



**T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İK-DR-2009-0003**

**TÜRKİYE'DE FİNANSAL LIBERALİZASYON VE
FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİNİN
EKONOMETRİK ANALİZİ**

**HAZIRLAYAN
Hüseyin AĞIR**

**TEZ DANIŞMANI
Yrd. Doç. Dr. Osman PEKER**

AYDIN-2009

**T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İK DR 2009 0003**

**TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON VE
FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİNİN
EKONOMETRİK ANALİZİ**

**HAZIRLAYAN
Hüseyin AĞIR**

**TEZ DANIŞMANI
Yrd. Doç. Dr. Osman PEKER**

AYDIN-2009

T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

İktisat Ana Bilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Hüseyin AĞIR tarafından hazırlanan “Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi” başlıklı tez, 29.09.2009 tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

| <u>Unvanı, Adı ve Soyadı :</u> | <u>Kurumu _____:</u> | <u>İmzası:</u> |
|---|------------------------------------|-----------------------|
| Prof.Dr. Kemal YILDIRIM (Başkan) | Anadolu Üniversitesi | |
| Prof.Dr. Halil ÇİVİ | Adnan Menderes Üniversitesi | |
| Doç.Dr. Recep TEKELİ | Adnan Menderes Üniversitesi | |
| Yrd.Doç.Dr. Osman PEKER | Adnan Menderes Üniversitesi | |
| Yrd.Doç.Dr. Funda ÇONDUR | Adnan Menderes Üniversitesi | |

Jüri üyeleri tarafından kabul edilen bu doktora tezi, Enstitü Yönetim Kurulununsayılı kararıyla tarihinde onaylanmıştır.

Unvanı, Adı Soyadı
Enstitü Müdürü

Bu tezde görsel, işitsel ve yazılı biçimde sunulan tüm bilgi ve sonuçların akademik ve etik kurallara uyularak tarafımdan elde edildiğini, tez içinde yer alan ancak bu çalışmaya özgü olmayan tüm sonuç ve bilgileri tezde kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

Adı Soyadı :

İmza :

YAZAR ADI- SOYADI: Hüseyin AĞIR

BAŞLIK: Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi

ÖZET

Finansal sistem, iktisadi kalkınma sürecinde önemli bir işlev yerine getirmektedir. En önemli fonksiyonunu ise, tasarruf sahipleriyle yatırım yapanlar arasında aracılık işlevi oluşturmaktadır. Bir ekonomide finansal sistem bu işlevini ne kadar etkin ve düşük maliyetle yerine getiriyorsa önemi de o kadar artmaktadır.

1970’lerin ortalarına kadar gelişmekte olan ülkelerde uygulanan iktisat politikalarının ortak yönlerinden birini finansal piyasalara müdahale oluşturmaktadır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından faiz oranlarının piyasa güçlerinin dışında belirlenerek suni bir şekilde enflasyondan düşük tutulmasını ifade etmek için kullanılan finansal baskı, zamanla finansal sektöre yapılan her türlü müdahaleyi ve kısıtı ifade etmek için genişletilerek kullanılmak bir gelenek haline gelmiştir. Nedeni ve gerekçesi ne olursa olsun, finansal baskı politikaları McKinnon ve Shaw tarafından ciddi bir şekilde eleştirilmiş ve finansal sektörde liberalizasyonun gerçekleştirilmesi önerilmiştir. Finansal sektörün liberalizasyonunu savunan bu iktisatçılar, ekonomik büyümeye gerekli olan sermaye birikimi için gerekli tasarrufların, gelişmekte olan ülkelerde tek organize finansal yapı olan bankacılık sistemi aracılığı ile yatırımlara yönelebilmesi için, faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından serbestçe belirlenmesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir.

1980’lerin ikinci yarısında geliştirilen içsel büyüme teorileriyle, finansal sektörün büyümedeki rolü yeniden gündeme getirilmiş ve finansal gelişme düzeyi yüksek olan ülkelerin ekonomik büyüme hızının da yüksek olacağı ileri sürülmüştür. Finansal sektör ve ekonomik büyüme ilişkisini ortaya koymayı amaçlayan bu teorik çalışmalarda, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye yol açacağı belirtilmektedir. Ancak bu çalışmalarda finansal gelişmenin nasıl olduğu açıklanmadan, finansal liberalizasyonun doğrudan ve kendiliğinden finansal gelişmeye neden olacağı gibi bir varsayımın kabul edildiği görülmektedir.

Finansal liberalizasyon politikaları, 1970’li yılların ortalarından itibaren birçok gelişmekte olan ülkede IMF gibi uluslararası finansal kuruluşların önerdikleri istikrar programlarının bir parçası olarak uygulamaya konulmuştur. Finansal liberalizasyon uygulamalarına Türkiye’de de 1980 yılında yürürlüğe giren 24 Ocak Kararları ile

başlanmıştır. Önce dış ticaretin serbestleştirilmesi, hemen ardından yurtiçi finansal sektördeki kısıtların kaldırılmaya başlanması, sermaye piyasalarının altyapısının oluşturulması ve son olarak 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle dış dünya ile tamamen bütünleşme şeklinde oldukça hızlı bir liberalizasyon dönemi yaşanmıştır.

Türkiye'nin finansal liberalizasyon tecrübesi ampirik çalışmalara konu olurken, finansal liberalizasyonun doğrudan ve mekanik bir şekilde finansal gelişmeye katkı sağladığı gibi bir kabulden yola çıkıldığı görülmektedir. Dolayısıyla finansal liberalizasyonun gerçekten finansal gelişmeye katkı yapıp yapmadığının incelenmesi bu tezin amacını oluşturmakta ve finansal gelişmeyi belirleyen faktörlerin ortaya konması ile de literatüre katkı sağlanmak amaçlanmaktadır.

Türkiye örneği için 1960-2007 dönemi yıllık (1987:1-2008:2 dönemi için üç aylık) verilerle yapılan ekonometrik tahminlerden elde edilen bulgulara göre, finansal liberalizasyonun (reel faizler anlamında) finansal gelişme üzerinde açıktan ve yeterli ölçüde bir etkisi belirlenememiştir. Türkiye'de finansal gelişmeyi belirleyen faktörler olarak ele alınan; gelir (yıllık verilerde kişi başına gelir, üç aylık verilerde ise reel gelir), dışa açıklık (dış ticaretin liberalizasyonu), kamu tasarrufları, kamunun banka sahipliği değişkenlerinin finansal gelişmeyi pozitif olarak etkilediği ortaya çıkmıştır. Enflasyon ve iç borçlanma, finansal gelişmeyi negatif olarak etkilemektedir. Net portföy yatırımları ise, finansal gelişmeyi uzun dönemde pozitif ve kısa dönemde negatif olarak etkilemektedir. Ayrıca BDDK ve TMSF'nin faaliyete geçmesi gibi kurumsal değişikliklerin etkilerini belirlemek için geliştirilen kukla değişkenler, mevduata güvence verilmesinin ve TMSF'nin kurulmasının finansal gelişmeyi (M2 anlamında) olumlu etkilediğini ve BDDK'nın kurulmasının ise, finansal gelişmeye (OSK anlamında) pozitif katkı sağladığını ortaya koymaktadır.

Ampirik bulgular, istikrarlı bir makro ekonomik yapının oluşturulmasına yönelik politika seçeneklerinin uygulanması, finansal piyasaların gelişmesi ve temel işlevi olan aracılığı daha iyi bir şekilde yerine getirmesine katkıda bulunacağı anlamına gelmektedir.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: Finansal Liberalizasyon, Finansal Gelişme, Dışa açıklık, Kamunun Banka Sahipliği, İç Borçlanma, Kurumsal Gelişmeler, Eşbütünleşme.

NAME and SURNAME: Hüseyin AĞIR

TITLE: An Econometric Analysis of Relationship Between Financial Liberalization and Financial Development in Turkey

ABSTRACT

Financial system play an important function in the economic development process. The most important function is the intermediation duty between savers and investors. In an economy, importance of financial system increases along with this function as long as this is carried out efficiently and less costly.

Until the mid-1970s, financial interventions had been a common feature of economic policies implemented in the developing countries. Financial repression named by Mckinnon (1973) and Shaw (1973) is a term used to initially describe interest rate policies that are the technique of holding institutional interest rates (particularly deposit rate of interest) below their market equilibrium level. Later, definition of financial repression is expanded to include all type of distortions in the domestic financial system and constraints preventing to integrate with the world. Whatever the reasons behind these policies, financial repression was heavily criticized by McKinnon and Shaw and they recommended to be liberalization in the financial sector. These economist favoured for liberalization in the financial sector proposed that interest rates should be determined by the market forces in order to mobilize the savings necessary for the capital accumulation from the banking sector, only organized financial institutions in developing countries, to investments and hence for economic growth.

Endogenous growth theory developed in the late 1980s has emphasized once again the importance of financial sector for economic growth and argued that countries with well-developed financial markets grow faster than the others. In these theoretical studies aiming at establishing the relationship between financial sector and economic growth, it is stated that financial development contributes to economic growth. However, in these studies without explaining how financial developments occurs, it is assumed that financial liberalization directly and itself contributes financial development.

Financial liberalization policies have been implemented in many developing countries as a part of stabilization programme supported by the international financial institutions such as IMF since the mid 1970s. In Turkey, experience of financial liberalition started to be implemented with the 24 January Decisions in 1980. Turkey had witnessed a relatively fast liberalization experience and resulted in completely

integrating with the rest of the world through several stages, initially liberalization of foreign trade, shortly after lifting constraints in the domestic financial markets, establishing infrastructure for the capital markets and lastly liberalization of capital account in 1989.

In the empirical studies focused on the financial liberalization experience of Turkey, it can be seen acceptance of the assumption that financial liberalization directly and mechanically contributes to financial development. Thus the aim of this thesis is to examine whether financial liberalization promotes financial development and, additionally, to contribute to the literature by investigating the determinants of financial development for Turkey.

