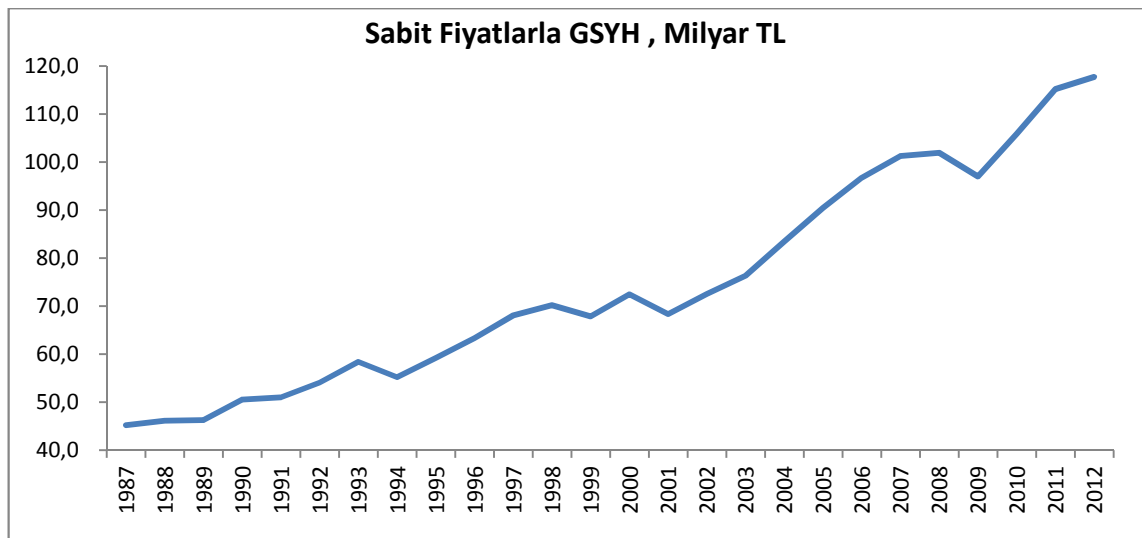
TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME

Bu bölümde Türkiye finansal sisteminin yakın geçmişi kısa bir şekilde tanıtılacak ve finansal sistemin şu anda içinde bulunduğu yapı hakkında değerlendirmelerde bulunulacaktır. Bu amaçla öncelikle, Türkiye ekonomisinin büyüme geçmişi hakkında özet bilgiler verilirken, ikinci olarak geçmişte finansal sistemi etkileyen bir takım olaylar ve politikalar ile güncel finansal yapıya ilişkin veriler incelenecektir.

3.1. TÜRKİYE'DE BÜYÜMENİN YAKIN GEÇMİŞİ

Türkiye ekonomisi, çalışmada incelenen ve 1987-2012 dönemini kapsayan 26 yıllık zaman diliminde, yıllık ortalama yüzde 4,2'lik bir büyüme performansı göstermiştir. Cumhuriyet tarihi büyümesinin (1923-2012) yıllık ortalama yüzde 4,8 olduğu göz önünde bulundurulduğunda, büyümenin bu dönemde tarihsel ortalamanın altında kaldığı görülmektedir⁶. 1987-2012 döneminde uygulanan ekonomi politikaları incelendiğinde ise bu dönemde dışa açık serbest piyasa modelinin benimsendiği görülmektedir.

Şekil 2: Gayri Safi Yurtiçi Hasılabın 1987-2012 Dönemi Seyri



Kaynak: TÜİK, DPT

⁶ Dönemsel büyüme verileri DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler yayınından hesaplanmıştır.

Büyümenin belirleyicilerinden olan sermaye stokunun ve işgücünün bu dönemdeki ortalama yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 6,6 ve 1,9 düzeyinde gerçekleşmiştir⁷. Dolayısıyla 1987-2012 döneminde yıllık ortalama yüzde 4,2'lik bir büyüme hızının yakalanmasında sermaye birikiminin önemli bir yere sahip olduğu görülmektedir.

3.2. TÜRKİYE FİNANSAL SİSTEMİNİN YAKIN GEÇMİŞİ

Türkiye ekonomisinde yaşanan her türlü paradigma değişimi, finansal sistemi de yakından etkilemiş ve bir takım yapısal değişikliklere neden olmuştur. 1960-1980 döneminde ekonomi politikaları, yapılan Kalkınma Planları çerçevesinde yönlendirilirken; 24 Ocak 1980 kararlarıyla beraber, serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde politikalar benimsenmiştir. Ekonomi politikalarında yaşanan bu köklü değişikliklerin finansal sistem üzerindeki etkileri bu alt bölümün konusunu oluşturmaktadır.

1960-1980 döneminde izlenen ekonomi politikaları, ithal ikâmecî bir büyüme modelini esas almaktadır. Bu amaçla, finansal sistemin öncelikli görevinin, yapılan ithal ikâmecî sanayi yatırımlarına kaynak sağlamak olduğu görülmektedir. Bu dönemde kamu bankaları, tercihli kredi tahsisleriyle ithal ikâmecî sanayi politikalarını desteklemektedir. Ayrıca finansal sistem, bu dönemde uygulanan Keynesçi politikalarla kontrol altında tutulmaktadır.

Binay ve Kunter (1998), bu dönemde finansal sistemin durumunu belirleyen unsurları şu şekilde özetlemektedir:

- Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındadır. Yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları çoğunlukla negatiftir.
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlar getirilmiştir. Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktur.

⁷ TÜİK ve DPT verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

- Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktadır. Para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktadır. Öncelikli sektörlerle ucuz kredi sağlanmaktadır.
- Finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmektedir. Aracılık hizmetinin maliyeti yüksektir.
- Kurumsallaşmış bir finansal sistem yoktur.
- Yabancı ve yerli bankaların finansal sisteme girişi önemli kısıtlar altındadır.
- Şirketlerin yegane finansman kaynağı banka kredileridir. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkânları yoktur.
- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksektir.
- TL piyasası yok denecek kadar azdır.
- Şirket ve banka sahipliği iç içe geçmiştir.

1970'lerde yaşanan stagflasyon döneminde Keynesyen doktrinler ağır yara almış ve bu dönem sonrasında uygulanan ekonomi politikaları Keynesyen görüşten kopmaya başlamıştır. Bu doğrultuda, finansal baskılamayı yani tercihli kredi tahsisleri, zorunlu karşılık oranları ve finansal sistemden yüksek vergi alınması gibi politikaları savunan Keynesyen görüşlerin terk edilmeye ve finansal serbestleşme yolunda önemli adımlar atılmaya başlandığı görülmektedir. Bu dönemde Türkiye de 24 Ocak 1980 kararlarıyla finansal serbestleşme politikalarını benimseyeceğinin işaretini vermiştir.

Finansal serbestleşmeye geçiş sürecinde öncelikle negatif reel faiz uygulamasına son verilmiştir. Fakat serbest faiz politikası uygulamasına geçiş sürecinde denetim ve gözetim mekanizmaları oluşturulmamış ve bu durum bankalar arasında bir faiz yarışına neden olarak, 1982 finansal krizini doğurmuştur.

Yaşanan bu finansal krizin ardından kurumsal altyapı oluşturma çalışmalarının yapılmaya başlandığı görülmektedir. Bu doğrultuda öncelikle 1982 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve 1983 yılında Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuştur.

1983 yılında ayrıca mevduat sigorta sistemi hayata geçirilmiştir. 1986 yılında Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası açılmış; 1987 yılında Açık Piyasa İşlemleri uygulamaya geçirilmiştir. 1988 yılında Döviz ve Efektif Piyasaları, 1989 yılında ise Altın Piyasası kurulmuştur. 1989 yılında alınan 32 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile uluslararası sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir ve uluslararası finans kesimiyle bütünleşme yolunda önemli bir adım atılmıştır.

1980'li yıllarda yapılan yeniliklerle finansal serbestleşmeye geçiş sürecinde önemli adımlar atılmış ve kurumsal altyapı büyük ölçüde oluşturulmuştur. Fakat Celasun (2002)'ye göre 1990'lı yılların başlarında sermaye hareketlerindeki serbestleşme neticesinde ekonominin fon giriş-çıkışlarına olan duyarlılığı artmış ve ekonomik birimler kendilerini güvence altına alabilmek amacıyla yabancı para tutma eğilimlerini artırmıştır. Ayrıca bu dönemde bozulan kamu dengesinin finansmanında bankacılık sektörünün büyük bir yer tutmaya başlaması, 1994 yılında yaşanan krizin habercisi niteliğindedir. Kriz sonrası dönemde de bankalar kamu finansmanında önemli bir yer tutmaya devam etmiştir. Bu dönemde bankacılık sektöründeki denetim ve gözetimin zayıf olması ise banka sayısında hızlı bir artış yaşanması gibi yeni sorunların birikmesine sebep olmuştur.

Biriken kamu borçları ve zayıf bankacılık sektörü gibi nedenlerle 1999 yılında Uluslararası Para Fonu ile bir anlaşma imzalanmış ve yeni bir istikrar programı uygulanmaya başlamıştır. Bu süreçte bankacılık sisteminin güçlendirilmesi yönünde adımlar atılmıştır. Ayrıca bankacılık sektörünün denetim ve gözetiminde bağımsız bir yapıya sahip olunması amacıyla 2000 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu kurulmuştur.

Fakat siyasi istikrarsızlıkların tetiklediği 2001 Şubat krizi bankacılık sektöründe büyük değişikliklere yol açmıştır. 2001 yılı Mayıs ayında yeni bir programın yürürlüğe konulmasıyla beraber bankacılık sektörünün güçlendirilmesi amacıyla yeni düzenlemeler hayata geçirilmiştir. Bu süreçte bankacılık sisteminin mevzuat altyapısı yeniden elden geçirilmiş ve kamu bankalarının yapılandırılmasında önemli adımlar atılmıştır. Ayrıca Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bu dönemde bağımsız bir yapıya kavuşturulmuştur.

Dünyada yatırımcıların risk yönetimi ve yatırım amacıyla kullandıkları vadeli işlem borsalarının Türkiye’de de kurulmasına yönelik 2001 yılında Bakanlar Kurulu bir karar almış ve bu karara dayanılarak 2005 yılında Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) kurulmuştur. Yatırımcılar VOB’da pamuk, buğday ve altın gibi emtialara, döviz kurlarına ve hisse senedi piyasasına yönelik işlemler yapabilmektedir. VOB’un işlem hacmi, kurulduğu yıl olan 2005’te görülen 3 milyar TL seviyesinden 2012 yılında 404 milyar TL seviyelerine kadar yükselmiştir (VOB, 2012).

Türkiye’de bankacılık sistemine ait güncel büyüklükler gelişmiş olan ülkelerle kıyaslandığında mevduatların milli gelire oranı ve kredilerin milli gelire oranı gibi önemli büyüklüklerin henüz düşük seviyelerde olduğu görülmektedir (Tablo 2). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının yayınladığı Finansal İstikrar Raporuna göre (Mayıs 2012) bankacılık sektörünün derinliğinin gelişimini gösteren, mevduatın GSYH’ye oranı 2011 yılı sonunda yüzde 54 olarak gerçekleşmiş, bankacılık sektörünün aracılık fonksiyonlarının gelişimini gösteren kredilerin GSYH’ye ve mevduata oranları ise sırasıyla yüzde 54’e ve yüzde 101’e yükselmiştir. Bankacılık sektörü toplam aktiflerinin GSYH’ye oranı ise 2011 yılında yüzde 94 düzeyine çıkmıştır. Söz konusu oranlar, AB-27’de sırasıyla yüzde 132, yüzde 190, yüzde 143 ve yüzde 350 seviyelerinde bulunmaktadır (Tablo 2).

Tablo 2: Seçilmiş Bankacılık Göstergelerinin AB Ülkeleri ile Karşılaştırılması

Ülkeler	Top. Aktifler /	Mevduat /	Kredi /	Kredi /
	GSYH (%)	GSYH (%)	GSYH (%)	Mevduat (%)
Lüksemburg	2038	741	1369	185
Almanya	319	118	164	138
Avusturya	395	174	278	160
İtalya	178	73	124	170
İngiltere	597	197	237	120
Polonya	85	51	59	115
İspanya	362	191	257	134
Fransa	330	126	186	147
Romanya	66	36	42	117
Macaristan	123	65	88	135
Bulgaristan	105	67	83	124
İrlanda	756	165	382	232
Slovenya	156	75	121	162
Letonya	162	86	130	151
Çek Cum.	108	77	68	87
Danimarka	387	97	265	272
Yunanistan	217	113	159	141
Portekiz	308	134	226	169
Malta	827	316	551	174
Slovakya	82	58	56	98
Belçika	324	150	199	133
Litvanya	93	51	74	147
Finlandiya	258	77	107	140
Hollanda	460	216	328	152
Estonya	215	114	161	141
AB 27 Ort.	350	132	190	143
Türkiye-2010	92	56	50	88
Türkiye-2011	94	54	54	101

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2012

Buna karşın son yıllarda, bankacılık sektörünün derinlik ve aracılık fonksiyonlarının gelişimini gösteren mevduatın GSYH'ye oranında ve kredilerin GSYH'ye oranında, belirli bir iyileşmenin sağlandığı gözlenmektedir. 2001 krizi sonrasında kamu kesimi borçlanma gereğinde görülen iyileşmeler neticesinde bankacılık sektörünün sağladığı kredilerin mevduatlara oranında ciddi artışlar görülmüştür (Tablo 3).