According to the empirical findings for Turkish case obtained by utilization of annual data for the period 1960-2007 (quarterly data for the period 1987:1-2008:2) and employment of time series econometrics, it is detected that financial liberalization (in terms of positive real interest rate) did not contribute clearly and sufficiently to financial development. Moreover, it is seen that income (per capita income in annual data, real income in quarterly data), openness (liberalization foreign trade), public savings, public ownership of banking positively influence financial development in Turkey. Inflation and domestic borrowing has a negative impact on financial development. Net portfolio investments has positive effects financial development in the long run, but its effect on the short run reverses. In addition, inclusion of the dummy variables developed to capture the institutional developments in terms of establishing BDDK and TMSF into the analysis showed that deposit insurance scheme and establishment of TMSF positively influence financial development (in terms of M2) and experience of BDDK has also positive effect financial development (in terms of OSK, private sector credits).

Empirical findings imply that implementation of policy options towards establishing a stable macroeconomic structure would promote financial markets and such an environment would also lead financial sector to carry out its main intermediation function.

KEYWORDS: Financial Liberalization, Financial Development, Openness, Public Ownership of Banking, Domestic Borrowing, Institutional Developments, Co-integration.

ÖNSÖZ

Bu tezde, Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisi, Türkiye örneğinde ilk olarak incelenmiştir. Tezin başlangıcından bitimine kadar literatürdeki bu boşluğu doldurmanın heyecanı ve sorumluluğu ile büyük özveride bulunularak önemli bulgular elde edilmiştir.

Doktoraya başladığım günden tezin tamamlanmasına kadar geçen sürede beni sürekli motive eden ve her türlü desteğini gördüğüm danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Osman PEKER başta olmak üzere; kütüphanesi, bilgi birikimi ve çok değerli zamanını daima paylaşan saygıdeğer hocam Doç. Dr. Muhsin KAR'a, güler yüzleri ve pozitif yaklaşımlarıyla tez izleme komitesinde yer alan hocalarım Doç. Dr. Recep TEKELİ ve Yrd. Doç. Dr. Funda ÇONDUR'a, Nazilli İİBF iktisat bölümünün çok kıymetli akademik personeline, geçen zaman zarfında maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen aileme, çok yoğun bir çalışma temposunda stresime ortak olan eşim Nursel'e ve elbette kuzenim Cevdet'e çok teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

| | |
|--|-------|
| ÖZET..... | iv |
| ABSTRACT..... | vi |
| ÖNSÖZ | viii |
| İÇİNDEKİLER | ix |
| KISALTMALAR ve SİMGELER | xiii |
| ŞEKİLLER LİSTESİ | xv |
| TABLolar LİSTESİ..... | xvi |
| EKLER LİSTESİ | xviii |
| GİRİŞ | 1 |
| 1. BÖLÜM: FİNANSAL LİBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME: TEORİK TARTIŞMALAR | 12 |
| 1.1. FİNANSAL LİBERALİZASYON..... | 15 |
| 1.1.1. Keynesyen ve Neo-Klasik Faiz Politikaları | 18 |
| 1.1.2. Kapalı Ekonomide Finansal Liberalizasyon | 21 |
| 1.1.2.1. McKinnon ve Shaw Modeli | 21 |
| 1.1.2.2. McKinnon ve Shaw Modelinin Genişletilmesi: Kapur (1976), Mathieson (1980) ve Galbis (1977) | 26 |
| 1.1.3. Açık Ekonomide Finansal Liberalizasyon: Kapur (1983) ve Mathieson (1979)..... | 31 |
| 1.1.4. Finansal Liberalizasyonun Eleştirisi | 36 |
| 1.1.4.1. Yeni Yapısalcı Okul..... | 36 |
| 1.1.4.2. Yeni-Keynesyen ve Post-Keynesyen Okul | 42 |
| 1.2. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME | 45 |
| 1.2.1. Neo-Klasik Büyüme Modelinde Finansal Gelişmenin Yeri | 46 |
| 1.2.2. İçsel (Yeni) Büyüme Teorilerinde Finansal Gelişmenin Yeri | 48 |
| 2. BÖLÜM: FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ VE MAKROEKONOMİK GELİŞİM | 52 |
| 2.1. İTHAL İKAMECİ SANAYİLEŞME VE FİNANSAL BASKI | 53 |
| 2.1.1. İthal İkameci Sanayileşmenin Krizi | 53 |
| 2.1.2. Finansal Baskı (Financial Repression)..... | 55 |
| 2.2.3. Sermaye Hesabının Serbestleştirilmesi: 1989 Sonrası..... | 63 |
| 2.2.4. Finansal Liberalizasyon ve Makroekonomik İstikrarsızlıklar..... | 65 |

| | |
|---|-----|
| 2.3. MAKROEKONOMİK İSTİKRARSIZLIKLAR VE FİNANSAL SEKTÖRÜN GELİŞİMİ | 81 |
| 3. BÖLÜM: FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ | 93 |
| 3.1. FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ..... | 93 |
| 3.1.1. Miktar Ölçütleri..... | 94 |
| 3.1.1.1. Parasal Büyüklükler | 94 |
| 3.1.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler | 95 |
| 3.1.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri..... | 96 |
| 3.1.1.4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Gösterge | 97 |
| 3.1.2. Yapısal Ölçütler | 97 |
| 3.1.3. Finansal Fiyatlar..... | 98 |
| 3.1.4. Ürün Çeşitliliği..... | 99 |
| 3.1.5. Değişim Maliyeti..... | 100 |
| 3.2. FİNANSAL GELİŞMENİN DEĞERLENDİRİLMESİ | 100 |
| 3.2.1. Miktar Ölçütlerine Göre | 101 |
| 3.2.1.1. Parasal Göstergeler Bakımından..... | 101 |
| 3.2.1.2. Kredi Ölçütleri Bakımından | 102 |
| 3.2.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri Bakımından | 103 |
| 3.2.1.4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Gösterge Bakımından..... | 106 |
| 3.2.2. Yapısal Ölçüt Bakımından | 107 |
| 3.2.3. Finansal Fiyatlara Göre | 107 |
| 3.2.4. Ürün Çeşitliliğine Göre | 108 |
| 4. BÖLÜM: FİNANSAL LİBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNE YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR | 112 |
| 4.1. FİNANSAL LİBERALİZASYON ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR..... | 113 |
| 4.1.1. Finansal Liberalizasyonun Tasarruflar ve Yatırımlar Üzerine Etkileri..... | 113 |
| 4.1.2. Finansal Liberalizasyonun Büyüme Üzerine Etkileri | 117 |
| 4.1.3. Finansal Liberalizasyonun Makroekonomik Etkileri: Hesaplanabilir Genel Denge Çalışmaları | 119 |
| 4.2. FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR | 119 |
| 4.2.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Nedensellik Analizi..... | 120 |
| 4.2.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Üretim Fonksiyonu Yaklaşımı | 124 |

| | |
|---|-----|
| 4.2.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Sermaye Piyasalarının Rolü | 126 |
| 5. BÖLÜM: FİNANSAL LİBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK İNCELEMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ..... | 129 |
| 5.1. FİNANSAL LİBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ | 130 |
| 5.1.1. Yasal Orijin | 131 |
| 5.1.2. Kamunun Banka Sahipliği | 132 |
| 5.1.3. Başlangıç Durumu, Politikalar ve Ekonomik Kurumlar | 134 |
| 5.1.4. Dış Ticaretin Liberalizasyonu | 136 |
| 5.1.5. Sermaye Hesabının Liberalizasyonu | 137 |
| 5.1.6. Etkin Gözetim ve Denetim Mekanizması | 138 |
| 5.1.7. Mevduat Sigortası | 140 |
| 5.1.8. Zorunlu Karşılıklar..... | 142 |
| 5.1.9. Makroekonomik Politikalar | 144 |
| 5.2. FİNANSAL GELİŞMENİN BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR..... | 148 |
| 5.3. EKONOMETRİK METODOLOJİ | 157 |
| 5.3.1. Zaman Serilerinin Özellikleri..... | 157 |
| 5.3.1.1. DF ve ADF Birim Kök Testleri | 158 |
| 5.3.1.2. PP Birim Kök Testi | 162 |
| 5.3.2. Eşbütünleşme (Cointegration)..... | 163 |
| 5.3.2.1. Engle-Granger Yaklaşımı..... | 164 |
| 5.3.2.2. Johansen Yaklaşımı..... | 165 |
| 5.3.2.3. ARDL Eşbütünleşme Yaklaşımı | 170 |
| 5.4. FİNANSAL LİBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ | 174 |
| 5.4.1. Değişkenlerin Tanımlanması | 174 |
| 5.4.2. Birim Kök Test Sonuçları | 176 |
| 5.4.3. Finansal Gelişmenin Belirleyicilerinin Modellenmesi..... | 179 |
| 5.4.3.1. ARDL Yöntemiyle Eş Bütünleşme Testi ve Hata Düzeltme Mekanizmasının Sonuçları..... | 179 |
| 5.4.3.2. Johansen Yöntemiyle Eş Bütünleşme Testi ve Hata Düzeltme Mekanizmasının Sonuçları..... | 190 |

| | |
|---|-----|
| 5.5. EKONOMETRİK TAHMİN SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ | 202 |
| SONUÇ | 210 |
| KAYNAKÇA | 219 |
| EKLER | 244 |
| EK-1 Ampirik Analiz Sonuçları | 244 |
| EK-2 Ampirik Çalışmanın Datası | 277 |
| ÖZGEÇMİŞ | 280 |

KISALTMALAR ve SİMGELER

| | |
|-------|--|
| \$ | : ABD doları |
| % | : yüzde |
| ADF | : Augmented Dickey –Fuller (Birim Kök Testi) |
| AIC | : Akaike Information Criteria (Akaike Bilgi Kriteri) |
| ARDL | : Autoregressive Distributed Lag (Ardışık Bağımlı Gecikmesi Dağıtılmış) |
| BDDK | : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu |
| BYKP | : Beş Yıllık Kalkınma Planları |
| DF | : Dickey-Fuller (Birim Kök Testi) |
| DİBS | : Devlet İç Borçlanma Senetleri |
| DPT | : Devlet Planlama Teşkilatı |
| EKK | : En Küçük Kareler |
| ENF | : Enflasyon Oranı |
| EVDS | : Elektronik Veri Dağıtım Sistemi |
| GEGP | : Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı |
| GSMH | : Gayri Safi Milli Hasıla |
| GSYİH | : Gayri Safi Yurt İçi Hasıla |
| HM | : Hazine Müsteşarlığı |
| IFS | : International Financial Statistics (Uluslararası Finansal İstatistikler) |
| IMF | : International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu) |
| İMKB | : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| KAKT | : Kamunun Aktif Toplamı |
| KBG | : Kişi Başına Gelir |
| KKBG | : Kamu Kesimi Borçlanma Gereği |
| KTAS | : Kamu Tasarrufları |
| KPSS | : Kwaitowsky, Peron, Shin and Smith (Birim Kök Testi) |
| L | : Logaritma |
| NPY | : Net Portföy Yatırımları |
| OSK | : Özel Sektör Kredileri |
| ÖİB | : Özelleştirme İdaresi Başkanlığı |
| PP | : Phillip –Peron (Birim Kök Testi) |
| RF | : Reel Faiz Oranı |
| SC | : Schvarz Criteria (Bilgi Kriteri) |

| | |
|--------|--|
| Sh | : Standart Hata |
| SPK | : Sermaye Piyasası Kurulu |
| T.C. | : Türkiye Cumhuriyeti |
| TBB | : Türkiye Bankalar Birliği |
| TCMB | : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası |
| TKBB | : Türkiye Katılım Bankaları Birliği |
| TİH | : Toplam İşlem Hacmi |
| TMSF | : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu |
| TMVS | : Toplam Mali Varlık Stoğu |
| TPD | : Toplam Piyasa Değeri |
| TPKK | : Türk Parasının Kıymetini Koruma |
| TSPAKB | : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği |
| TÜİK | : Türkiye İstatistik Kurumu |
| VAR | : Vector Autoregressive |
| vb | : ve benzeri |
| YİKH | : Yurtiçi Kredi Hacmi |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| | |
|---|-----|
| Şekil 3.1: Parasal Göstergeler..... | 101 |
| Şekil 3.2: Kredilere İlişkin Göstergeler..... | 103 |
| Şekil 3.3: Sermaye Piyasası Göstergeleri..... | 104 |
| Şekil 3.4: TMVS/GSMH..... | 106 |
| Şekil 3.5: Yapısal Gösterge..... | 107 |
| Şekil 3.6: Finansal Fiyatlar..... | 108 |

TABLOLAR LİSTESİ

| | |
|--|-----|
| Tablo 2.1: Temel Makroekonomik Göstergeler (1975-1979)..... | 55 |
| Tablo 2.2: Temel Makroekonomik Göstergeler (1980-1984)..... | 58 |
| Tablo 2.3: Temel Makroekonomik Göstergeler (1985-1989)..... | 61 |
| Tablo 2.4: Temel Makroekonomik Göstergeler (1990-1995)..... | 67 |
| Tablo 2.5: Temel Makroekonomik Göstergeler (1996-2001)..... | 72 |
| Tablo 2.6: Temel Makroekonomik Göstergeler (2002-2007)..... | 80 |
| Tablo 2.7: Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma (%)..... | 82 |
| Tablo 2.8: Banka Sayıları (Adet)..... | 83 |
| Tablo 2.9: Bankacılık Sisteminde Toplam Aktiflerin Dağılımı (%)..... | 84 |
| Tablo 2.10: Bankacılık Sisteminde Toplam Mevduatların Dağılımı (%)..... | 85 |
| Tablo 2.11: Bankacılık Sisteminde Toplam Kredilerin Dağılımı (%)..... | 86 |
| Tablo 3.1: Sermaye Piyasası Göstergeleri (Adet)..... | 105 |
| Tablo 3.2: Ürün Çeşitliliği (1986-1996) (%)..... | 109 |
| Tablo 3.3: Ürün Çeşitliliği (1997-2007) (%)..... | 110 |
| Tablo 5.1: Ekonometrik Analizlerde Kullanılan Değişkenler..... | 175 |
| Tablo 5.2: ADF Birim Kök Testleri (Yıllık Seriler- Seviye)..... | 176 |
| Tablo 5.3: ADF Birim Kök Testleri (Yıllık Seriler- Birinci Fark)..... | 176 |
| Tablo 5.4: PP Birim Kök Testleri (Yıllık Seriler- Seviye)..... | 177 |
| Tablo 5.5: PP Birim Kök Testleri (Yıllık Seriler- Birinci Fark)..... | 177 |
| Tablo 5.6: ADF Birim Kök Testleri (Üç Aylık- Seviye)..... | 177 |
| Tablo 5.7: ADF Birim Kök Testleri (Üç Aylık- Birinci Fark)..... | 178 |
| Tablo 5.8: PP Birim Kök Testleri (Üç Aylık- Seviye)..... | 178 |
| Tablo 5.9: PP Birim Kök Testleri (Üç Aylık- Birinci Fark)..... | 178 |
| Tablo 5.10: Finansal Gelişmenin Modellenmesi..... | 179 |
| Tablo 5.11: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Model 1)..... | 180 |
| Tablo 5.12: Sınır Testi Sonuçları (Model 1)..... | 180 |
| Tablo 5.13: ARDL (7,8,1,8) Modeli Tahmin Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları..... | 181 |
| Tablo 5.14: ARDL (8,8,8,8) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Katsayıları..... | 183 |
| Tablo 5.15: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Model 2)..... | 184 |
| Tablo 5.16: Sınır Testi Sonuçları (Model 2)..... | 185 |
| Tablo 5.17: ARDL (2,3,7,0) Modeli Tahmin Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları..... | 185 |

| | |
|---|-----|
| Tablo 5.18: ARDL (2,3,7,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Katsayıları..... | 186 |
| Tablo 5.19: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Model 3)..... | 187 |
| Tablo 5.20: Sınır Testi Sonuçları (Model 3)..... | 187 |
| Tablo 5.21: ARDL (5,1,0,4) Modeli tahmin Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları..... | 188 |
| Tablo 5.22: ARDL (5,1,0,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Katsayıları..... | 189 |
| Tablo 5.23: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 4)..... | 191 |
| Tablo 5.24: Normalize Edilmiş Vektör (Model 4)..... | 191 |
| Tablo 5.25: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 4)..... | 192 |
| Tablo 5.26: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 5)..... | 193 |
| Tablo 5.27: Normalize Edilmiş Vektör (Model 5)..... | 194 |
| Tablo 5.28: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 5)..... | 194 |
| Tablo 5.29: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 6)..... | 195 |
| Tablo 5.30: Normalize Edilmiş Vektör (Model 6)..... | 195 |
| Tablo 5.31: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 6)..... | 196 |
| Tablo 5.32: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 7)..... | 197 |
| Tablo 5.33: Normalize Edilmiş Vektör (Model 7)..... | 197 |
| Tablo 5.34: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 7)..... | 198 |
| Tablo 5.35: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 8)..... | 199 |
| Tablo 5.36: Normalize Edilmiş Vektör (Model 8)..... | 199 |
| Tablo 5.37: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 8)..... | 200 |
| Tablo 5.38: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 9)..... | 201 |
| Tablo 5.39: Normalize Edilmiş Vektör (Model 9)..... | 201 |
| Tablo 5.40: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 9)..... | 202 |
| Tablo 5.41: Finansal Gelişmenin Belirleyicilerinin Etkileme Yönünün ve Anlamlılığının Özeti..... | 209 |

EKLER LİSTESİ

| | |
|--------------------------------------|-----|
| EK-1: Ampirik Analiz Sonuçları..... | 244 |
| EK-2: Ampirik Çalışmanın Datası..... | 277 |

GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkelerde, Keynesyen bakış açısının da bir ürünü olarak, düşük ve çoğu zaman enflasyonun altında olan faiz oranlarıyla sermaye birikiminin hızlandırılması amaçlanmış ve negatif reel faiz politikası uzun yıllar uygulanmıştır. Başka bir ifadeyle Keynesyen makroekonomik bakış açısının bir sonucu olarak her alanda, ekonominin işleyişine müdahale, bir politika aracı olarak görülmektedir. Keynesyen politikaların 1970’li yılların başlarında işsizlikle birlikte yüksek enflasyonla sonuçlanması dikkatleri kaynakların mobilizasyonuna yöneltmiştir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973)¹ uygulanan bu negatif reel faiz politikasını, kaynak dağılımında etkinliği bozduğu ve tasarrufların yatırımlara dönüşmesini engellediği için ciddi bir şekilde eleştirmeye başlamışlar ve Keynesyen politikaların dönüşümüne katkıda bulunmuşlardır. Literatürde McKinnon-Shaw hipotezi veya finansal baskı hipotezi olarak bilenen bu görüşe göre, negatif reel faizler öncelikle tasarruflar üzerinde olumsuz bir etki yapmakta, yatırımları azaltmakta ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi engellemektedir.

McKinnon ve Shaw, özellikle gelişmekte olan ülkelerin asıl sorununun “yatırımları finanse edecek tasarrufların yetersizliğine” dikkat çekmişlerdir. Yetersiz tasarruflar, yatırımlar için gerekli olan fonların yokluğuyla ve dolayısıyla ekonomik büyümenin gerçekleşmemesi şeklindeki bir süreçle sonuçlanmaktadır. Bundan dolayı uygulanacak ekonomi politikalarının, tasarrufların artmasını sağlayacak şekilde oluşturulmasını önermişlerdir. Bunun gerçekleşebilmesi için genelde ekonominin işleyişini engelleyen her türlü kısıt ve sınırlamanın kaldırılmasını, özelde ise finansal sektöre müdahalenin en aza indirilmesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Bu bağlamda enflasyonun altında, piyasa güçleri dışında suni olarak belirlenen ve sonunda negatif reel faizle sonuçlanan faiz politikasının, tasarrufların gayrimenkul, döviz ve altın gibi verimsiz alanlarda değerlendirilmesine yol açtığı vurgulanmıştır. Enflasyonun üzerinde oluşacak bir nominal faiz, daha önce atıl olarak tutulan veya değerlendirilen varlıkları finansal sisteme (gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sektörüne) çekecek ve yatırımlar için gerekli olan fonlar elde edilmiş olacaktır. Artan yatırımların ise, ekonomik büyümeyi hızlandırması öngörülmektedir.