Tablo 3: Bankacılık Sektörünün Derinliğinin ve Aracılık Fonksiyonunun Gelişimi

Yıllar	Mevduat / GSYH (%)	Krediler / GSYH (%)	Krediler / Mevduat (%)
2002	39	14	35
2003	34	14	42
2004	34	17	51
2005	39	24	61
2006	41	29	71
2007	42	34	80
2008	48	39	81
2009	54	41	76
2010	56	50	88
2011	54	54	101
2012	54	56	103

Kaynak: BDDK Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bülteni ve TÜİK

Dünyada finansal sistemler esas itibarıyla iki ayrı yapıdadır: Banka tabanlı ve piyasa tabanlı sistemler. Tablo 4 incelendiğinde Türkiye’de finans sisteminin kompozisyonunda bankacılık sisteminin ağırlığının yüksek olduğu yani Türkiye’nin banka tabanlı bir sisteme sahip olduğu görülmektedir. Bununla beraber sermaye piyasalarının aktif büyüklüğünün son yıllarda artış gösterdiği görülmektedir.

Tablo 4: Finansal Sektörün Aktif Büyüklüğündeki Değişim

	Milyar TL							Bir Önceki Döneme Göre Değişim (%)				
	2008	2009	2010	2011	Mar.12	Haz.12	Eyl.12	2009	2010	2011	Haz.12	Eyl.12
TCMB	113,5	110,0	128,5	146,2	144,0	163,1	188,6	-3,1	16,8	13,8	13,3	15,6
İMKB (Kapitalizasyon)	182,0	350,8	472,6	381,2	462,6	461,4	507,6	92,7	34,7	-19,3	-0,3	10,0
Bankalar	732,5	834,0	1006,0	1217,6	1228,9	1273,7	1308,5	13,9	20,6	21,0	3,6	2,7
Finansal Kiralama Şti.	17,1	14,6	15,7	18,6	18,4	19,3	19,8	-14,6	7,5	18,5	4,8	2,5
Factoring Şirketleri	7,8	10,4	14,5	15,7	15,5	16,8	16,3	33,3	39,4	8,3	8,6	-2,9
Tüketici Fin. Şirketleri	4,7	4,5	6,0	8,9	9,4	10,0	10,6	-4,3	33,3	48,3	6,8	5,7
Varlık Yönetim Şti.	0,4	0,4	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	0,0	75,0	28,6	11,6	3,5
Sigorta Şirketleri	26,5	31,8	35,1	39,9	43,5	45,6	47,4	20,0	10,4	13,7	4,8	3,9
Reasürans-Şirketleri	1,4	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	---	14,3	0,0	0,0	-0,7	---
Aracı Kurumlar	4,2	5,2	7,5	9,6	8,9	9,3	---	23,8	44,2	28,0	4,5	---
Menkul Kıymet Y. O.	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	16,7	14,3	-12,5	-2,5	-0,1
Gayri Menkul Y. O.	4,3	4,7	17,2	18,7	22,1	21,8	---	9,3	266,0	8,7	-1,5	---
Girişim Sermayesi Y. O.	0,1	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	---	100,0	0,0	200,0	-2,2	---
M. K. Yatırım Fonları	24,0	29,6	33,2	32,2	29,5	29,6	29,7	23,3	12,2	-3,0	0,2	0,5
Emeklilik Yatırım Fonları	6,0	9,1	12,0	14,1	15,9	17,2	18,4	51,7	31,9	17,5	8,5	6,8
Toplam	1130,5	1412,9	1757,1	1912,5	2002,7	2071,9	2148,7	25,0	24,4	8,8	3,5	3,7

Kaynak: BDDK Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2012

4. BÖLÜM

VERİ SETİ, ANALİZ YÖNTEMİ VE ANALİZ SONUÇLARI

Bu çalışmada finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi Vektör Hata Düzeltme Mekanizması (VECM) kullanılarak incelenecektir. Kullanılacak olan ekonometrik yöntemde, Türkiye için finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini inceleyen Kar ve Pentecost (2000) çalışması örnek alınacaktır. Analizin temel amacı değişik finansal gelişme göstergeleri ile iktisadi büyüme arasındaki uzun dönemli ve kısa dönemli nedensellik ilişkilerin varlığını ve yönünü tespit etmek olacaktır.

Bu bölümde ilk olarak analizde kullanılan veriler tanıtılacaktır. İlk kısımda ayrıca finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan değişkenler hakkında bilgi verilecektir. İkinci kısımda analizlerde kullanılan yöntemler hakkında bilgi verilecektir. Son olarak ise uygulanan ekonometrik testler sonucunda elde edilen bulgular paylaşılacaktır.

4.1. VERİ SETİ

Çalışmada kullanılan değişkenler 1987-2012 dönemini kapsamaktadır. Analizler Türkiye ekonomisi için üçer aylık veriler kullanılarak yapılmaktadır. İktisadi büyüme göstergesi olarak kullanılan gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYH) verileri Türkiye İstatistik Kurumu'ndan elde edilmiştir. Finansal gelişme göstergelerini oluşturmak için kullanılan toplam mevduat, özel sektöre verilen yurtiçi kredi hacmi, toplam yurtiçi kredi hacmi, M2Y parasal göstergesi (dolaşımdaki para, bankalar vadeli ve vadesiz mevduat toplamı ve de bankacılık sistemi içerisindeki döviz mevduatları toplamı), İMKB toplam işlem hacmi, bankacılık sektörü toplam varlıkları ve Merkez Bankası toplam varlıkları verilerinin tamamı ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir. Kullanılan verilerin tamamı Türk lirası cinsindedir. Analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler Tablo 5'te verilmektedir.

Tablo 5: Analizlerde Kullanılan Değişkenlere Ait Açıklamalar

Değişken	Açıklama
BAC	Bankacılık Sektörü Toplam Varlıklarının Merkez Bankası ve Bankacılık Sektörü Varlıklarının Toplamına Oranı
BAY	Bankacılık Sektörü Toplam Varlıklarının GSYH'ya Oranı
CPD	Özel Sektöre Verilen Kredilerin Toplam Yurtiçi Kredilere Oranı
CPY	Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Kredi Hacminin GSYH'ya Oranı
DCY	Toplam Yurtiçi Kredi Hacminin GSYH'ya Oranı
DEPY	Toplam Mevduatların GSYH'ya Oranı
M2Y	M2Y'nin GSYH'ya Oranı
STY	İMKB Toplam İşlem Hacminin GSYH'ya Oranı
Y	Sabit (1998) Fiyatlarla Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (Bin TL)

Finansal gelişme göstergesi olarak kullanılmak üzere sekiz adet seri oluşturulmuştur. Kar ve Pentecost (2000)'e benzer olarak, geniş para arzının (broad money supply) milli gelire oranı (M2Y) değişkeni, finansal gelişme göstergesi olarak kullanılmaktadır. Kar ve Pentecost (2000)'e benzer olarak kullanılan bir başka finansal gösterge ise banka mevduatlarının milli gelire oranıdır (DEPY). Kar ve Pentecost (2000)'e göre gelişmekte olan ülkelerde geniş para arzının önemli bir kısmı banka dışında tutulan dolaşımdaki paradan oluşmaktadır. Dolayısıyla finansal gelişmenin tam olarak ölçülebilmesi için dolaşımdaki paranın dışlanarak toplam mevduatların kullanılması gerekmektedir. Gerek geniş para arzının milli gelire oranı gerekse banka mevduatlarının milli gelire oranı finansal derinliğin göstergeleri olarak düşünülmektedir. Kar ve Pentecost (2000)'le benzer olarak kullanılan üçüncü değişken ise yurtiçi kredilerin milli gelire oranıdır (DCY). Yurtiçi krediler finansal sektörün toplam varlıkları içerisinde büyük bir yer tuttuğu için bu değişken de bir finansal gelişmişlik göstergesi olarak kullanılmaktadır. DCY değişkenini finansal aracılık hizmetlerinin bir göstergesi olarak nitelemek yerinde olacaktır.

Finansal aracılığın daha doğrudan bir ölçütünü elde edebilmek amacıyla Kar ve Pentecost (2000), özel sektöre sağlanan kredilerin milli gelire oranı (CPY) değişkenini kullanmaktadır. Bu değişkenin kullanılmasındaki amaç özel sektöre sağlanan kredilerin kamuya sağlanan kredilerden daha üretken olduğu varsayımdır. Dolayısıyla toplam yurtiçi kredilerden kamuya sağlanan kredilerin çıkarılması sonucu elde edilen finansal gelişmişlik göstergesinin iktisadi gelişmeyi açıklamada daha başarılı olması

beklenmektedir. Kar ve Pentecost (2000)'e benzer olarak kullanılan son finansal gelişmişlik göstergesi ise özel sektöre sağlanan kredilerin toplam yurtiçi kredi hacmine oranıdır (CPD). Bu gösterge banka varlıklarının yurtiçinde dağılımını göstermesi açısından önemlidir. Kar ve Pentecost (2000)'e göre özel sektörün krediler içerisindeki payı arttıkça bankacılık sektörü kaynak tahsisi işlevini daha etkin bir şekilde yerine getirebilmektedir.

Kar ve Pentecost (2000)'den farklı olarak kullanılan finansal gelişme göstergelerinden ilki bankacılık sektörü toplam varlıklarının merkez bankası ve bankacılık sektörü varlıklarının toplamına oranıdır (BAC). King ve Levine (1993a,b)'ye göre bankacılık sektörünün merkez bankalarına nispeten finansal hizmetleri yerine getirmede daha başarılı olması nedeniyle bu oran arttıkça finansal gelişmenin artması beklenmektedir. Bir başka finansal gelişme göstergesi ise bankacılık sektörü toplam varlıklarının milli gelire oranıdır (BAY). DEPY değişkenine benzer olarak bankacılık sektörü varlıklarındaki artış finansal gelişmenin bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Bu değişken de finansal derinliğin bir göstergesi olarak düşünülmektedir. Son finansal gelişme göstergesi ise sermaye piyasalarının gelişmesini ölçmek amacıyla kullanılan İMKB toplam işlem hacminin milli gelire oranıdır (STY).

Analizlerde kullanılan değişkenlerin üçer aylık verilerden elde edilmeleri nedeniyle serilerin mevsimsellik etki içerip içermedikleri E-views ekonometri programında yer alan Census X-12 programı aracılığı ile test edilmiştir. Serilerin hepsinde mevsimsellik bulunmasından ötürü bütün değişkenler Census X-12 programı ile mevsimsellikten arındırılmıştır. Ayrıca analizlerde kullanılan değişkenler için doğal logaritmik dönüşüm gerçekleştirilmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış ve logaritmik dönüşümü yapılmış değişkenlere ait betimleyici istatistikler Tablo 6'da verilmektedir. Ayrıca bu değişkenlere ilişkin grafikler Ek-1'de sunulmaktadır.

Tablo 6: Analizlerde Kullanılan Değişkenlerin Logaritmalarına Ait Betimleyici İstatistikler

	LNBA C_SA	LNBA Y_SA	LNCP D_SA	LNCP Y_SA	LNDC Y_SA	LNDE PY_SA	LN2M Y_SA	LNST Y_SA	LN2Y SA
Ortalama	-0,26	0,60	-0,08	-0,52	-0,45	0,09	-0,01	-2,08	16,70
Ortanca	-0,26	0,66	-0,04	-0,66	-0,60	0,22	0,13	-1,16	16,67
En Büyük	-0,12	1,29	-0,01	0,72	0,73	0,75	0,62	-0,11	17,12
En Küçük	-0,46	0,05	-0,30	-1,15	-1,09	-0,56	-0,64	-9,98	16,18
Gözlem Say.	104	104	104	104	104	104	104	104	104

Çalışmanın ikinci bölümünde bahsedilen ve uygulamalı yazında karşılaşılan sorunların bir kısmına bu çalışmada da rastlanmıştır (Bkz. s.43). Bu sorunlardan ilki çalışmada kullanılan değişkenlerin ağırlıkla banka verilerden elde edilmiş olmasıdır. Türkiye’de finansal piyasaların gelişiminin bankacılık sektörüne kıyasla geç başlaması ve dolayısıyla bu piyasalara ilişkin verilerin yeterli uzunlukta olmaması bu sorunun kaynağı olarak gösterilebilir. Diğer bir sorun, finansal gelişmenin ölçülmesinde kurumsal yapıya ve finansal sistemin niteliğine ilişkin değişkenlerin yine veri kısıtından dolayı kullanılmamasıdır. Bir sonraki alt bölümde çalışmada uygulanan analizlerin yöntemlerine ilişkin açıklayıcı bilgiler verilecektir.

4.2. ANALİZ YÖNTEMİ

Çalışmada vektör hata düzeltme mekanizmasına dayalı olarak finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki kısa ve uzun dönemli nedensellik ilişkisinin varlığı ve yönü araştırılmaktadır. Bu çerçevede değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin varlığının test edilmesi gerekmektedir. Eş bütünleşme yaklaşımı, durağan olmayan değişkenlerin doğrusal kombinasyonlarının uzun dönemde durağan olmasına ve zaman serileri arasındaki uzun dönemli ilişkinin modellenmesine ve tahmin edilmesine yönelik bir yaklaşımdır. Dolayısıyla öncelikle değişkenlerin durağanlık derecelerinin tespiti önem arz etmektedir. Bu amaçla değişkenlerin durağan olup olmadıkları Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi kullanılarak sınınanmaktadır.

Değişkenlere ilişkin durağanlık derecelerinin tespitinden sonra eş bütünleşme ilişkisinin varlığı incelenmektedir. Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen eş bütünleşme kuramına göre iki ya da daha fazla durağan olmayan serinin, doğrusal bir birleşiminin durağan olması durumunda seriler eş bütünleşik olarak tanımlanmakta ve durağan olmayan serilerden elde edilen durağan doğrusal birleşim ise eş bütünleşme denklemi olarak adlandırılmaktadır. Değişkenler arasında bir eş bütünleşme ilişkisi varsa yani değişkenler uzun dönemde birlikte hareket ediyorlarsa, düzey değerleriyle yapılacak analizde sahte regresyon problemiyle karşılaşılacaktır. Ayrıca eş bütünleşme denklemi, durağan olmayan değişkenler arasında uzun dönem denge ilişkisi olarak yorumlanmaktadır (Engle ve Granger, 1987).

Son dönemde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini inceleyen çok sayıda çalışma (Luintel ve Kahn, 1999; Ang ve McKibbin, 2007; Rousseau ve Xiao, 2007) uzun dönemde finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesinde Johansen (1991) eş bütünleşme yöntemini kullanmıştır.

Johansen eş bütünleşme yöntemi, durağan olmayan serilerin farkları ile düzeylerini içeren vektör otoregresif (vector autoregressive - VAR) modeline dayanmaktadır. Ang ve McKibbin (2007)'ye göre VAR modeli üç nedenden ötürü analizlerde fayda sağlamaktadır: i) bu yöntemle analize konu serilerin eş bütünleşik olması durumunda seriler arasında kısa ve uzun dönem nedensellik ilişkisinin ayrıştırılması mümkündür; ii) makroekonomik değişkenlerin kendi gecikmeli değerlerinden etkilenmesi olağandır ve VAR modelinde değişkenlere ait gecikmeli değerlerin de içerilmesi nedeniyle modelde yer alan değişkenlerin dinamik yapıları göz önünde bulundurulur; iii) modeldeki tüm değişkenlerin potansiyel olarak içsel kabul edilmesi nedeniyle tek denklemlilerde karşılaşılan içsellik sorunundan VAR modelinde kaçınılmaktadır.

Johansen Eş Bütünleşme analizine temel teşkil eden p-boyutlu VAR modeli aşağıdaki denklemde verilmektedir.

$$X_t = A_1 X_{t-1} + \dots + A_k X_{t-k} + \Phi D_t + \varepsilon_t, \quad t=1, \dots, T \quad (1)$$

(1) numaralı denklemde X_0, \dots, X_{t-k} birinci dereceden durağan I(1) değişkenlere ait vektörü; A_t katsayılarla ilişkin vektörü; D_t deterministik değişkenlere (doğrusal trend,

kukla değişkenler, sabit terim) ait vektörü ve ε_t ortalaması sıfır, varyansı sabit, ardışık bağımlı olmayan, başka bir ifadeyle beyaz gürültü (white noise) şeklinde adlandırılan hata terimini ifade etmektedir. (1) numaralı denklem gerekli cebir işlemlerinden sonra aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$\Delta X_t = \Pi X_{t-1} + \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-k+1} + \Phi D_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

(2) numaralı denklemde yer alan Π ve Γ ifadeleri aşağıda yer almaktadır:

$$\Pi = \sum_{i=1}^k A_i - I_p \quad \text{ve} \quad \Gamma_i = - \sum_{j=i+1}^k A_j \quad (3)$$

(2) numaralı denklemde Π katsayı matrisinin, başka bir ifadeyle, $(A-I)$ matrisinin rankı, eş bütünleşme vektörü sayısına eşittir. Burada Γ ise X_t vektörünün birinci farkının gecikmelerini ifade eden değişkenlere ilişkin katsayı matrisini ifade etmektedir.

Johansen eş bütünleşme yöntemi, Π katsayı matrisinin rankının bulunmasına dayanmaktadır. Eğer Π matrisinin rankı sıfır ise, X_t vektörünü oluşturan değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi yok demektir. Π matrisinin rankının 1 olması, X_t vektörünü oluşturan seriler arasında bir adet eş bütünleşme ilişkisinin var olduğunu, başka bir ifadeyle bu serilerin uzun dönemde birlikte hareket ettiklerini göstermektedir. Π matrisinin eş bütünleşme derecesinin ya da eş bütünleşik vektör sayısının tespitinde Johansen (1991) yaklaşımı iki farklı test sunmaktadır. Bunlar “İz (trace) İstatistiği” ve “Maksimum Öz (Eigen) Değer” testleridir.

İz sınaması, Π matrisinin rankını inceleyerek, rankın r 'ye eşit veya r 'den küçük olduğunu ifade eden sıfır hipotezini sınamaktadır. İz istatistiği aşağıdaki gibi özetlenebilir:

$$TR(r) = -T \sum_{j=r+1}^m \ln(1 - \hat{\lambda}_j) \quad (4)$$

Burada $\hat{\lambda}_1, \hat{\lambda}_2, \dots, \hat{\lambda}_m$ tahmin edilen azalan sıra ile dizili Eigen değerleri, T ise kullanılan gözlem sayısını göstermektedir.

Maksimum Eigen Değer istatistiği ise r sayıda bağımsız eş bütünleşme vektörünün varlığını ifade eden sıfır hipotezini, $r+1$ adet eş bütünleşme vektörünün bulunduğunu ifade eden alternatif hipoteze karşı test etmektedir ve aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$MX(r) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (5)$$

Buna göre, her iki testte de hesaplanan istatistikler belirlenen anlam düzeyindeki kritik değerlerden büyük ise sıfır hipotezi reddedilecek, tersi durumda ise reddedilemeyecektir.

Eş bütünleşme ilişkisinin tahmininde iki aşamalı bir yöntem izlenmektedir. İlk çalışmada kullanılan değişkenlerin durağanlık dereceleri test edilmekte ve birim kök sınamaları gerçekleştirilmektedir. İkinci aşamada ise Johansen eş bütünleşme testi gerçekleştirilmekte ve iktisadi büyüme ve finansal gelişme arasındaki eş bütünleşmenin varlığı belirlenmeye çalışılmaktadır.

Durağan olmayan ve eş bütünleşik olmayan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin tespit edilmesinde VAR, durağan olmayan ancak eş bütünleşik olan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin tespit edilmesinde ise vektör hata düzeltme mekanizması (VECM) kullanılmaktadır.

Bu çerçevede durağan olmayan ve aynı zamanda eş bütünleşik olmayan değişkenler arasındaki nedenselliğin testine temel teşkil eden iki değişkenli VAR sistemi aşağıdaki şekilde sunulmuştur:

$$\Delta IB_t = a_{1,0} + \sum_{i=1}^k a_{1,i} \Delta IB_{t-i} + \sum_{i=1}^k b_{1,i} \Delta FD_{t-i} + \varepsilon_{1,t} \quad (6a)$$

$$\Delta FD_t = a_{2,0} + \sum_{i=1}^k a_{2,i} \Delta IB_{t-i} + \sum_{i=1}^k b_{2,i} \Delta FD_{t-i} + \varepsilon_{2,t} \quad (6b)$$

İB, iktisadi gelişme göstergesi olan GSYH'yi; FD ise finansal gelişmişlik göstergesini temsil etmektedir. (6a) numaralı denklemde $b_{1,i}$ katsayı vektörünün sıfıra eşit olduğunu belirten sıfır hipotezi reddedilirse FD değişkeninin, İB değişkeninin Granger nedeni

olduğu söylenmektedir. (6b) numaralı denklem için ise $a_{2,i}$ katsayı vektörünün sıfıra eşit olduğunu belirten sıfır hipotezi reddedilirse İB değişkeninin, FD değişkeninin Granger nedeni olduğu ifade edilmektedir.

Eş bütünleşme durumunun varlığında ise, sistem Vektör Hata Düzeltim Mekanizması (VECM) biçiminde yeniden aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$\Delta IB_t = \mu_1 + \sum_{i=1}^{k-1} \lambda_{1,i} \Delta IB_{t-i} + \sum_{i=1}^{k-1} \delta_{1,i} \Delta FD_{t-i} + \alpha_1 (IB_{t-i} + \beta_1 FD_{t-i}) + e_{1,t} \quad (7a)$$

$$\Delta FD_t = \mu_2 + \sum_{i=1}^{k-1} \lambda_{2,i} \Delta IB_{t-i} + \sum_{i=1}^{k-1} \delta_{2,i} \Delta FD_{t-i} + \alpha_2 (FD_{t-i} + \beta_2 IB_{t-i}) + e_{2,t} \quad (7b)$$

İB ve FD daha önce ifade edilen değişkenleri, β_i ($i=1,2$) eş bütünleşme vektörünün elemanlarını ifade etmektedir. Hata düzeltme teriminin, α_i ($i=1,2$), büyüklüğü ve işareti bağımlı değişkenin uzun dönem dengesindeki geçici sapmalar karşısındaki uyarlama hızını ve yönünü temsil etmektedir.

VAR sistemi içinde eş bütünleşik bir vektörün bulunması halinde değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkinin yönünün nedensellik testi bağlamında tespiti mümkündür. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin iki kaynağı bulunmaktadır. Bunlardan ilki uzun dönemde hata düzeltim mekanizması ($\alpha \neq 0$) aracılığıyla gerçekleşirken; diğeri kısa dönemde sistemdeki değişkenlerin dinamik gecikmeli değerleri aracılığıyla gerçekleşmektedir (Ang ve McKibbin, 2007).

Kısa dönemli nedensellik ilişkisinin yönünün belirlenebilmesi için Wald testine başvurulabilirken, uzun dönemli nedensellik ilişkisinin yönünü belirleyebilmek amacıyla hata düzeltme teriminin anlamlılığını kontrol etmek yeterli olabilmektedir. Bu çerçevede (7a) numaralı denklem için FD değişkeninin gecikmeli değerlerine ilişkin $\delta_{1,i}$ katsayılarının bir bütün olarak anlamlı olduğu bulgusu elde edilirse, FD değişkeninin kısa dönemde İB değişkeninin Granger nedeni olduğu söylenebilmektedir. Benzer şekilde (7b) denklemindeki İB değişkeninin gecikmeli değerlerine ilişkin $\lambda_{2,i}$ katsayılarının anlamlılığı reddedilemiyorsa, İB değişkeninin kısa dönemde FD değişkeninin Granger nedeni olduğu ifade edilmektedir.

Vektör hata düzeltme mekanizmasının kullanıldığı Granger nedensellik testinde hata düzeltme terimleri serisinin katsayısı da nedenselliğin yönü hakkında bilgi vermektedir. Ancak bu bilgi uzun dönem ile ilgilidir. Bu durumda, (7a) numaralı denklemdeki α_1 katsayısının anlamlı olması, FD'nin uzun dönemde İB'nin nedeni olduğunu, (7b) numaralı denklemdeki α_2 katsayısının anlamlı olması ise, İB'nin uzun dönemde FD'nin nedeni olduğunu göstermektedir. Çalışmada uygulanan eş bütünleşme testi sonucunda aralarında eş bütünleşme ilişkisinin bulunduğu değişkenler için, nedensellik ilişkisi hata düzeltme mekanizmasına dayalı (VECM) Granger Nedensellik Testi yardımıyla incelenmektedir. Böylece Türkiye ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin yönü, kısa ve uzun dönemde tespit edilmeye çalışılmaktadır.

4.3. ANALİZ SONUÇLARI

Bu kısımda finansal gelişme iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin tespiti için yapılan analizlerin sonuçları verilecektir. İlk olarak durağanlık testlerinin, ikinci olarak eş bütünleşme testlerinin, son olarak ise uygulanan nedensellik testlerinin sonuçları verilecektir.