¹ McKinnon (1973) ve Shaw (1973)’in çalışmaları bundan sonra McKinnon ve Shaw olarak kullanılacaktır.

Finansal sektöre ilişkin politikaların sonuçlarını daha iyi anlayabilmek için, finansal sistemin yapısını, fonksiyonlarını ve makroekonomik değişkenleri etkileme kanallarını iyi anlamak gerekmektedir.

Finansal sistem; bir ekonomideki fon dolaşımının gerçekleştirilmesini sağlayan, dolaylı ve dolaysız yollardan bu dolaşımı etkileyen ve fon oluşumuna katkıda bulunan birçok unsurun oluşturduğu bir organizasyondur. Tanımlanan bu organizasyonda yer alan temel aktörler, fon fazlası olan (fon arzeden) ekonomik birimler ve bu fon fazlasına ihtiyacı olan (fon talep eden) ekonomik birimlerdir. Bu birimlerin uygun şartlarda birbirleriyle karşılaşmaları için gerekli diğer öğeler ise, fon akışını düzenleyen kurumlar ve yardımcı kuruluşlar, fon akışını sağlayan finansman araçları ve piyasanın işleyişini düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıdır. Finansal sistemin kaynağını bireylerin ve firmaların yapmış oldukları tasarrufların bu sisteme tekrar dönüşmesi oluşturur. Finansal sisteme giren bu fonlar yine bireylere şirketlere ve kamuya sunulmaktadır (Öcal vd., 1997: 20).

Ekonomik gelişmenin artması, ekonomik birimlerde ciddi finansal taleplere neden olmaktadır. Bu finansman ihtiyaçlarını kendi öz kaynaklarıyla gideremeyen birimler için dış finansman kaçınılmaz bir olgu haline gelmektedir. Diğer taraftan fon ihtiyaçları olan bu ekonomik birimlerin yanında fon fazlalığı bulunan ekonomik birimlerin de varlığı bu iki tarafı ortak bir amaç doğrultusunda (borç-alacak ilişkisi) karşı karşıya getirmektedir. Zaten finansal sistemin varlığı da bu ekonomik birimlerin kendi içlerinde tasarruf-yatırım denkleğini sağlayamamalarından kaynaklanmaktadır. İşte finansal sistem, genel olarak bu ekonomik birimlerin karşı karşıya gelerek bir borç alacak ilişkisine girebilmelerine olanak sağlayan araç ve kurumların oluşturduğu bir organizasyondur (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 1).

Finansal sistemdeki bu borç alacak ilişkisi dolaylı ve dolaysız finansman şeklinde olmaktadır (Uludağ ve Arıcan, 1999: 112). Kendi nam ve hesabına faaliyet gösteren finansal aracı kurumlar, ticaret bankaları, sosyal sigorta kurumları, sigorta şirketleri, kredi kurumları vb. kuruluşlar tarafından, fon arz ve talep eden birimlerin karşı karşıya getirilerek, genellikle mevduat ve krediler şeklindeki finansal araçlar vasıtasıyla verilen finansman şekli dolaylı finansman olarak adlandırılmaktadır. Dolaylı finansman da fon arz ve talep eden birimler arasında doğrudan bir ilişki yoktur. Küçük tasarruflar genellikle önce bir aracı kurum veya kuruluşta birikmekte ve bunlar kanalıyla fon açığı bulunan birimlere aktarılmaktadır.

Dolaysız finansmanda ise, fon fazlası olan birimlerle fon açığı olan birimler bir aracıya gereksinim kalmadan karşı karşıya gelirler. Bu finansman türünde kullanılan araçlar ise, genellikle sermaye piyasası araçlarıdır. Sermaye piyasaları, dar anlamda hisse senedi, tahvil vb. menkul değerlerin alınıp satıldığı; geniş anlamda ise, orta ve uzun vadeli kredi arzıyla talebinin karşı karşıya geldiği piyasalardır. Finansal kurumlar, temel aktifleri büyük ölçüde finansal araçlardan oluşan ve faaliyetleri de bu finansal araçlar içerisinde yoğunlaşan, böylelikle gelirlerini genel olarak finansal araçlarla ilgili işlemlerden sağlayan kurumlardır.

Piyasa ekonomisini benimseyen ekonomilerde tasarruflar yatırımlara finansal sistem aracılığıyla dönüşmektedir. Bu dönüşüm, ekonomik gelişmenin ilk aşamalarında aracısız ve örgütlenmemiş piyasalar vasıtasıyla gerçekleşirken, ekonomi geliştikçe bu ilişki dolaylı bir yapı kazanarak fon alışverişi finansal kurumlar ve piyasalar aracılığıyla daha etkin bir düzeyde gerçekleşmeye başlamaktadır. Tasarruflarla yatırımlar arasında fon transferine olanak sağlayan finansal sistem, genel olarak finansal piyasalar (para ve sermaye piyasaları), finansal aracılar (bankalar, özel finans kurumları, sigorta şirketleri, finansal kiralama (leasing) şirketleri, factoring² şirketleri, tüketici finansman şirketleri, aracı kurumlar) ve bunların sunmuş olduğu hizmetlerden oluşmaktadır.

Birbiriyle ilişkili birçok alt piyasadadan oluşan finansal piyasalar çeşitli kriterlere göre sınıflandırılmaktadır (Parasız, 1997: 52). Fonların ödünç verilme sürelerine göre yapılan sınıflandırma, para piyasaları ve sermaye piyasaları şeklindedir. Para piyasaları kısa vadeli (bir yıldan daha az) fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Para piyasalarının başlıca kurumu ticari bankalar olmakla birlikte diğer finansman kurumları, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, bankerler vb. gibi ajanları da bulunmaktadır. Para piyasaları altın ve döviz piyasalarını da kapsamaktadır. Orta ve uzun vadeli (bir yıldan daha fazla) fon arz ve talebinin karşılaştığı ortam ise sermaye piyasaları olarak adlandırılmaktadır. Sermaye piyasası kurumları olarak menkul kıymet borsaları örnek gösterilebilir. Sermaye piyasaları, hisse senedi ve tahvil piyasalarıyla birlikte yatırım ve konut kredileri gibi orta ve uzun vadeli fonların işlem gördüğü tüm birincil ve ikincil piyasaları kapsayan bir sistemdir. Para ve sermaye piyasaları mali fonların devredilmesine aracılık etmekle birlikte para piyasaları sermaye piyasalarına oranla daha az riskli, vadeler kısa ve maliyetler daha düşüktür. Para piyasası menkul kıymetleri

² İşletmelerin genellikle kısa vadeli satışlardan doğan alacak haklarının factoring işlemlerini yapan kuruluşlara (factor) satılmasıyla, işletmelere fon sağlama olanağı veren bir finansman yöntemidir.

vadelerinin az olması ve hemen hemen risk taşımamasından dolayı daha fazla alınıp satılmakta, daha fazla likit özellik taşımaktadır.

Diğer bir sınıflandırma da piyasanın örgütlenme biçimine göre yapılmaktadır. Buna göre finansal piyasalar örgütlenmiş (formel) ve örgütlenmemiş (enformel/tefeci) finansal piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Bir düzen dahilinde çalışan, fonların değişiminin yapılabildiği fiziksel bir mekana sahip, hükümet denetimi altındaki piyasalar (Seyidoğlu, 1999: 66) örgütlenmiş piyasalar olarak adlandırılmaktadır. Bankalar örgütlenmiş para piyasalarına borsalar da örgütlenmiş sermaye piyasalarına örnek olarak gösterilebilir. Örgütlenmemiş piyasalar ise, fonların değişiminin yapıldığı fiziki bir mekanın bulunmadığı piyasa şeklidir. Bu piyasalarda işlemler ve piyasada uygulanacak kurallar piyasada işlem yapan aracılar tarafından belirlenmektedir. Örgütlenmemiş finansal piyasa deyimini enformel piyasanın karşılığı olarak kullanılmakta ve örgütsüz anlamına gelmemektedir. Örgütlenmemiş finansal sistem, karşılık tutma zorunluluğu, faiz sınırlamaları gibi çeşitli yollardan denetim mekanizmalarının dışında çalışan kurumlardan oluşmaktadır. Diğer taraftan örgütlenmemiş piyasalarda birçok kurum, kişisel ilişkilerin yarattığı yaptırımlara dayandığından, düşük işlem maliyetleri ile çalışmakta, vade, ödeme şartları teminat gibi hususlarda örgütlenmiş piyasalara göre daha esnek davranabilmektedir (Önder vd., 1993: 83).

Başka bir sınıflandırma, işlemlerine göre finansal piyasalar olarak yapılmaktadır. Bunlardan birincil piyasa, yeni çıkarılmış tahvil, hisse senedi, bono gibi menkul kıymetlerin ilk kez ilk alıcılarına satıldığı finansal piyasadır. Birincil piyasanın temel özelliği, menkul değer ihraçtan satın alınmasıdır. İkincil piyasalar ise, daha önceden çıkartılmış menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikinci el piyasalardır (Seyidoğlu, 1999: 59).

İktisadi gelişme sürecinde finansal sektör, çok önemli roller oynayabilmekte ve ekonomide *merkezi sinir sistemi* gibi bir işlevi yerine getirmektedir. Finansal sektörün bu önemi, onun yerine getirdiği fonksiyonlardan kaynaklanmaktadır. Finansal sektörün temel amacı, ekonomik birimlere maksimum kaynak kullanımını sağlayacak fonları temin etmektir (Parasız ve Yıldırım, 1994: 5). Finansal sektörün en önemli fonksiyonu ise tasarruf sahipleri (fon arz edenler) ile yatırım yapanlar (fon talep edenler) arasında aracılık işlevini yerine getirmesidir (Kar ve Tuncer, 1999: 1). Bir ekonomide finansal sektör bu işlevini ne kadar etkin ve ne kadar düşük maliyetle yerine getiriyorsa önemi o kadar artmaktadır.

Levine'e (1997: 691-700) göre finansal sistemler; ticareti, riskten korunmayı, ürün çeşitlendirmesini ve riskin bir merkezde toplanmasını kolaylaştırmakta, kaynak dağılımını sağlamakta, yöneticileri ve firmaların izlenmesini kolaylaştırmakta, tasarrufların mobilizasyonunu sağlamakta, mal ve hizmet değişimini kolaylaştırmakta, bilgi ve işlem maliyetlerini azaltmaktadır.

Bir ekonominin finansal sistemi birinci olarak, riski çeşitlendirerek risk yönetimini kolaylaştırmaktadır. Finansal sistem, yatırımcılara özellikle yatırım ve likidite riskini azaltma olanağı sunmaktadır. Likidite riski, varlıkları değişim aracına dönüştürme sürecinde mevcut belirsizliklerden kaynaklanmakta ve sahip olunan kıymetin istenildiğinde paraya çevrilememesini, kıymetin cari piyasa değerinin altında elden çıkarılmasını ifade etmektedir. Bilgi asimetrileri ve işlem maliyetleri likiditeyi engelleyebilmekte ve likidite riskini artırabilmektedir. Bu güçlükler, likiditenin artırılması için finansal piyasaların ve kurumların oluşumu yönünde eğilimler yaratmaktadır.

Finansal kurumlar, birbirlerinden habersiz çok sayıda tasarrufçunun kaynaklarını toplaması özelliği ile yatırımların finansmanında kullanılan fonların yatırım tamamlanmadan önce çekilebilme risklerini ve uzun dönemli projelerin gerçekleşmesindeki riskleri azaltmakta ayrıca olası fon isteklerini de karşılamaktadır. Diğer yandan bankalar likidite riskine göre tasarruflara garanti sağlarlar. Likidite riskinden kurtulmayla da bankalar yüksek dönüşümlü yatırımları artırıp ekonomik büyüme sürecine olumlu katkı yapabilirler.

Riskin çeşitlendirilmesi aynı zamanda teknolojik değişimi de etkileyebilir. Ekonomik birimler devamlı bir şekilde karlı piyasa yeri edinebilmek için teknolojik gelişmeleri takip ederler. Yenilikçi için kar üretebilmenin yanı sıra başarılı bir yenilik, teknolojik değişimi hızlandırır. Yenilikte çekicilik riskli olabilir, yine de çeşitli yenilikçi projelerde portföy tutabilme yeteneği, riski azaltır ve büyümeyi artırıcı yenilikler yatırımı teşvik eder. Bu yüzden risk çeşidini kolaylaştıran finansal sistemler, teknolojik değişimi ve ekonomik büyümeyi hızlandırabilmektedir.

İkinci olarak finansal sistemler, tasarrufların toplanarak yatırıma yönelecek sermaye birikiminin artmasında, fon akışının sağlanmasını kolaylaştırmakta, farklı ekonomik birimlerden toplanan bu fonları, bunlara ihtiyacı olan yatırımcılara akışını sağlamaktadır. Finansal sektörün fon akışı sağlamadaki rolü, birbirinden habersiz fon sahipleri ve yatırımcılar arasındaki bağlantıyı kurarak hem fon toplamadaki zaman, hem de fonların elde edilmiş maliyetini azaltma üzerinde olumlu bir etkisi söz konusudur.

Dolayısıyla finansal sistem tasarrufları yatırımlara kanalize ederek sermaye birikimine ve teknolojik yeniliklerin teşvik edilmesine katkı yapmaktadır (Levine, 1997: 699).

Üçüncü olarak finansal sistem, bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmektedir. Bir ekonominin finansal sektörü bilgi ve işlem maliyetlerini düşürerek yatırımcılara teşvik sağlamaktadır. Firma yönetim ve piyasa koşullarının denetimi maliyetli ve zor olmakla beraber, tasarrufların piyasa koşullarını analiz için ne zamanı ne de yeterli bilgileri olmayabilir. Bu durum tasarrufların güvenilirliği az olan faaliyetlerde yatırım yapma isteklerini azaltabilir. Dolayısıyla yüksek bilgi maliyetleri sermayenin yüksek değerli kullanımını önleyebilmektedir (Levine, 1997: 695). Finansal sektör bilgi ve işlem maliyetlerini azaltarak, tasarruflara gidilmesini teşvik etmekte, yatırım fırsatları hakkında bilgi kazanımını kolaylaştırmakta ve firmalar hakkında artan bilgi kaynak dağılımını iyileştirmekte; uzmanlaşmayı, teknolojik yeniliği ve büyümeyi arttırabilmektedir.

Dördüncü olarak, finansal sistemler tasarrufların mobilize edilmesini sağlarlar. Yatırımların yapılabilmesi için tamamen farklı tasarruflardan elde edilen sermaye birikiminin değerlendirilmesinde finansal sistemden beklenen, riskin dağıtılarak likiditenin güçlendirilmesi ve kaynak dağılımının iyileştirilmesidir. Etkin bir tasarruf mobilizasyonu kaynak dağılımını iyileştirebilir ve teknolojik yeniliği arttırabilir. Bu yüzden yatırımlar için kaynakların etkin bir şekilde mobilizasyonu finansal sistem daha iyi teknolojilerin benimsenmesi yolunda büyümenin teşvik edilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bir finansal sistem tasarrufları ne kadar hızlı ve ne kadar az maliyetle yatırımlara aktarabiliyorsa o kadar etkin demektir. Ayrıca finansal sistem, informel piyasalarda değerlendirilen fonların kayıt altına alınmasına katkıda bulunarak verimsiz alanlarda değerlendirilen fonları verimli alanlara yönlendirebilmektedir.

Beşinci olarak finansal sistemler firma yöneticilerinin izlenme maliyetlerini azaltmaktadırlar. Şirket yöneticileri işletme içinde her gün faaliyette olmaları nedeniyle, portföylerinde hisse senedi gibi değerli kağıtlar bulunanlara karşı bir bilgi üstünlüğüne sahiptirler. Finansal kurumlar, yöneticileri izleyerek bu bilgi üstünlüğünü azaltabilirler. Alınan kredilerin ne şekilde kullanıldığını takip edebilirler. Diğer taraftan kötü performans sergileyen firmaların yöneticilerinin görevlerinden uzaklaştırılmasını sağlayabilir, yönetimini kolaylaştırarak daha iyi bir şirket kontrolünü teşvik edebilirler. Yönetimin bu şekilde el değiştirmesi tehdidi, yönetsel amaçları, hisse sahiplerinin amaçlarına uygun hale getirebilmekte ve daha etkin bir şekilde yönetilebilmektedir.

Dolayısıyla sermaye birikimine ve ekonomik büyümeye katkıda bulunabilmektedir (Levine, 1997: 696).

Altıncı olarak finansal sistemler, mal ve hizmetlerin değişiminin kolaylaştırılmasına da olanak vermektedirler. Hızla gelişen ekonomilerin ihtiyaçlarına cevap verebilecek yeni yatırım araçları ve piyasalarıyla finansal sistemler, bu değişim işlemi kolaylaştırmakta, fonlara daha çabuk ve daha ucuz ulaşılmasını sağlamaktadırlar. Bu özellik finansal küreselleşme ile birlikte daha da ön plana çıkmıştır. Eskiden bir kıtadan diğer kıtaya gönderilen mal, hizmet ve sermaye aylar sonra yerine ulaşabilmekteyken günümüzde bu işlemler çok kısa sürelerde yerine getirilebilmektedir.

Son olarak finansal sektördeki gelişmelerin, finansal aracılığın maliyetini de düşürmesi beklenmektedir. Bu maliyet düşüklüğü finansal sektör verimliliğinin de artmasını sağlayacaktır. Finansal sektördeki gelişme sonucunda finansal kurumlar arasında sunulan hizmetlerde bir rekabetin oluşması beklenmektedir. Beklenen bu rekabet ortamı, borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki farkı azaltarak, maliyetlerin düşmesine katkı sağlamaktadır. Bir finansal sistem aracılık maliyetini ne kadar düşürebiliyorsa, tasarrufların daha büyük bir kısmını yüksek getirili yatırımlara tahsis edebileceğinden o kadar verimlidir (Llewellyn, 1997: 9). Finansal aracılık maliyetindeki azalmalar, teknolojik yenilikleri destekleyerek ekonomik büyümeye pozitif katkı sağlamaktadır (Levine, 1997: 700).

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmasının ve büyümesinin önündeki engelleri ortadan kaldıracığı ve kaynak dağılımında etkinliği sağlayacağı gerekçesiyle, pozitif reel faiz politikasının uygulanması, 1970'lerden sonra Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund (IMF)) ve Dünya Bankası gibi uluslararası finansal kuruluşların desteğiyle gelişmekte olan ülkelerde uygulanan istikrar politikalarının ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir.

1970'li yılların ortalarında Latin Amerika ülkelerinde uygulanmaya başlayan bu yeni politika seçeneği, birçok ülkede uygulanma olanağı bulmuştur. Türkiye'de ise, 1980'de uygulanmaya başlanılan ve 24 Ocak Kararları olarak bilenen istikrar politikası çerçevesinde, ekonomi politikalarında derin bir dönüşüm yaşanmış ve Türkiye liberalizasyon hareketlerine kapılarını açmıştır. Bu çerçevede öncelikle dış ticaretin, ardından finansal sektörün ve daha sonra da sermaye hareketlerinin serbestleşmesi şeklinde bir süreç yaşanmıştır.