4.3.1. Durağanlık Testi Sonuçları

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını tespit etmek için değişkenlerin durağan olup olmadıkları incelenmelidir. Durağan olmayan iki ya da daha fazla sayıdaki zaman serisinin doğrusal bir birleşiminin durağan olması durumunda seriler arasında eş bütünleşik ilişkinin ya da uzun dönemli ilişkinin varlığından söz edilebilmektedir. Daha önce de belirtildiği üzere söz konusu durağan doğrusal birleşim eş bütünleşme denklemi olarak anılmakta ve değişkenler arasında uzun dönem denge ilişkisi olarak yorumlanmaktadır.

Bu nedenle çalışmada kullanılan finansal gelişme göstergeleri ile iktisadi büyüme göstergeleri arasındaki ilişkiyi test etmeden önce bu serilerin durağanlık derecelerinin test edilmesi gerekmektedir. Bu çalışmada serilerin durağanlık derecesinin tespitinde ekonomi yazınında sıklıkla başvurulan Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılmıştır.

ADF testine ilişkin sabit terimsiz - trendsiz, sabit terimli - trendsiz ve sabit terimli – trendli gösterimler aşağıdaki gibidir:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (8a)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (8b)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (8c)$$

ADF birim kök testi, her bir zaman serisi (Y_t) için ayrı ayrı uygulanmaktadır. Bu testle δ katsayısının sıfıra eşit olup olmadığını sınanmaktadır. Tahmin edilen test istatistiği değerleri MacKinnon (1991) tarafından hesaplanıp tablolaştırılmış test değerlerine bakılarak değerlendirilmektedir. Zira sıfır hipotezinin sınanmasında t tablosunun kullanılması küçük örnekleme sapmalı sonuçlar verebilmektedir. Tahmin edilen test istatistiğinin değerinin tablolaştırılmış test istatistiğinden küçük olması durumunda ilgili değişkenin durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Çalışmada kullanılan değişkenlere ait birim kök test sonuçları Tablo 7’de verilmektedir.

Tablo 7: Değişkenlere Ait Birim Kök Testi

ADF Testi				
Değişkenler		Sabit	Sabit ve Trendli	Sonuç
lnBAC_sa	Düzye	-1,869	-2,450	I(1)
	1.Fark	-7,739*	-7,748*	I(0)
lnBAY_sa	Düzye	0,572	-2,278	I(1)
	1.Fark	-8,272*	-8,385*	I(0)
lnCPD_sa	Düzye	-2,172	-2,166	I(1)
	1.Fark	-9,748*	-9,774*	I(0)
lnCPY_sa	Düzye	0,240	-1,954	I(1)
	1.Fark	-4,359*	-7,089*	I(0)
lnDCY_sa	Düzye	0,137	-1,891	I(1)
	1.Fark	-4,161*	-4,542*	I(0)
lnDEPY_sa	Düzye	0,183	-2,504	I(1)
	1.Fark	-8,708*	-8,732*	I(0)
lnM2Y_sa	Düzye	-0,744	-2,074	I(1)
	1.Fark	-4,419*	-4,338*	I(0)
lnSTY_sa	Düzye	-5,080*	-4,297*	I(0)
	1.Fark	-8,687*	-7,787*	---
lnY_sa	Düzye	-0,567	-3,004	I(1)
	1.Fark	-9,681*	-9,632*	I(0)

ADF test sonuçlarına göre STY değişkeni haricindeki bütün düzey değişkenlerde birim kök vardır hipotezi reddedilememiştir. Buna karşın ADF testi sonuçlarına göre, bütün değişkenlerin birinci dereceden farklarında birim kök vardır hipotezinin %1 kritik değerinde reddedildiği gözlenmiştir. Bu sonuçlar, STY dışındaki tüm değişkenlerin birinci dereceden durağan (I(1)) olduğuna işaret etmektedir. STY değişkeni ise düzeyde durağandır (I(0)). Birinci dereceden farkı alınmış değişkenlerin grafikleri Ek-1'de verilmektedir.

Değişkenlerin durağanlık durumlarının belirlenmesinin ardından finansal gelişme ve iktisadi büyüme göstergeleri arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı test edilmeye çalışılmıştır.

4.3.2. Eş Bütünleşme Testi Sonuçları

İktisadi büyüme ile finansal gelişme göstergeleri arasındaki uzun dönemli bir ilişkinin varlığı için daha öncede belirtildiği gibi iki değişkenin de birinci dereceden durağan (I(1)) olması ve değişkenlerin doğrusal birleşiminin düzeyde durağan olması gerekmektedir. STY değişkeni birinci dereceden durağan olmadığı için bu finansal gelişme göstergesi ile iktisadi büyüme arasındaki uzun dönemli ilişki Johansen eş bütünleşme yöntemi ile tespit edilememektedir. Bu iki değişken arasındaki eş bütünleşme ilişkisinin Pesaran ve diğerlerinin (1999) Bound Testi yaklaşımı kullanılarak tespiti mümkün olmakla birlikte bu tez çalışmasında bu yöntem uygulanmamıştır. Dolayısıyla STY değişkeni için sadece kısa dönemli ilişkinin varlığı, böyle bir ilişkinin bulunması durumunda ise ilişkinin yönü incelenecektir.

Diğer finansal göstergeler ile iktisadi büyüme arasındaki uzun dönemli ilişkinin tespiti için Johansen Eş Bütünleşme Testi uygulanmıştır. Bu testin sonuçları değişkenlerin gecikme yapısına duyarlıdır. Bu nedenle modellerde kullanılacak en uygun gecikme değerleri olabilirlik oran testi (LR), nihai öngörü hatası (FPE), Akaike bilgi kriteri (AIC), Schwarz bilgi kriteri (SIC) ve Hannan-Quinn bilgi kriteri (HQ) dikkate alınarak tespit edilmiştir. Analizlerde Türk ekonomisinde yaşanan 1994, 2001 ve 2008 krizlerinin etkilerinin göz ardı edilmemesi için kukla değişkenler kullanılmış ve bu

kukla değişkenlerin her birisinin bağımsız değişkenleri açıklamada anlamlı oldukları görülmüştür.

Johansen Eş Bütünleşme Testinin uygulandığı değişkenlerin hepsinde eş bütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Buna göre STY hariç bütün finansal göstergelerle iktisadi büyüme arasında uzun dönemli ilişki mevcuttur. Johansen Eş Bütünleşme Testinin sonuçları Tablo 8’de verilmektedir.

Tablo 8: Johansen Eş Bütünleşme Testi Sonuçları

LNY_SA LNBAC_SA		LNY_SA LNBAY_SA		LNY_SA LNCPD_SA	
Trace İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$		Trace İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$		Trace İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$	
$r=0$	$r \leq 1$	$r=0$	$r \leq 1$	$r=0$	$r \leq 1$
26.09*	4.55	19.50*	0.65	43.82*	0.34
(25.87)	(12.52)	(15.49)	(3.84)	(15.49)	(3.84)
Max-Eigen İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$		Max-Eigen İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$		Max-Eigen İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$	
$r=0$	$r \leq 1$	$r=0$	$r \leq 1$	$r=0$	$r \leq 1$
21.54*	4.55	18.85*	0.65	43.48*	0.34
(19.39)	(12.52)	(14.26)	(3.84)	(14.26)	(3.84)

LNY_SA LNCPY_SA		LNY_SA LNDCY_SA		LNY_SA LNDEPY_SA	
Trace İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$		Trace İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$		Trace İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$	
$r=0$	$r \leq 1$	$r=0$	$r \leq 1$	$r=0$	$r \leq 1$
27.05*	3.48	24.76*	4.61	19.22*	0.61
(25.87)	(12.52)	(25.87)	(12.52)	(15.49)	(3.84)
Max-Eigen İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$		Max-Eigen İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$		Max-Eigen İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$	
$r=0$	$r \leq 1$	$r=0$	$r \leq 1$	$r=0$	$r \leq 1$
23.57*	3.48	20.16*	4.61	18.61*	0.61
(19.39)	(12.52)	(19.39)	(12.52)	(14.26)	(3.84)

Tablo 8'in devamı

LNY_SA LNM2Y_SA	
Trace İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$	
$r=0$	$r \leq 1$
25.76*	0.38
(15.49)	(3.84)
Max-Eigen İstatistikleri $H_0: \text{rank}=r$	
$r=0$	$r \leq 1$
25.38*	0.38
(14.26)	(3.84)

(*): %5 kritik eşikte Boş Hipotezin (H_0) reddedildiğini göstermektedir. %5 kritik eşik () içindedir.

Not 1: Bütün modellerde DUM94, DUM01 ve DUM08 kukla değişkenleri kullanılmıştır.

Not 2: Model 1, Model 4 ve Model 5'te trend varsayımları kısıtlanmış doğrusal trend şeklindedir. Diğer modellerde ise kısıtlanmamış doğrusal trend varsayımı kullanılmıştır.

Not 3: Gecikme sayıları, AIC, SIC, HQ, FPE ve LR bilgi kriterlerine göre belirlenmiştir. Birinci modelde gecikme sayısı 1 olarak belirlenirken, diğer modellerde sırasıyla 2, 6, 5, 5, 1, 1 ve 5 olarak belirlenmiştir.

4.3.3. Nedensellik Testi Sonuçları

Eş bütünleşme ilişkisine sahip olan finansal gelişme ve iktisadi büyüme değişkenlerinin aralarındaki nedensellik ilişkisini ve ilişkinin yönünü tespit etmek amacıyla Vektör Hata Düzeltme Mekanizmaları (VECM) oluşturulmuştur. VECM, normal Granger nedensellik testinden farklı olarak finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında uzun dönemli veya kısa dönemli bir ilişkinin bulunup bulunmadığını, ek olarak var olan nedensellik ilişkilerinin yönünün test edilmesine olanak sağlamaktadır. Buna göre oluşturulan VECM'lerde yer alan hata düzeltme teriminin katsayısı negatif işaretli ve anlamlı olması durumunda uzun dönemli ilişkinin yönü hakkında karar verilebilmektedir. Diğer taraftan VECM'lerde yer alan açıklayıcı değişkene ilişkin gecikmelerinin katsayılarının anlamlılıkları bütün olarak Wald testi ile incelenmekte ve anlamlı bulunması halinde kısa dönemli ilişkinin varlığı ve yönü hakkında bir karar verilebilmektedir.

Arasında uzun dönemli ilişki bulunmayan değişkenlerin (STY ve GSYH) nedensellik ilişkisi ise basit VAR modeliyle tespit edilmektedir. Buna göre, oluşturulan VAR modelinde yer alan açıklayıcı değişkenin gecikmelerinin katsayılarının anlamlılıkları

bütün olarak Wald testi ile incelenmekte ve anlamlı bulunması halinde kısa dönemli ilişkinin varlığı ve yönü hakkında bir karar verilebilmektedir. Tablo 9’da finansal göstergelerle iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkilerinin mevcudiyeti ve bu ilişkilerin yönü gösterilmektedir.

Tablo 9: Kısa ve Uzun Dönemli Nedensellik Sonuçları

Değişkenler	Nedensellik Sonuçları		Sonuç
	Kısa Dönem	Uzun Dönem	
GSYH - BAC	Nedensellik Yok	BAC → GSYH	Kısa Dönemde Nedensellik Yok Uzun Dönemde Arz İtişli
GSYH - BAY	BAY → GSYH	GSYH → BAY	Kısa Dönemde Arz İtişli Uzun Dönemde Talep Çekişli
GSYH - CPD	CPD → GSYH	GSYH → CPD	Kısa Dönemde Arz İtişli Uzun Dönemde Talep Çekişli
GSYH - CPY	GSYH ↔ CPY	CPY → GSYH	Kısa Dönemde İki Yönlü Uzun Dönemde Arz İtişli
GSYH - DCY	DCY ↔ GSYH	DCY → GSYH	Kısa Dönemde İki Yönlü Uzun Dönemde Arz İtişli
GSYH - DEPY	Nedensellik Yok	GSYH → DEPY	Kısa Dönemde Nedensellik Yok Uzun Dönemde Talep Çekişli
GSYH - M2Y	Nedensellik Yok	GSYH ↔ M2Y	Kısa Dönemde Nedensellik Yok Uzun Dönemde İki Yönlü
GSYH - STY	STY → GSYH	Nedensellik Yok	Kısa Dönemde Arz İtişli Uzun Dönemde Nedensellik Yok

Buna göre finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi kullanılan göstergelere göre farklılık göstermektedir. Finansal sistemin derinliğini ölçmek için kullanılan geniş para arzının milli gelire oranı (M2Y) ve toplam mevduatın milli gelire oranı (DEPY) göstergelerinin iktisadi büyümeyle arasında kısa dönemde bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Diğer taraftan, DEPY ile iktisadi büyüme arasındaki uzun dönemli nedensellik ilişkisi incelendiğinde talep çekişli bir ilişkinin var olduğu görülmektedir. Yani Kar ve Pentecost (2000)’e benzer olarak, iktisadi büyümenin toplam mevduatın milli gelire oranı üzerinde artırıcı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. M2Y ile iktisadi büyüme arasındaki uzun dönemli nedensellik ilişkisi incelendiğinde ise iki yönlü bir ilişkinin varlığı dikkat çekmektedir. Yani hem büyüme ile birlikte geniş para talebi artmakta hem de Kar ve Pentecost (2000)’e benzer olarak

geniş para arzının artması iktisadi büyümeye yardımcı olmaktadır. Bir diğer finansal derinlik göstergesi olan bankacılık sektörü toplam varlıklarının milli gelire oranının (BAY) iktisadi büyüme ile arasındaki nedensellik ilişkisi kısa dönemde arz itişli hipotezle uyumlu iken; uzun dönemde DEPY ile benzerlik göstermektedir. Dolayısıyla uzun dönemde büyüme ile birlikte bankacılık hizmetlerine olan talep artmakta ve bu oran artış göstermektedir.