Bu tezin amacı, finansal gelişmenin belirleyicilerini araştırarak Türkiye’de finansal liberalizasyon sürecinin, finansal gelişmeye³ katkıda bulunup bulunmadığını ekonometrik olarak test etmektir.

Türkiye’nin finansal liberalizasyon deneyimi birçok bilimsel çalışmaya değişik açılarıyla konu olmuştur. Bu çerçevede çalışmaların iki alanda yoğunlaştığı görülmektedir. Birinci olarak, finansal liberalizasyonun tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Bunun için de yatırım ve tasarruf fonksiyonları tahmin edilmiştir. İkincisi ise, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye katkısı incelenmiştir. Bu bağlamda yapılan çalışmaların finansal derinleşme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin belirlenmesine odaklandığı ve bu çalışmaların büyük çoğunluğunda nedensellik analizlerinin yapıldığı görülmektedir.

Yapılan bu çalışmalarda finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye katkıda bulunduğu *zımnen* kabul edilmiş bulunmaktadır. Bu nedendir ki, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisini ele alan çalışmalar ile finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmaların yaklaşımları örtüşmektedir. Genellikle de finansal gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin olup olmadığı ampirik olarak belirlenmeye çalışılmaktadır. Bütün bu çalışmalarda, finansal liberalizasyonun *doğrudan ve mekanik bir şekilde* finansal gelişmeye katkıda bulunduğu varsayımı, kapalı bir şekilde kabul edilmiş bulunmaktadır.

Bu kapalı varsayımın Türkiye örneğinde ekonometrik olarak incelenmeye konu edilmesi önem arz etmektedir. Bu tezde finansal liberalizasyonun *gerçekten* finansal gelişmeye katkıda bulunup bulunmadığı çeşitli modellerle test edilecektir. Bu ampirik incelemede, Türkiye’nin tecrübe ettiği ekonomik dönüşümün özgün koşulları dikkate alınmaktadır. Özellikle dış ticaretin serbestleşmesi, ardından finansal piyasalardaki baskının kaldırılması veya azaltılması ve son olarak da sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılarak Türkiye’nin dış dünyaya eklemlenmesi şeklinde kendini gösteren ekonomi politikaları göz önünde bulundurulmaktadır. Dolayısıyla bu tez, Türkiye’nin yaşadığı ekonomik dönüşümün dinamiklerini de dikkate alarak finansal liberalizasyonun finansal gelişmeyle ilişkisinin ortaya çıkarılmasına katkıda bulunacak ve bu alanda var olan boşluğu bir ölçüde dolduracaktır.

³ Literatürde finansal kalkınma/gelişme (financial development) ve finansal derinleşme (financial deepening) eşanlamlı olarak kullanıldığından, bu tezde finansal gelişme kavramının kullanılması tercih edilmiştir.

Finansal liberalizasyon ile finansal gelişme ilişkisinin daha önceki çalışmalarda incelenmediği gerçeğinden hareket ederek, bu tez bu iki alan arasındaki ilişkiyi ekonometrik olarak belirlemeye çalışacaktır. Bu doğrultuda finansal liberalizasyon ile finansal gelişme ilişkisini belirlemek için, literatürde farklı ülkeler için uygulanan modelleri Türkiye Ekonomisi'nin özgün koşullarına göre gözden geçirerek, oluşturulan ekonometrik modelleri zaman serisi ekonometrisindeki son gelişmeler ışığında ele alacaktır. Bu çerçevede geliştirilen modellerde uzun ve kısa dönem ilişkilerinin varlığı sırasıyla eşbütünleşme ve hata düzeltme mekanizması yaklaşımları ile incelenecektir.

Analizlerde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), Hazine Müsteşarlığı (HM), Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (ÖİB), Türkiye Bankalar Birliği (TBB), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ve Uluslararası Finansal İstatistikler (International Financial Statistics (IFS)) kaynaklarından elde edilecek ikincil veriler kullanılacaktır. Veri setinin öncelikle daha fazla bilgi taşıdığı bilinen üç aylık serilerden olmasına özen gösterilecek ancak üç aylık verilerin yokluğunda veya daha geniş bir zaman dilimini kapsayan analizlerde yıllık veriler kullanılacaktır.

Finansal sistemin ve tezin tanıtıldığı bu giriş bölümünün ardından bu tez beş ayrı bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, finansal liberalizasyon ve finansal gelişme literatürüne ilişkin teorik tartışmalar ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır. McKinnon ve Shaw tarafından önerilen finansal liberalizasyon hipotezi, Keynesyen ve Neo-klasik faiz teorilerinin eleştirilerinden oluşmaktadır. Bundan dolayı bu bölümde öncelikle Keynesyen ve Neo-klasik faiz politikaları tartışılarak finansal liberalizasyon hipotezinin tartışılmasının altyapısı oluşturulacaktır. Daha sonra kapalı ve açık ekonomilerde finansal liberalizasyon hipotezi ve bunların genişletilmiş modelleriyle birlikte bu modellerin eleştirileri geniş bir şekilde tartışılacaktır. Bu bölümde son olarak, finansal sektörün ve bu sektördeki gelişmelerin ekonomik büyüme teorilerindeki yeri, neo-klasik ve içsel büyüme modelleri bağlamında ortaya konulacaktır.

İkinci bölümde, Türkiye'de finansal liberalizasyon sürecinin, makroekonomik göstergelerle ve dönemler itibariyle temel özellikleri ve gelişim dinamikleri incelenecektir. Özellikle 1980'lere kadar uygulanan ithal ikameci sanayileşme ve 1980 sonrası uygulanan dışa açık liberal politikaların genel özellikleri ile finansal sektördeki gelişmelerin ayrıntılı bir şekilde incelenmesi amaçlanmaktadır. Makroekonomik çerçevenin incelenmesi, öncelikle finansal sektörün yerinin belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Çünkü bir ekonomide uygulanan makroekonomik politikalarla finansal

sektör politikaları arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Dolayısıyla makroekonomik gelişmelerin finansal sektördeki gelişmelere özel vurgu yaparak ele alınması, finansal gelişmeyi belirleyen temel dinamiklerin ekonometrik olarak inceleneceği sonraki bölümlerdeki modellemelerin anlaşılmasına ve elde edilen sonuçların yorumlanmasına önemli katkı sağlayacaktır.

Üçüncü bölümde, finansal gelişmenin ölçülmesi ve değerlendirilmesi yapılacaktır. Bu bölümde öncelikle finansal gelişmenin ölçülmesine ilişkin tartışmalar ele alınacaktır. Bu çerçevede literatürdeki sınıflandırmaya paralel olarak, finansal gelişme ölçütlerinin tanımlanması ve ardından tanımlanan bu ölçütler açısından Türkiye'deki finansal gelişmenin bir değerlendirmesinin yapılması amaçlanmaktadır. Bu ölçütlerin bir kısmı ekonometrik analizlerin yapıldığı bölümde finansal gelişme değişkeni olarak kullanılacağından bu değişkenlerin zaman içindeki durumlarının incelenmesi önem arz etmektedir. Finansal gelişme ölçütlerinin değerlendirilmesi betimsel olarak yapılırken özellikle finansal liberalizasyon politilerinin yoğun bir şekilde uygulanmaya başlandığı 1980 sonrası dönem dikkate alınacaktır.

Dördüncü bölümde, Türkiye'de finansal liberalizasyon ve finansal gelişmeyi konu edinen ampirik literatür detaylı bir sınıflandırmaya tabi tutularak incelenecektir. Finansal liberalizasyon deneyimine ilişkin ampirik literatürün taranması ve bu noktadaki eksikliklerin vurgulanması bundan sonraki çalışmalar açısından da önem arz etmektedir. Diğer taraftan, bu bölümde incelenecek çalışmalarda kullanılan değişkenler ve kurulan modeller, bu tezin önceki çalışmalardan farklılığını ortaya koyması ve dolduracağı boşluğun belirlenmesi noktasında önem arz etmektedir.

Beşinci bölümde ise, finansal liberalizasyon sürecinin finansal gelişme üzerine etkisi ekonometrik olarak analiz edilecektir. Ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarını açıklamada finansal gelişmenin önemli bir faktör olduğuna ilişkin geniş bir ampirik literatür bulunmaktadır. Ancak bu literatürde ülkeler arasında finansal açıdan gelişmişlik farklılığının nereden kaynaklandığı açıklanamamaktadır. Bunun için öncelikle finansal gelişmeyi etkileyen (belirleyen) bu faktörler teorik bir çerçevede incelenecek ve bu konudaki ampirik literatür kullanılan değişkenler ve uygulanan ekonometrik yöntemlere vurgu yapılarak ayrıntılı bir şekilde değerlendirilecektir. Bu değerlendirme tezin ekonometrik analiz kısmı için önem arz etmektedir. Zira kullanılacak değişkenler ve kurulacak ekonometrik modellere bu kısım dayanak oluşturacaktır. Ampirik analizlere geçmeden önce tezde kullanılacak ekonometrik metodoloji tanıtılacaktır. Zaman serilerinin özellikleri ve değişik birim kök analizi

teknikleri açıklandıktan sonra, ampirik analizlerde sıkça kullanılan Engle-Granger, Johansen ve ARDL sınır testi eşbütünleşme kavramları açıklanacaktır. Daha sonra, Türkiye Ekonomisi için finansal liberalizasyon-finansal gelişme ilişkisi, yapılacak olan birim kök testlerinin sonuçlarına göre, uygun ekonometrik yöntemler kullanılarak tahmin edilecek ve elde edilen bulgular tartışılacaktır.

Sonuç bölümünde ise, tezin genel bir değerlendirmesi yapılacaktır.

1. BÖLÜM: FİNANSAL LİBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME: TEORİK TARTIŞMALAR

Finansal liberalizasyon teorisi, gelişmekte olan ülkelerde finansal sektörün ekonomik gelişme sürecindeki rolünün teorik temelleri hakkında bilgi vermektedir. Birçok gelişmekte olan ülke, bir taraftan ekonomik gelişmeyi hızla gerçekleştirme ve diğer taraftan da bu gelişme için finansal kaynakların yetersizliği ikilemi ile karşı karşıya bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde hükümetler amaçlarını gerçekleştirebilmek için, sadece finansal sektörde değil, ekonominin genelinde düzenleme yaparak ve kısıtlar koyarak ekonomiye önemli müdahalelerde bulunmaktadırlar.

İktisadi kalkınma sürecinde finansal sistem ve ekonomik politikalar oldukça önemli bir rol oynamaktadırlar. Finansal sistem, modern bir ekonominin ihtiyaç duyduğu temel hizmetleri yerine getirmektedir. Örneğin, sanayi ve tarım sektörünün genişlemesi finansal kaynakların ve yatırımların varlığına bağlıdır. Yatırımların miktarı yalnızca bunları finanse edecek fonların varlığına değil, yatırım olanaklarının artırılması için gerekli fonların artırılması mekanizmalarının geliştirilmesine de bağlıdır. Finansal kaynakların oluşturulması ve mobilizasyonun sağlanması reel sektörün gelişme hızını önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca finansal kaynakların etkin kullanımının da diğer sektörlerin gelişmesi açısından oldukça önemli olduğu açıktır.

Bir ekonomide finansal sektörün ve bu sektöre ilişkin oluşturulan politikaların ekonominin geneli üzerindeki etkisi ve önemi çok eskiden beri tartışılmaktadır. Smith (1776), bankacılık faaliyetlerinin ortaya çıkmasıyla birlikte İngiltere’de ticaret hacminin arttığını vurgularken, Bagehot (1962) ve Hicks (1969), finansal sistemin sanayi devrimi sürecinde İngiltere’nin sermaye hareketliliğinde bir artışa neden olup sanayileşmesine büyük katkı yaptığını öne sürmektedirler (Darrat, 1999: 20). Yine Schumpeter (1912), gelişen bir bankacılık sektörünün teknolojik yeniliklerin finansmanını sağlayarak yatırımcıyı finansal olarak desteklediğini detaylı olarak açıklamaktadır. Buna göre, finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetler, finansal sistemlerin yeniliklerini artıracak ve ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır (Levine, 1997: 717). Bu görüşe karşı, Robinson (1952), teşebbüsün yol gösterdiği ve finansal sistemin de bunu takip ettiği tezini savunmaktadır. Buna göre, ekonomik büyüme belirli tipteki finansal

düzenlemeleri sağlayarak finansal sistemin gelişimine katkı sağlamaktadır (Levine, 1997: 688).

İkinci dünya savaşından sonra kalkınma iktisatçıları arasında en çok tartışılan konulardan bir tanesini kalkınmanın finansmanı oluşturmuştur (Prebish, 1950; Nurkse, 1953; Lewis, 1954). Tartışmalarda, eldeki kaynakların ve sermaye birikiminin ekonomik büyümeyi uyarması için en etkili ve verimli bir şekilde nasıl değerlendirilebileceği açıklanmaya çalışılmaktadır.

1960'lı yıllarda tartışmalar daha çok yurtiçi finansal yapı ve aletlerin ekonomik büyümeye nasıl katkıda bulunabileceği görüşlerinin başladığı dönem olarak kabul edilebilir. Finansal sektör ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklamak için daha çok finansal aracılık sürecine vurgu yapılmaktadır (Gurley ve Shaw, 1955; 1967; Goldsmith, 1969). Bu çalışmalar daha çok betimsel nitelikte olup teorik görüşlerin bir bütün olarak formüle edilmesinden yoksun olmalarına rağmen (Kar, 2001b: 151), finansal sistemin aracılık fonksiyonu sayesinde yatırımlarda kullanılacak fonları arttırdığını ileri sürmektedirler. Gurley ve Shaw (1955), genellikle gelişmiş ülkelerin daha geniş bir finansal yapıya sahip olduklarını ve gelişmiş bu finansal yapının tasarruf sahipleriyle yatırımcılar arasındaki ilişkiyi kolaylaştırdığını iddia etmektedir. Diğer taraftan Gurley ve Shaw (1955), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında var olabilecek bir nedensellik (causality) ilişkisinin olup olmadığıyla ilgilenmemiştir (Kar, 2001b: 151).

Finansal sektörün önemini vurgulayan tartışmalara Patrick'in de (1966) önemli katkıları olmuştur. Patrick, finansal sektör ile ekonomik büyüme arasında bir nedenselliğin olabileceğini ilk gündeme getiren iktisatçı olmuştur. Analizlerini ise, arzın öncülük ettiği (supply-leading) ve talebin takip ettiği (demand-following) terminolojileri ile açıklamaya çalışmıştır. Arzın öncülük ettiği anlayışında, finansal gelişme ekonomik gelişme üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Bu etkinin kaynağını, finansal kurumların yerine getirdiği fonksiyonların etkin çalışması ve finansal sektörde kendiliğinden gerçekleştirilen piyasalar ve aletlerin geliştirilmesi, reel sektörden bir talep yaratması oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal gelişmenin öncülük ettiği, yeni finansal kurumların yaratıldığı, finansal varlıkların arzının ve enstrümanlarının geliştiği ve bu gelişim sürecinin ekonomik büyümeyi uyardığı şeklinde söylenebilir (Kar, 2001b: 152). Finansal kurumlar kredi arzı fonksiyonunu ne derece iyi yerine getirirlerse (ne derece aracılık hizmetini ucuza mal edebilirlerse) o ülkenin ekonomik

büyüme performansında da o derece büyük etki görülebilecektir (Kar ve Tuncer, 1999). Finansal sektör ekonomide kullanılmayan fonları, büyüme arttırabilecek sektörlere kanalize edip çeşitli projelerin finanse edilmesine katkıda bulunarak büyüme etkileyebilir. Patrick'e (1966: 175) göre, arzın öncülük ettiği anlayışında finansal sektörün; kaynakları geleneksel sektörden modern sektöre transfer etmek ve modern sektörde girişimci bir anlayışa öncülük etmek gibi işlevleri vardır.

Talebin takip ettiği yaklaşımında, reel sektördeki gelişmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan talebi, ihtiyaçları karşılamak için finansal sektördeki gelişmeyi, yeni finansal kurum-alet ve araçları ifade etmektedir (Patrick, 1966: 174). Bu görüşe göre, finansal sektöre olan bir talep; reel sektördeki çıktının artmasına, ticaretin yaygınlaşmasına ve tarım sektörünün modernize edilmesine bağlıdır (Kar, 2001b: 152). Burada asıl vurgulanmak istenen durum, reel sektörün büyümesiyle ekonomilerde finansal sisteme ve sağladığı hizmetlere talep artacağı için artan bu talep neticesinde finansal sistemin de bir sonuç olarak gelişeceği. Diğer bir ifadeyle, milli gelirdeki artış ne kadar hızlı olursa, girişimcilerin kaynak bulmalarında finansal kurumların hizmetlerine talepleri de o kadar büyük olacaktır. Özetle ilk durumda, nedenselliğin yönü finansal gelişmeden ekonomik gelişmeye doğru iken, ikincisinde ekonomik gelişmeden finansal gelişmeye doğrudur.⁴

1970'li yıllarda ise tartışmalar finansal sektör politikaları üzerine yoğunlaşmaktadır. Özellikle artan enflasyon ile birlikte görülmeye başlayan negatif reel faiz politikalarının tasarruflar üzerinde olumsuz etkiler yaratacağı ve dolayısıyla yatırımlar için gerekli olan fonların oluşmayacağı, bunun da ekonomik büyüme engelleyeceği vurgulanmaktadır. Çözüm olarak, finansal sektördeki sınırlamaların kaldırılması ve sektörün liberalize edilmesi savunulmaktadır (McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

1980'li yılların sonlarına doğru ise, ekonomik büyüme literatüründeki Neo-klasik büyüme modellerine tepki olarak gelişen ve büyümenin *kayıp ögesini* açıklamaya çalışan içsel büyüme teorileri (Romer, 1986; Lucas, 1988) ile finansal gelişmeyi ilişkilendiren iktisatçılar (Pagano, 1993; Levine, 1997), finansal gelişmenin ekonomik büyümeye *kapalı* (implicit) bir şekilde katkıda bulunacağını varsaymaktadırlar (Hermes, 1994). Dolayısıyla finansal gelişmeye katkıda bulunacak politika demetinin

⁴ Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki neden sonuç ilişkisini vurgulayan çalışmalara karşın, başta Nobel ödüllü Lucas (1988) olmak üzere Stern (1989) ve Meir ve Seers (1984)'in ekonomik büyüme için finansal gelişmenin hiç de gerekli olmadığını ifade etmektedir. Bu yazarlara göre finansal gelişme ve ekonomik büyüme nedensel olarak birbirinden bağımsızdır (Darrat, 1999: 21).

uygulanmasından yana bir tavır takınmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle finansal liberalizasyon politikalarını desteklemektedirler.

Bu bölümde finansal liberalizasyon ve finansal gelişme literatürüne ilişkin teorik tartışmalar detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

1.1. FİNANSAL LİBERALİZASYON

1970'lerin ortalarına kadar gelişmekte olan ülkelerde uygulanan iktisat politikalarının ortak yönlerinden birini finansal piyasalara müdahale oluşturmaktadır (Galbis, 1977). Bu müdahaleler; mevduat ve kredi faiz oranlarının sınırlanması, mevduata göre farklı mevduat munzam karşılık oranlarının uygulanması ve bu oranın yüksek tutulması, banka girişlerinin yasaklanması, selektif kredi politikalarının uygulanması ve sermaye hareketlerine kısıtların getirilmesi şeklinde olabilmektedir. McKinnon ve Shaw, faiz oranlarının piyasa güçlerinin dışında belirlenerek suni bir şekilde enflasyondan düşük tutulmasını finansal baskı (financial repression) olarak tanımlamışlardır. Bu spesifik tanımı, daha sonraları finansal sektöre yapılan her türlü müdahaleyi ve kısıtı ifade etmek için genişleterek kullanmak bir gelenek haline gelmiştir.