Finansal sistemin aracılık işlevinin bir göstergesi olarak görülebilecek özel sektöre verilen yurtiçi kredi hacminin milli gelire oranı (CPY) ve toplam yurtiçi kredi hacminin milli gelire oranı (DCY) göstergelerinin her ikisinin de iktisadi büyüme ile nedensellik ilişkilerinin benzer bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Buna göre Kar ve Pentecost (2000)'den farklı olarak her iki finansal gösterge de uzun dönemde iktisadi büyümeye neden olurken; kısa dönemde iktisadi büyüme ile aralarında iki yönlü bir nedensellik ilişkisinin mevcut olduğu görülmektedir. Bu bulgular ışığında, finansal aracılık hizmeti sonucunda kaynakların yatırım olarak üretken birimlere aktarılması durumunda, kısa ve uzun dönemde iktisadi büyümenin olumlu yönde etkileneceğini söylemek mümkündür. Kısa dönemde ise iktisadi büyümenin kredilere olan talebi artırıcı bir rol alması beklenmektedir.

Bankacılık sektörü toplam varlıklarının Merkez Bankası ile bankacılık sektörü varlıkları toplamına oranı (BAC), finansal sistemin kaynakları etkin bir şekilde tahsis etme işlevinin bir göstergesi olarak düşünülebilir. Dolayısıyla bu oranın artması sonucunda, kaynakları daha etkin şekilde dağıtma özelliğine sahip olan bankaların varlıkları artacak ve dolayısıyla kaynak tahsisindeki etkinliğin artması neticesinde büyüme olumlu yönde etkilenecektir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular da uzun dönemde arz itişli hipotezle uyumlu bir nedensellik ilişkisine işaret etmekte ve beklentilerle uyum göstermektedir.

İMKB toplam işlem hacminin milli gelire oranı (STY), sermaye piyasalarındaki gelişmelerin bir göstergesi olarak kullanılmıştır. Büyümeyle bu gösterge arasında uzun dönemli bir ilişki bulunamamakla birlikte kısa dönemde arz itişli hipotezle uyumlu bir ilişki tespit edilmiştir.

Nedensellik ilişkisinin tespiti için oluşturulan VECM ve VAR modellerinin tahmin edilen hata terimlerine yönelik, ardışık bağımlılık ve değişen varyans tanı testleri uygulanmıştır. Bu testler sonucunda, özel sektöre sağlanan kredilerin toplam yurtiçi kredi hacmine oranı (CPD) göstergesinin yer aldığı VECM modelinin tahmin edilen hata teriminde ardışık bağımlılık sorunuyla karşılaşmıştır. Dolayısıyla bu modelden elde edilen nedensellik ilişkisi güvenilir bir yapıda değildir. Diğer modeller için yapılan ardışık bağımlılık ve değişen varyans tanı testlerinde ise herhangi bir sorunla karşılaşılmamıştır.

SONUÇ

Bu çalışmada finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki Türkiye örneği için zaman serisi analizleri kullanılarak incelenmektedir. Analizlerin temel amacı finansal gelişme göstergeleri ile iktisadi büyüme arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkilerin varlığını ve yönünü tespit etmektir. Bu amaçla, 1987-2012 dönemini kapsayan değişkenler arasındaki ilişkinin varlığının tespitinde Johansen Eş Bütünleşme testinden faydalanılmış, ilişkinin bulunması halinde ilişkinin yönü Vektör Hata Düzeltme Mekanizması (VECM) kullanılarak incelenmiştir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu farklı kurumsal unsurların finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi değiştirebilme olasılığı, ülkelere özgü araştırmaların yapılma gereğine işaret etmektedir. Bu nedenle ilgili yazında yatay kesit ülke çalışmalarının yanı sıra zaman serisi analizlerinin yapıldığı çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu tez çalışmasında Kar ve Pentecost (2000) çalışması örnek alınmıştır.

Çalışmada uygulanan analizlerin sonuçlarına göre Kar ve Pentecost (2000)'e benzer olarak finans-büyüme ilişkisinin yönü kullanılan değişkene göre farklılık göstermektedir. Öyle ki, finansal derinlik ölçütleri olan geniş para arzının milli gelire oranı (M2Y), bankacılık mevduatlarının milli gelire oranı (DEPY) ve bankacılık sektörü varlıklarının milli gelire oranı (BAY) göstergelerinin uzun dönemde iktisadi büyümeden etkilendikleri söylenebilir. Kısaca, analiz sonuçlarına göre uzun dönemde Türkiye için iktisadi büyüme arttıkça finansal derinlik artmaktadır sonucuna ulaşmak mümkündür. Bu sonuç Patrick (1966)'nın talep çekişli hipotezi ile uyumluluk göstermektedir. Bu hipoteze göre iktisadi büyüme, finansal hizmetlere ve modern finansal kurumlara olan ihtiyacı artırmakta ve finansal sistemin gelişmesini sağlamaktadır.

Çalışmadan elde edilen bulgulara göre bankaların finansal aracılık hizmetlerinin birer göstergesi olarak kabul edilen toplam yurtiçi kredi hacminin milli gelire oranı (DCY) ve özel sektöre sağlanan kredi hacminin milli gelire oranı (CPY) göstergeleri ise uzun dönemde iktisadi büyümeyi etkilemektedir. Buna göre, bankaların ellerindeki kaynakları fon talebinde bulunanlara etkin bir şekilde tahsis ettiği varsayımı altında, bu kaynakların verimli yatırım harcamalarına dönüştüğü ve uzun dönemde büyümenin

olumlu etkilediği sonucuna ulaşılabilmektedir. Benzer bir şekilde bankaların toplam varlıklarının Merkez Bankası ve bankacılık sektöru varlıklarının toplamına oranı (BAC) göstergesi de bankaların kaynak tahsisini daha etkin bir şekilde yaptığı varsayımı altında, uzun dönemde iktisadi büyümeyle olumlu etkilemektedir. Bu sonuçlar Patrick (1966) tarafından dile getirilen arz itişli hipotez ile uyum göstermektedir. Arz itişli hipoteze göre finansal kurumların oluşması kaynakların geleneksel sektörlerden modern sektörlerle transferi sonucunda büyümeyle artırmaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişmesini ölçmek amacıyla kullanılan İMKB toplam işlem hacminin milli gelire oranı (STY) göstergesi ile iktisadi büyüme arasında ise uzun dönemli bir ilişki bulunamamıştır. Fakat iki değişken arasındaki kısa dönemli ilişkinin incelenmesi neticesinde İMKB toplam işlem hacminin milli gelire oranındaki artışların iktisadi büyümeyle olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Dolayısıyla çalışma sonuçlarına göre kısa dönemde sermaye piyasalarındaki gelişmeler ile iktisadi büyüme arasında arz itişli bir ilişki mevcuttur.

Finansal sistemin iktisadi büyüme sürecindeki rolünün daha iyi anlaşılması politika yapıcılar için yol gösterici olacaktır. Finansal gelişmenin iktisadi büyümeyle olumlu etkilediğini gösteren çalışmaların çoğalması politika yapımında finansal sisteme verilen önemi artırırken; finansal sistemin iktisadi büyüme üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu gösteren çalışmaların artması ise politika yapımında finansal sistemi dikkate alan kararların sayısını azaltacaktır. Bu çalışmadan elde edilen bulgular, Türkiye örneğinde hem talep çekişli hem de arz itişli hipotezleri destekler nitelikte olmakla birlikte, finansal aracılık hizmetlerindeki gelişmelerin uzun dönemde büyümeyle olumlu etkisini açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Dolayısıyla finansal sistemin kaynak tahsisindeki önemli rolünün politika yapıcılar tarafından dikkatle incelenmesinin faydalı olacağı değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

- Acaravci, A., Öztürk, İ. ve Kakilli, S. A. (2007). Finance-Growth Nexus: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol:11, 30-40.
- Acemoglu, D. ve Zilibotti, F. (1997). Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth. *Journal of Political Economy*, Vol:105, 709-775.
- Ahmed, S. (1998). Comment on 'the legal environment, banks, and long-run economic growth'. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol:30, 614-620.
- Allen, F. ve Gale, D. (1999). Diversity of opinion and financing of new technologies. *Journal of Financial Intermediation*, Vol:8, 68-89.
- Ang, J.B. ve McKibbin, W.J. (2007). Financial liberalization, financial sector development and growth: evidence from Malaysia. *Journal of Development Economics*, Vol:84, 215-233.
- Arestis, P. ve Demetriades, P.O. (1997). Financial development and economic growth: assessing the evidence. *Economic Journal*, Vol:107, 783-799.
- Arestis, P., Demetriades, P.O. ve Luintel, K.B. (2001). Financial development and economic growth: the role of stock markets. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol:33, 16-41.
- Aslan, Ö. ve Korap, H.L. (2006). Türkiye'de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Güz, (17), 1-20.

- Aslan, Ö. ve Küçükaksoy İ. (2006). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi:Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama. Ekonometri ve İstatistik, Vol:4, 12-28.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2012). Finansal Piyasalar Raporu. Sayı:27
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2013). Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bülteni. <http://ebulten.bddk.org.tr/AylikBulten/Basit.aspx>
- Beck, T. ve Levine, R. (2002). Industry growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter? Journal of Financial Economics, Vol:64, 147–180.
- Beck, T., Levine, R. ve Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. Journal of Financial Economics, Vol:58, 261–300.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. ve Levine, R. (2001). The Financial Structure Database. Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development, Cambridge, MA: MIT Press.
- Bencivenga, V. R. ve Smith, B. D. (1993). Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model. Journal of Economic Dynamics and Control, Vol:17, 97-122.
- Bencivenga, V. R., Smith, B. D. ve Starr, R. M. (1995). Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth. Journal of Economic Theory, Vol:67, 53-177.
- Bencivenga, V.R. ve Smith, B.D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. Review of Economic Studies, Vol:58, 195–209.

- Bhide, A. (1993). The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. *Journal of Financial Economics*, Vol:34, 1-51.
- Binay, Ş ve Kunter, K. (1998). Türkiye’de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü, 1980-1997. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Tartışma Tebliği*, No:9803
- Boot, A.W.A., Greenbaum, S. J. ve Thakor, A. (1993). Reputation and Discretion in Financial Contracting. *American Economic Review*, Vol:83, 1165-1183.
- Boyd, J. H. ve Prescott, E.C. (1986). Financial Intermediary-Coalitions. *Journal of Economics Theory*, Vol:38, 211-232.
- Boyd, J. H. ve Smith, B. D. (1992). Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, Vol:30, 409-432.
- Boyd, J. H. ve Smith, B. D. (1996). The Co-Evolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process. *World Bank Economic Review*, Vol:10, 371-396.
- Boyd, J.H. ve Smith, B.D. (1998). The evolution of debt and equity markets in economic development. *Economic Theory*, Vol:12, 519–560.
- Buffie, E.F. (1984). Financial repression, the new structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized economies. *Journal of Development Economics*, Vol:14, 305–322.
- Calderon, C. ve Liu, L. (2003). The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of Development Economics*, Vol:72, 321–334.

- Celasun, M. (2002). 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme. Küreselleşme, Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum, Türk Sosyal Bilimler Derneği, Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Christopoulos, D.K. ve Tsionas, E.G. (2004). Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests. *Journal of Development Economics*, Vol:73, 55–74.
- De Gregorio, J. ve Guidotti, P.E. (1995). Financial development and economic growth. *World Development*, Vol:23, 433–448.
- De Long, J. B. (1991). Did Morgan's Men Add Value? An Economist's Perspective on Finance Capitalism. *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, University of Chicago Press, 205-236.
- Demetriades, P.O. ve Andrianova, S. (2004). Finance and growth: what we know and what we need to know. *Financial Development and Growth: Explaining the Links*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Demetriades, P.O. ve Hussein, K.A. (1996). Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from sixteen countries. *Journal of Development Economics*, Vol:51, 387–411.
- Demirgüç-Kunt, A. ve Levine, R. (2001a). Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge, MA: MIT Press
- Demirgüç-Kunt, A. ve Levine, R. (2001b). *Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge, MA: MIT Press.

- Demirhan, E., Aydemir, O. ve Inkaya, A. (2011). The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth: Evidence from Turkey. *International Journal of Management*, Vol:28.1, 3.
- Diamond, D. W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, Vol:51, 393-414.
- Driffill, J. (2003). Growth and finance. *Manchester School*, Vol:71, 363–380.
- Engle, R.F. ve Granger, C.W.J. (1987). Co-integration and Error-correction: Representation, estimation and testing. *Econometrica* Vol:55, 251- 276.
- Ergungor, O.E. (2004). Market vs. bank-based financial systems: do rights and regulations really matter? *Journal of Banking and Finance*, Vol:28, 2869–2887.
- Eviews 7 (2010). User's Guide. California: Quantitative Micro Software
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press.
- Greenwood, J. ve Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, Vol:98, 1076-1107.
- Greenwood, J. ve Smith, B. (1997). Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol:21, 145-181.
- Gupta, K.L. (1984). *Finance and Economic Growth in Developing Countries*. London: Croom Helm.
- Gurley, J. G. ve Shaw, E. S. (1955). *Financial Aspects of Economic Development*. *American Economic Review*, Vol:45, 515-538.

- Hellwig, M. (1991). *Banking, Financial Intermediation, and Corporate Finance. European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, England.
- Hicks, J. (1969). *A Theory of Economic History*. Clarendon Press.
- Holmstrom, B. ve Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, vol:101, 678-709.
- İnce, M. (2011). Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth: An Emprical Analysis for Turkey. *Journal of Yasar University*, Vol:23, 3782-3793
- Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Co-integration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. *Econometrica*, Vol: 59, No:6, 1551-1580
- Jung, W.S. (1986). Financial development and economic growth: international evidence. *Economic Development and Cultural Change*, Vol:34, 333–346.
- Kandır, S., İskenderoğlu, Ö. ve Önal B. (2007). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Araştırılması. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(2), 311-326.
- Kar, M. ve Pentecost, E. J. (2000). Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on The Causality Issue. *Loughborough University Economic Research Paper*, No. 00/27.
- Khan, M ve Senhadji, A. S. (2003). Financial Development and Economic Growth: A Review and New Evidence. *Journal of African Economies*, Vol: 12, 89-110

- King, R. G. ve Levine, R. (1993a). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, Vol:108, 717-738.
- King, R. G. and Levine, R. (1993b). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, Vol:32, 513-542.
- Kirkpatrick, C. (2005). Finance and development: overview and introduction. *Journal of Development Studies*, Vol:41, 631–635.
- Levine, R. (1991). Stock Markets, Growth, and Tax Policy. *Journal of Finance*, Vol:46, 1445-1465.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, Vol:35, 688–726.
- Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: which is better? *Journal of Financial Intermediation*, Vol:11, 398–428.
- Levine, R. ve Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, Vol:88, 537-558.
- Lucas, R.E., Jr (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, Vol: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*, Vol:60, 381–405.
- MacKinnon, J.G. (1991). *Critical Values for Cointegration Tests. Long-Run Economic Relationships: Readings in Cointegration*, Oxford: Oxford University Press.

- Mankiw, N.G. (2002). *Macroeconomics*. Worth Publishers, 5th edition.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Merton, R. C. (1995). A Functional Perspective of Financial Intermediation. *Financial Management*, Vol:24, 23-41.
- Merton, R. C. ve Bodie, Z. (1995). A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Merton, R.C. ve Bodie, Z. (2004). The design of financial systems: towards a synthesis of function and structure. *Journal of Investment Management*, Vol:3, 1–23.
- Mishkin, F.S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*. Boston: Addison Wesley.
- Molho, L.E. (1986). Interest rates, saving, and investment in developing countries: a reexamination of the McKinnon–Shaw hypotheses. *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol:33, 90–116.
- Morck, R. ve Nakamura, M. (1999). Banks and Corporate Control in Japan. *Journal of Finance*, Vol:54, 319-340.
- Neusser, K. ve Kugler, M. (1998). Manufacturing growth and financial development: evidence from OECD countries. *Review of Economics and Statistics*, Vol:80, 638–646.
- Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: an overview. *European Economic Review*, Vol:37, 613–622.

- Patrick, H. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development Cultural Change*, Vol:14, 174-189.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt. *Journal of Finance*, Vol:47, 1367-1400.
- Rebelo, S. (1991). Long-run policy analysis and long-run growth. *Journal of Political Economy*, Vol:99, 500–521.
- Robinson, J. (1952). *The Generalization of the General Theory. The Rate of Interest and Other Essays*, MacMillan.
- Romer, P.M. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, Vol:94, 1002-37.
- Rousseau, P. L. ve Wachtel, P. (1998). Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol:30, 657-678.
- Rousseau, P.L. ve Xiao, S. (2007). Banks, Stock Markets, and China's Great Leap Forward. *Emerging Markets Review*, Vol:8, 206-217
- Schumpeter, J. A. (1959). *The Theory of Economic Development, An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*. (R. Opie, Çev.), Harvard University Press, (1934).
- Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Sirri, E. R. ve Tufano, P. (1995). *The Economics of Pooling. The Global Financial System: A Functional Approach*, Harvard Business School Press, 81-128.

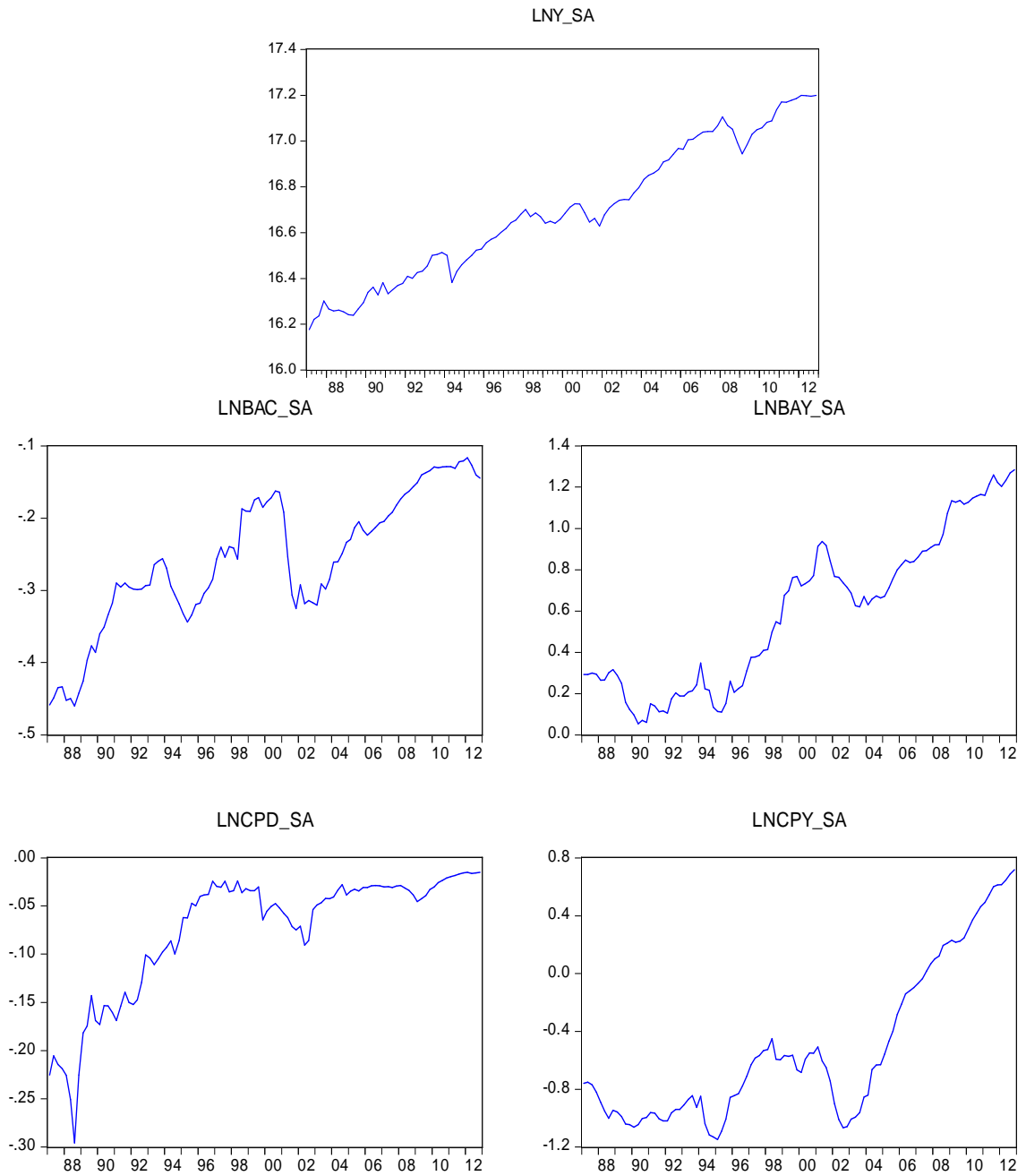
- Solow, R.M. (2001). Applying growth theory across countries. *WorldBank Economic Review*, Vol:15, 283–288.
- Stiglitz, J. E. (1985). Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol:17, 133-152.
- Tadesse, S. (2002). Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence. *Journal of Financial Intermediation*, Vol:11, 429-454.
- Taylor, L. (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. New York: Basic Books.
- Thiel, M. (2001). Finance and economic growth: a review of theory and the available evidence. *European Commission Economic Paper*, No:158.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2012). *Finansal İstikrar Raporu*. Sayı:14.
- Türkiye İstatistik Kurumu (2012). *Ekonomik Göstergeler*. Yıl: 2012, No:4.
- Ünalı, D. (2002). The Causality between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey. *The Central Bank of Republic of Turkey, Research Department Working Paper*, No:3.
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (2012). *Yıllık Borsa Verileri*.
<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>
- van Wijnbergen, S. (1982). Stagflationary effects of monetary stabilization policies: a quantitative analysis of South Korea. *Journal of Development Economics*, Vol:10, 133– 169.

- van Wijnbergen, S. (1983). Interest rate management in LDCs. *Journal of Monetary Economics*, Vol:12, 433–452.
- Weinstein, D. E. ve Yafeh, Y. (1998). On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan. *Journal of Finance*, Vol:53, 635-672.
- Xu, Z. (2000). Financial development, investment, and economic growth. *Economic Inquiry*, Vol:38, 331–344.

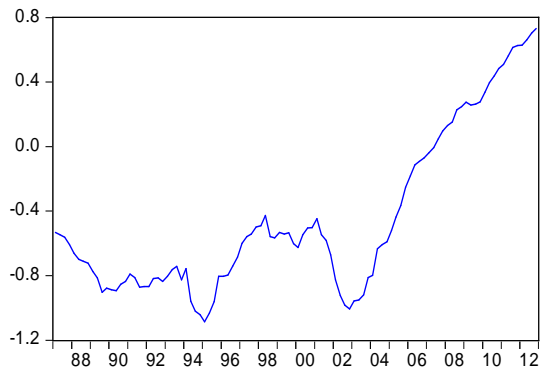
EKLER

EK-1: Çalışmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Grafikler

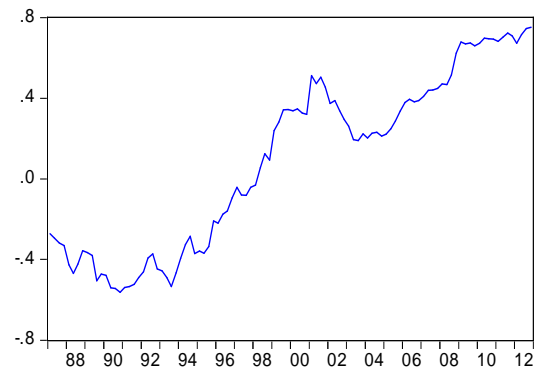
Şekil: Analizlerdeki Değişkenlerin Mevsimsellikten Arındırılmış Hallerinin Zamana Karşı Grafikleri



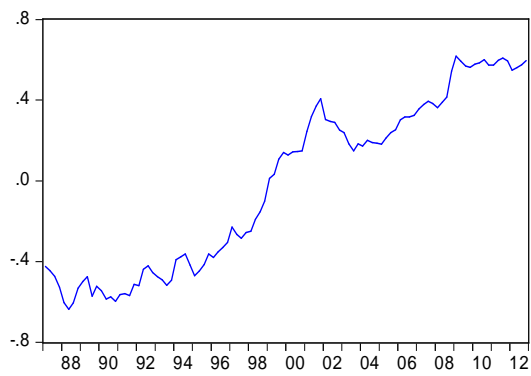
LNDCY_SA



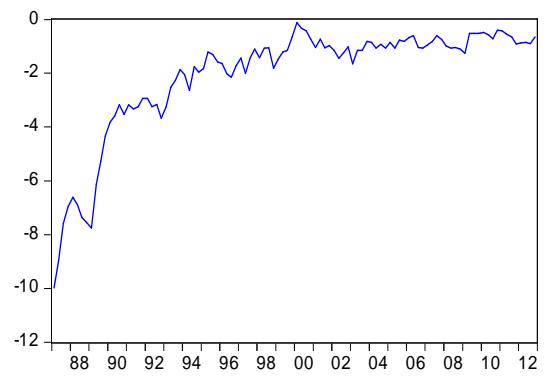
LNDEPY_SA



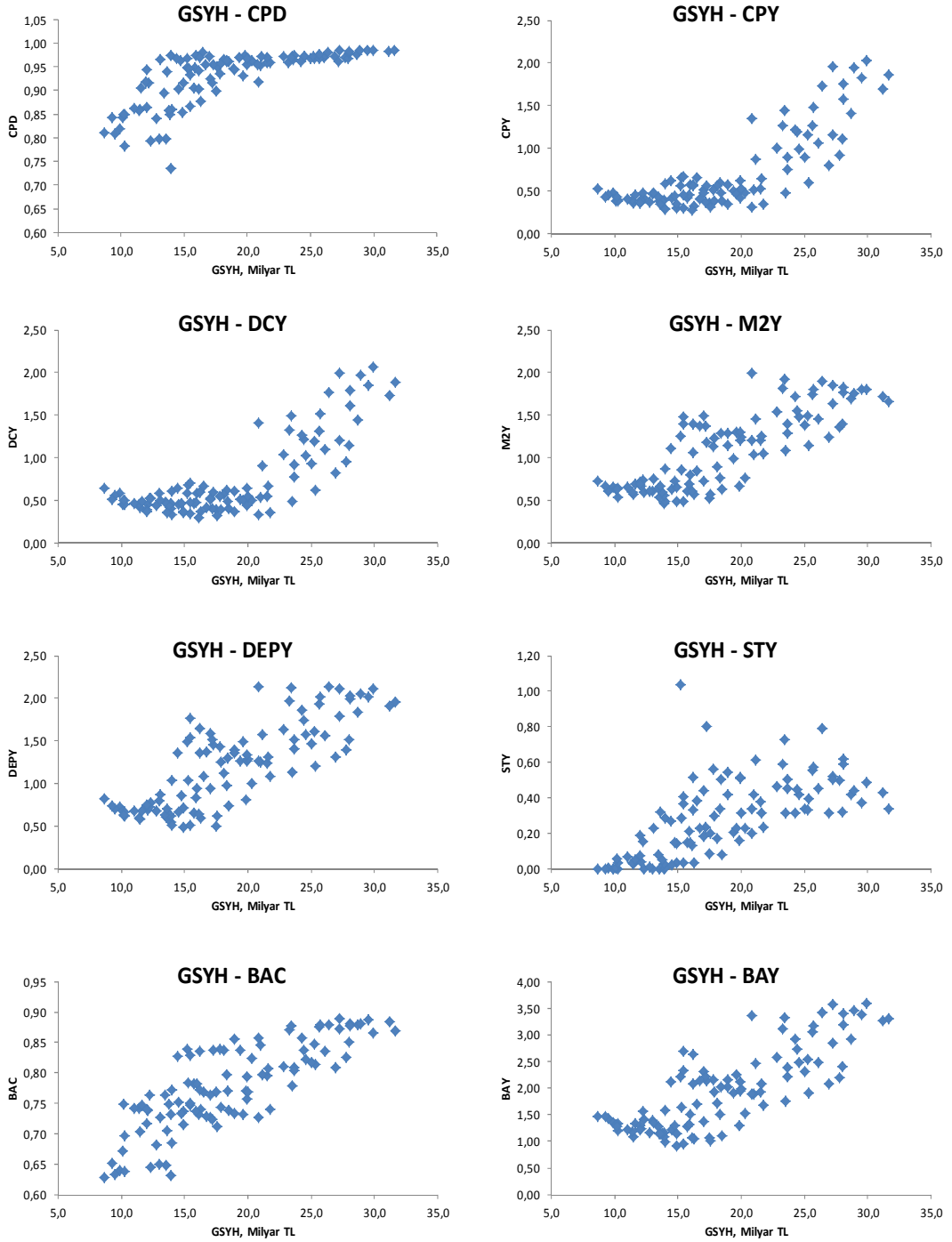
LN2M2Y_SA



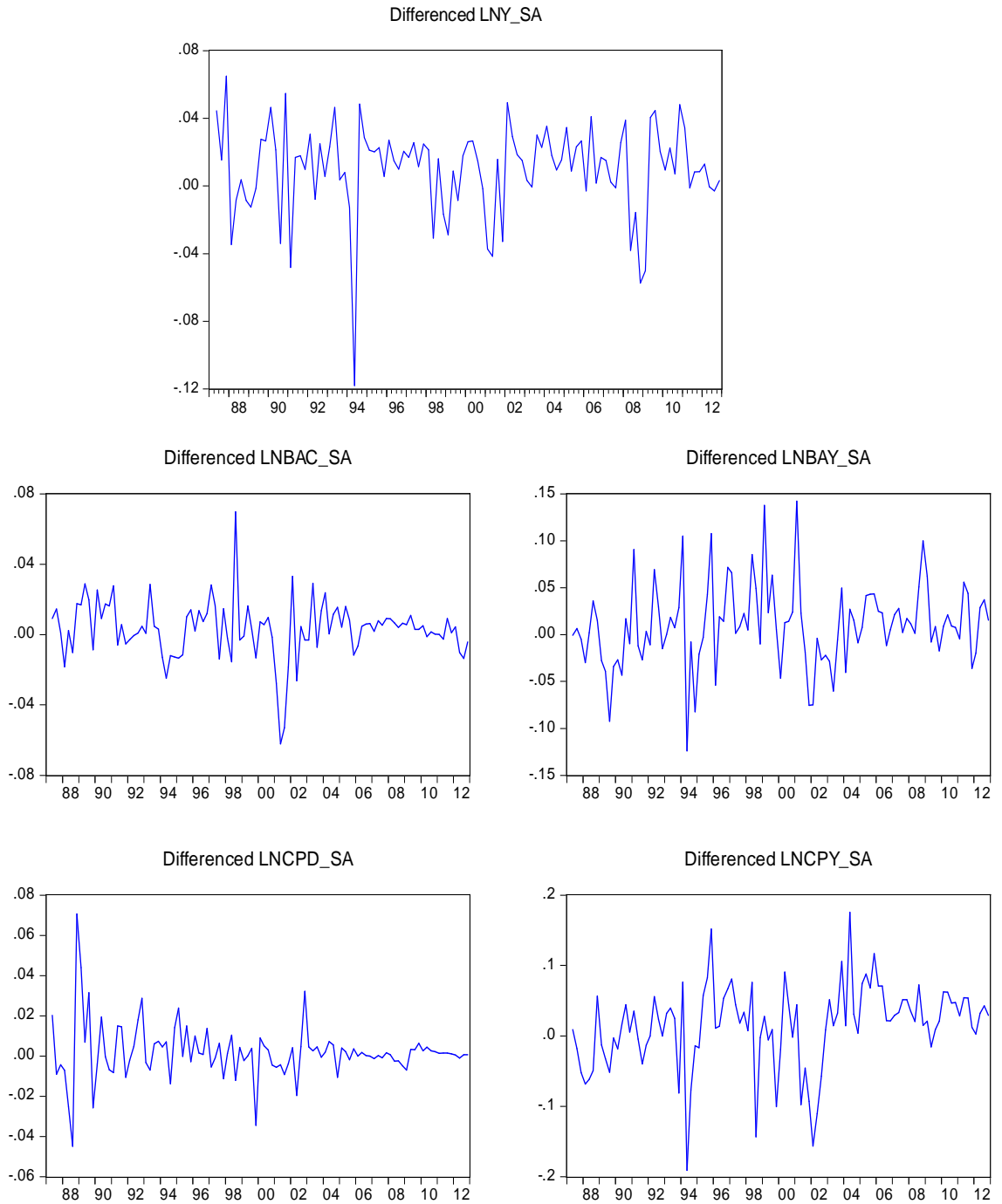
LNSTY_SA

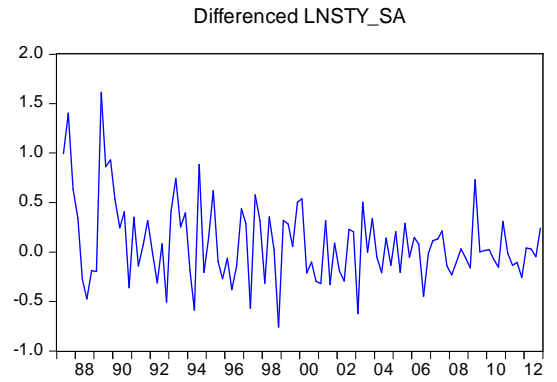
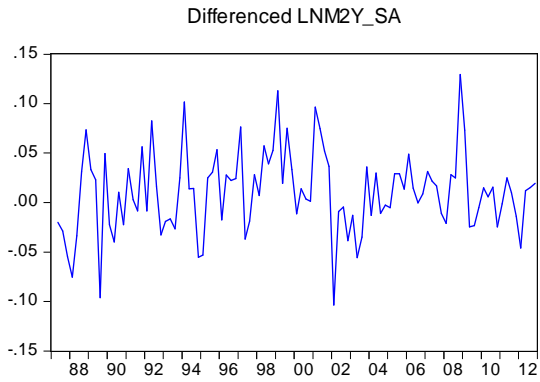
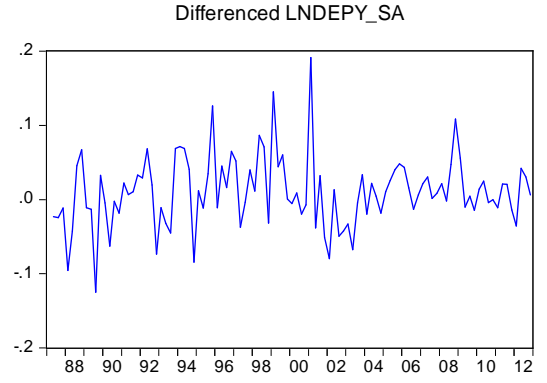
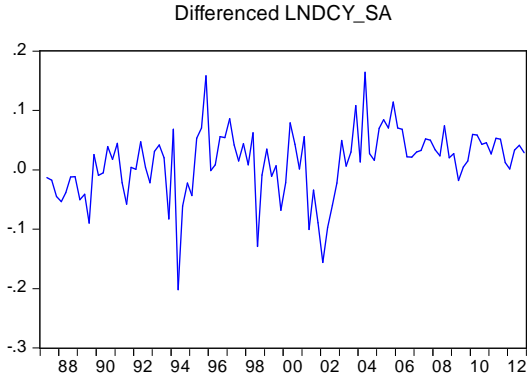


Şekil: Analizlerde Kullanılan Değişkenlerin Sabit Fiyatlarla Hesaplanan GSYH ile Dağılım Grafikleri



Şekil: Analizlerde Kullanılan Serilerin Birinci Farklarının Zamana Karşı Grafikleri





EK-2: Çalışmada Kullanılan Veriler**Tablo: Çalışmada Kullanılan Veriler (1000 TL)**

	GSYH - 1998 Fiyatlarla	GSYH- Cari Fiyatlarla	M2Y	Toplam Mevduat	İMKB Toplam İşlem Hacmi	Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Kredi Hacmi	Toplam Yurtiçi Kredi Hacmi	Bankacılık Sektörü Toplam Varlıkları	Merkez Bankası Toplam Varlıkları
1987:Ç1	8.673.697	18.161	13.163	14.855	1	9.442	11.651	26.666	15.737
1987:Ç2	9.921.238	21.965	14.283	16.049	2	10.505	12.833	29.912	16.897
1987:Ç3	13.549.050	30.206	16.052	18.344	10	11.333	14.225	34.734	18.919
1987:Ç4	12.996.482	29.942	18.103	23.898	28	13.963	17.490	41.519	22.322
1988:Ç1	9.504.064	32.961	19.980	23.106	67	15.051	18.609	47.063	27.221
1988:Ç2	10.296.248	39.690	21.319	24.390	35	15.554	19.897	52.704	29.870
1988:Ç3	13.915.513	51.987	24.204	28.503	22	15.494	21.068	59.961	35.046
1988:Ç4	12.348.545	49.147	29.493	38.013	25	20.237	25.503	69.575	38.362
1989:Ç1	9.273.120	53.524	35.997	39.808	34	22.818	27.046	78.348	41.906
1989:Ç2	10.124.060	64.472	40.821	43.495	122	24.363	28.903	84.490	41.168
1989:Ç3	14.004.560	95.645	46.137	48.570	351	27.445	31.938	95.553	43.831
1989:Ç4	12.782.911	90.667	54.592	61.648	1.127	33.684	40.074	105.245	48.988
1990:Ç1	10.270.012	96.469	61.872	64.226	2.983	36.971	43.560	116.472	50.744
1990:Ç2	11.472.704	119.798	68.462	69.512	3.026	42.893	49.903	129.718	54.883
1990:Ç3	14.879.572	158.518	76.427	77.922	5.057	47.461	55.640	145.237	57.792

1990:Ç4	13.894.822	153.155	84.865	93.931	4.260	59.562	70.210	165.860	60.987
1991:Ç1	10.224.725	149.482	94.139	93.611	8.380	63.337	74.525	190.700	64.129
1991:Ç2	11.417.733	182.100	107.350	107.518	6.132	70.688	82.362	215.889	75.214
1991:Ç3	15.466.895	258.874	126.330	131.003	8.102	77.481	89.359	248.159	84.247
1991:Ç4	13.795.975	254.006	151.755	164.669	12.727	96.431	112.341	288.503	96.789
1992:Ç1	11.064.368	275.640	180.868	187.202	18.887	110.159	127.683	336.155	116.519
1992:Ç2	12.064.295	317.347	212.553	217.678	11.996	123.353	142.906	390.708	138.814
1992:Ç3	16.294.490	433.688	246.028	256.054	14.835	138.802	158.316	456.248	160.488
1992:Ç4	14.548.550	442.484	278.450	296.151	10.617	182.068	201.837	538.316	177.244
1993:Ç1	11.608.197	470.852	322.858	321.045	22.564	210.068	232.049	624.341	211.949
1993:Ç2	13.430.243	579.214	369.461	362.736	46.962	246.673	275.571	737.344	228.908
1993:Ç3	17.502.443	804.573	416.858	405.431	66.768	283.991	316.238	857.569	259.332
1993:Ç4	15.770.305	802.802	484.732	522.500	118.928	335.706	370.834	1.029.491	285.801
1994:Ç1	12.210.648	791.421	588.394	575.754	122.902	374.845	409.370	1.230.918	381.073
1994:Ç2	11.994.955	1.118.001	800.737	827.018	84.092	400.010	436.098	1.446.756	507.272
1994:Ç3	16.136.616	1.574.158	953.729	1.017.455	206.555	424.063	469.790	1.683.022	616.301
1994:Ç4	14.903.852	1.683.467	1.094.632	1.203.149	237.927	572.920	625.736	1.938.404	693.004
1995:Ç1	12.027.890	1.903.261	1.304.060	1.437.601	362.975	669.151	708.459	2.337.616	925.664
1995:Ç2	13.618.757	2.338.972	1.561.153	1.656.130	748.869	794.776	845.111	2.695.512	1.129.832
1995:Ç3	17.585.002	3.138.471	1.809.134	1.937.100	620.157	949.997	998.765	3.158.573	1.280.201
1995:Ç4	15.890.561	3.042.596	2.091.080	2.543.787	639.832	1.355.766	1.429.139	3.975.813	1.421.112
1996:Ç1	13.070.777	3.379.166	2.538.435	2.934.554	774.606	1.608.758	1.667.754	4.549.375	1.712.524
1996:Ç2	14.718.841	4.195.738	3.069.272	3.600.969	611.867	1.850.098	1.919.640	5.410.959	1.966.827
1996:Ç3	18.515.540	5.932.021	3.732.945	4.390.969	473.672	2.286.223	2.379.359	6.541.007	2.317.946
1996:Ç4	17.008.654	6.278.605	4.576.459	5.876.127	1.151.040	3.198.041	3.287.570	8.641.853	2.686.826
1997:Ç1	13.974.325	6.441.328	5.621.355	6.664.903	1.831.881	3.791.310	3.893.981	10.228.363	3.019.012

1997:Ç2	15.965.737	8.208.416	6.523.245	7.756.908	1.223.592	4.642.883	4.772.384	12.332.114	3.435.755
1997:Ç3	19.818.271	11.718.275	7.751.627	9.444.192	1.892.461	5.664.320	5.814.107	15.080.523	4.483.501
1997:Ç4	18.332.770	12.220.484	9.344.607	11.964.591	4.100.786	7.313.053	7.603.757	18.504.313	4.700.989
1998:Ç1	15.265.678	13.216.010	11.310.551	13.785.073	3.810.696	8.622.414	8.907.625	21.698.673	5.960.137
1998:Ç2	16.484.808	15.629.441	13.309.327	16.886.641	6.002.655	10.150.173	10.357.162	26.493.046	7.939.259
1998:Ç3	20.346.608	20.852.112	15.815.326	20.901.912	4.723.134	9.991.849	10.373.190	31.826.893	6.785.539
1998:Ç4	18.106.054	20.505.584	18.332.873	22.916.822	3.493.482	11.361.113	11.771.831	35.218.486	6.881.008
1999:Ç1	14.436.129	19.275.278	21.412.545	26.186.318	5.183.056	12.041.255	12.444.621	40.922.522	8.571.847
1999:Ç2	16.217.899	23.401.020	24.807.618	31.856.425	7.813.412	13.452.030	13.858.776	48.523.020	9.593.197
1999:Ç3	19.361.768	30.161.687	29.872.991	37.973.190	6.111.926	15.071.435	15.559.305	57.520.091	11.190.175
1999:Ç4	17.824.774	31.757.931	36.098.202	45.291.813	17.768.941	16.227.016	17.368.009	68.220.658	13.019.440
2000:Ç1	15.217.908	33.363.460	41.613.286	49.913.976	34.616.164	18.557.017	19.591.158	74.054.380	14.177.453
2000:Ç2	17.269.135	38.344.610	45.187.134	55.722.146	30.807.647	21.584.077	22.620.560	82.232.323	16.017.709
2000:Ç3	21.019.481	48.240.935	49.936.447	60.234.579	20.024.919	24.656.349	25.900.051	91.284.644	16.748.652
2000:Ç4	18.929.875	46.709.016	53.713.248	64.942.983	25.329.419	26.629.298	28.150.825	100.495.062	16.903.438
2001:Ç1	15.419.915	44.416.756	61.885.202	78.615.944	18.110.652	29.419.929	31.098.985	119.360.380	24.622.777
2001:Ç2	16.173.158	55.122.680	77.261.351	91.108.280	28.366.421	30.685.258	32.563.330	144.819.123	42.966.220
2001:Ç3	19.650.704	71.044.318	92.404.406	106.272.318	16.161.575	32.963.222	35.445.145	160.059.778	58.720.101
2001:Ç4	17.065.575	69.640.328	104.147.524	110.521.576	30.480.184	32.693.305	35.361.033	160.492.461	60.089.520
2002:Ç1	15.469.977	69.461.341	102.431.118	107.087.656	25.283.319	31.046.898	33.238.125	161.509.204	53.879.032
2002:Ç2	17.214.452	78.985.100	107.978.957	119.720.765	18.501.225	29.333.234	32.063.702	174.168.667	66.624.440
2002:Ç3	20.876.687	101.975.294	122.510.152	129.164.535	20.456.553	31.195.728	34.016.601	192.081.703	72.185.954
2002:Ç4	18.958.715	100.054.355	128.588.671	135.575.188	42.060.275	34.350.075	36.380.250	203.015.024	74.070.525
2003:Ç1	16.716.746	98.040.157	134.835.425	135.023.418	22.156.660	39.191.003	41.039.062	210.022.712	78.332.569
2003:Ç2	17.898.517	105.708.998	129.312.910	132.204.707	31.663.876	40.109.616	41.972.407	203.014.849	69.896.606
2003:Ç3	21.774.718	128.512.184	134.114.541	140.208.513	30.205.334	43.744.231	45.623.787	215.505.491	75.945.119

2003:Ç4	19.948.211	122.519.320	147.246.866	154.185.095	62.616.296	51.588.828	54.046.123	237.825.627	76.497.131
2004:Ç1	18.380.247	119.502.314	153.380.875	155.886.418	60.228.356	56.254.371	58.425.922	242.329.524	72.192.692
2004:Ç2	20.035.372	130.998.596	163.070.103	168.648.045	41.221.251	69.270.039	71.549.147	258.949.627	78.140.656
2004:Ç3	23.528.095	157.689.939	171.863.292	178.777.299	49.646.163	74.487.097	76.576.099	278.232.963	79.247.489
2004:Ç4	21.541.877	150.842.176	181.860.794	187.289.520	57.318.181	79.611.560	83.077.736	291.316.480	74.672.791
2005:Ç1	19.947.283	141.085.930	182.642.371	188.354.763	72.452.686	87.726.258	90.631.484	298.534.115	77.751.088
2005:Ç2	21.577.563	153.763.755	193.296.172	202.038.103	47.952.502	99.364.517	102.513.420	320.910.305	77.036.554
2005:Ç3	25.323.570	181.572.348	208.678.544	217.716.582	71.360.004	108.985.666	112.717.512	347.844.197	79.234.258
2005:Ç4	23.651.315	172.509.679	221.870.824	241.906.014	78.166.164	128.683.290	133.230.933	381.874.457	90.070.136
2006:Ç1	21.133.291	160.072.572	233.637.531	251.976.471	98.235.464	139.924.828	144.115.364	395.528.866	101.150.632
2006:Ç2	23.678.188	183.652.122	256.213.378	278.295.808	92.211.621	164.474.113	169.025.745	436.851.534	107.027.186
2006:Ç3	26.916.390	213.295.396	265.690.469	281.039.989	66.523.914	170.500.500	175.406.649	442.509.618	104.571.318
2006:Ç4	25.010.451	201.370.695	277.808.480	296.711.472	68.180.338	180.615.768	186.524.617	465.015.134	104.352.381
2007:Ç1	22.844.200	187.950.694	289.489.031	306.198.424	87.531.197	188.760.261	194.400.261	482.846.177	112.615.561
2007:Ç2	24.581.028	203.279.705	300.370.906	320.547.222	84.831.433	201.825.601	207.578.900	502.999.690	109.161.593
2007:Ç3	27.772.167	232.256.566	314.609.429	325.316.012	114.995.988	214.154.702	220.825.633	511.104.929	107.471.430
2007:Ç4	26.057.230	219.691.456	320.756.559	343.643.600	99.323.282	232.233.835	239.696.474	543.419.878	106.624.807
2008:Ç1	24.445.513	215.605.654	334.098.965	374.531.098	96.652.219	256.030.714	263.414.969	587.175.215	114.515.754
2008:Ç2	25.226.375	239.363.433	356.773.208	386.591.085	79.530.860	277.211.448	285.542.976	609.511.413	109.834.364
2008:Ç3	28.009.692	262.392.170	365.089.636	398.326.114	83.562.012	291.525.144	301.542.124	629.397.648	111.063.240
2008:Ç4	24.240.150	233.172.993	399.727.573	434.217.162	72.869.701	284.441.993	296.075.805	679.512.445	113.458.778
2009:Ç1	20.842.792	207.925.991	415.183.074	444.906.560	69.915.842	279.658.873	292.716.905	699.573.884	116.575.319
2009:Ç2	23.267.231	228.571.898	415.763.933	449.673.350	134.448.750	289.582.780	301.698.532	712.395.011	106.190.682
2009:Ç3	27.233.060	261.710.449	427.447.716	469.048.195	136.292.428	301.902.418	314.009.200	744.108.146	109.500.431
2009:Ç4	25.660.031	254.350.241	444.571.877	490.464.488	141.877.265	321.332.130	332.399.349	775.130.179	110.026.310
2010:Ç1	23.467.330	241.026.016	461.806.786	511.050.167	175.589.439	348.863.703	359.663.695	801.192.930	112.124.515

2010:Ç2	25.692.252	265.996.869	478.854.749	536.830.947	152.790.983	392.445.885	402.298.363	845.422.079	116.824.501
2010:Ç3	28.669.613	295.995.607	501.305.549	545.454.603	124.408.040	416.377.461	426.236.762	866.698.524	119.716.203
2010:Ç4	28.056.450	295.780.856	522.343.538	589.347.444	182.875.935	464.947.976	475.109.122	943.198.251	128.463.527
2011:Ç1	26.382.817	289.904.998	551.723.769	618.341.392	229.410.159	502.748.420	512.897.864	991.585.862	136.737.807
2011:Ç2	28.082.510	317.392.144	578.779.772	643.200.958	187.558.951	558.385.012	568.073.041	1.080.375.784	150.793.261
2011:Ç3	31.176.687	351.173.122	602.496.029	670.061.919	151.512.539	595.944.497	606.067.826	1.146.476.768	149.857.315
2011:Ç4	29.532.710	339.242.947	610.389.103	685.927.741	126.855.901	618.786.031	628.832.568	1.145.930.985	146.213.614
2012:Ç1	27.257.064	326.879.809	606.320.996	689.462.252	164.863.212	639.748.420	649.816.679	1.164.756.167	144.032.200
2012:Ç2	28.895.087	349.340.194	613.013.439	716.798.276	154.406.036	679.233.857	689.714.735	1.210.116.473	163.104.987
2012:Ç3	31.666.774	376.419.314	626.497.197	736.090.663	126.156.762	699.297.618	710.391.235	1.244.049.918	188.586.147
2012:Ç4	29.934.768	364.177.484	655.021.660	767.901.944	177.906.924	738.615.261	750.000.397	1.306.984.196	202.022.077