McKinnon ve Shaw'a göre faiz oranlarına getirilen tavan uygulaması ekonomide çeşitli olumsuzluklar meydana getirmektedir (Fry, 1997: 755; Emek, 2000: 62-63; Auerbach ve Siddiki, 2004: 249):

- Düşük faiz oranları, bugünkü tüketimle (cari tüketim) gelecekteki tüketim karşılaştırıldığında, bugünkü tüketim lehine bir sapma meydana getirir. Bu durum tasarrufların, toplumsal refah açısından, optimal seviyenin altında gerçekleşmesine neden olur.
- Potansiyel borç verebilecek kesim elde ettikleri tasarrufları düşük faizli banka mevduatları yerine, altın ya da döviz gibi getirisi daha çok olabilecek üretken olmayan verimsiz alanlara veya enformel piyasalara yapabilirler.
- Bankalardan düşük faizle ödünç alınan krediler göreceli olarak sermaye yoğun yatırımlarda değerlendirilebilir.
- Potansiyel ödünç fon alacak yatırımcılar arasına yüksek faizlerle borçlanmak istemeyen ve daha az getirili projelere sahip olan riskli girişimciler de katılabilir. Bu da düşük getirili projelerin seçilmesine neden olur.

Diğer bir tartışma ise, finansal baskının gelişmekte olan ülkelerde kimi girişimciler tarafından daha düşük faizle krediler kullanabilmelerine olanak sağlarken, kimi girişimcilerin düşük faizle kredi kullanamamaları ekonomide ikili (dual) bir yapıya neden olacağı konusundadır. Finansal sektördeki kredi tayinlaması, etkin olmayan alanlara yatırım yapılmasına yol açmakta ve yükselen enflasyon nedeniyle negatif getirisi yükselen mevduatlar kredilerin yatırım için fon ihtiyacını karşılayamaz hale gelmesine sebep olmaktadır (Toprak, 1993: 20). Bu durum reel tasarruf aracı olarak finansal sistemin değil de başka araçların (döviz, altın, gayrimenkul vb.) kullanılmasını özendirilmekte ve tasarrufların finansal sisteme dönmesini engelleyerek sistemin gelişimine sekte vurmaktadır. Dolayısıyla yatırımlarda etkinliğin optimalden daha düşük seviyelerde gerçekleşmesine yol açılmaktadır (Emek, 2000: 63).

Düşük faizlerle kredi kullanabilen yatırımcılar getirisi yüksek modern yatırım projelerine yatırım yaparlarken, bunu başaramayan yatırımcılar, sadece kendi tasarruflarıyla geleneksel üretim tekniklerine dayalı projelere yatırım yapabileceklerdir. Modern üretim teknikleriyle yapılan yatırımların karlılık oranları, geleneksel tekniklerle yapılan yatırımlardan daha yüksek olacağından, genel olarak ekonomide yatırımların marjinal getirileri marjinal maliyetlerine eşitlenemeyecektir. Diğer yandan, düşük faizle krediye erişemeyenlerin aleyhine gelir adaletsizliğine neden olacaktır (Emek, 2000: 64).

Finansal sektöre müdahale nedenlerinin artmasının ardında ekonomik ve politik nedenler bulunmaktadır. Özellikle, talep yönetimi tekniklerinin başarısı ya da Keynesyen görüş olarak adlandırılan iktisadi anlayış düşük reel faizleri popüler hale getirmiştir. Bu yüzden birçok gelişmekte olan ülke, yatırımları artırabilmek için suni olarak düşük faiz (negatif reel faiz) politikaları uygulamışlardır (Galbis, 1977; Fry, 1978). Bu yaklaşım, selektif kredi kontrolleri ve sübvansiyonlar gibi müdahaleci politikalara bir rasyonalite oluşturmakta ve devletin hangi politikaların uygulanacağı, destekleneceği ve uygunluğu konusunda üstün bir bilgiye sahip olduğunu kapalı bir anlayışla dile getirmektedir.

Roubini ve Sala-i Martin (1995), finansal baskının gerekçelerini şu şekilde sıralamaktadırlar:

- Birincisi, devlet yüksek faiz oluşumunu engelleme kanunları çıkarmak zorunda kalabileceğinden, faizlerin piyasa güçleri tarafından belirlenmesi engellenmiş olabilir.

- İkincisi, sıkı kontrol mekanizması ve bankacılık sistemindeki düzenlenmelerin parasal otoritelere, para arzının kontrol altında tutulmasına daha fazla olanak tanıyacağına olan anlayıştır.
- Üçüncüsü, devletin optimal tasarrufun ne kadar olacağı, hangi yatırımların yapılacağı gibi konularda piyasalardan ve özel bankalardan daha üstün bilgiye sahip olduğu düşüncesidir.
- Dördüncüsü ise, piyasa güçlerince oluşacak faiz oranlarının altında bir faiz oranı şeklinde tanımlanan finansal baskının, hükümetin borç servis maliyetini azaltmasıdır.

Nedeni ve gerekçesi ne olursa olsun, finansal baskı politikaları McKinnon ve Shaw tarafından ciddi bir şekilde eleştirilmiş ve finansal sektörde liberalizasyonun gerçekleştirilmesi önerilmiştir.

Bir iktisat politikası olarak liberalizasyon, ekonomideki mevcut kontrollerin döviz piyasaları, finansal piyasalar, işgücü piyasaları, tarımsal ürün piyasaları gibi çeşitli piyasalar üzerinde kısmen ya da tamamen kaldırılması veya azaltılması anlamına gelmektedir. Bu anlamda finansal liberalizasyon finansal piyasalardaki kontrollerin kaldırılması (iç finansal liberalizasyon) ve ekonominin uluslararası sermaye akımlarına açılması (dış finansal liberalizasyon) sürecini kapsamaktadır (Gelbard ve Leite, 1999: 5; Williamson ve Mahar, 2002: 10). McKinnon ve Shaw birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarda finansal baskının ekonomik büyümeyi birçok yönden engellediğini öne sürmektedirler (Doğan, 2002: 61). Buna göre, liberalizasyon yaklaşımının temeli, *gelişmekte olan ülkelerde sorun yatırımların azlığı değil, tasarrufların yetersizliği* anlayışına dayanmaktadır. Eğer sorun tasarrufların azlığı ise, yapılması gereken tasarrufları cazip kılıcı ve artırıcı politikaların oluşturulması olmaktadır. Reel anlamda pozitif veya piyasa güçleri tarafından pozitif olarak belirlenecek bir faiz oranı ekonomideki atıl fonların organize finansal sektöre (bankacılık sistemine) kaymasına neden olacaktır. Bu ise, yatırımlar için gerekli olan fonların oluşması anlamına gelmektedir.

McKinnon ve Shaw'a göre, ekonomik büyüme sürecinin hızlandırılması yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı finansal serbestleşmeyi gerektirmektedir. Bu da öncelikle banka kredileri üzerindeki sıkı kontrollerin kaldırılması, faiz oranlarının serbestleşmesi ve artması yoluyla ve enflasyonun düşürülmesiyle gerçekleşecektir. Faiz oranlarının serbestleştirilmesi ve reel faizlerin pozitif hale gelmesi neticesinde, girişimciler karlılığını yitiren, düşük getirili verimsiz yatırımlardan vazgeçeceklerdir. Bunun sonucu

olarak yatırımların ortalama getirileri ve etkinliği artacak, ekonomi büyüyecek ve yeniden tasarrufların artmasına neden olacaktır. Artan reel faiz oranları, düşük getirili projelere ve verimsiz alanlara yapılan yatırımların, bu kaynakların yüksek faizli mevduata yönlendirilmesini sağlayacaktır. Tasarrufların bu şekilde etkin olarak değerlendirilmesi, yatırım miktarının ve kalitesinin artmasına neden olacak bu da ekonomik büyümeyi pozitif etkileyecektir (Fry, 1997: 755-756; Emek, 2000: 64). McKinnon ve Shaw tarafından geliştirilen bu yaklaşım, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kurumlar tarafından desteklenen ve bir çok ülkede uygulanan istikrar programlarının ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Dünya Bankasının, 1989 Dünya Kalkınma Raporunu (World Development Report 1989) finansal sistemler ve kalkınma konusunda yayınlanması bunu örneklendiren durumu oluşturmaktadır (Kar ve Tuncer, 1999: 6).

Kısaca finansal liberalizasyon yaklaşımı temel özellikleriyle şu şekilde özetlenebilir (Kar ve Tuncer, 1999: 6; Williamson ve Mahar, 2002: 15-16):

- Mevduat faiz ve kredi tavanlarının belirlenmesi ile öncelikli sektörlerle kredi verilmesi uygulamasının kaldırılması,
- Bankacılık sektörüne veya daha geniş anlamda finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi,
- Bankalar için özel mülkiyet ve banka otonomisi⁵,
- Dövizle yapılan ödemeler üzerindeki kısıtlayıcı uygulamaların kaldırılması,
- Yurt içi finansal piyasaların rekabete açık hale getirilmesi.

McKinnon ve Shaw tarafından önerilen finansal liberalizasyon hipotezinin tartışılmasından önce Keynesyen ve Neo-klasik teorilerin faiz politikalarının incelenmesi gerekmektedir. Çünkü, finansal baskı kuramı, bu düşüncelerin faiz haddi konusundaki eleştirilerine dayanmaktadır.

1.1.1. Keynesyen ve Neo-Klasik Faiz Politikaları

Keynesyen ve Neo-klasik yaklaşımlar, yatırım ve sermaye birikimini ekonomik büyümenin temel değişkeni olarak kabul etmekte ve yatırım artışını sağlayıcı politikalar önermektedirler. Öte yandan yatırımlar sonucu gelir arttıkça tasarruf oranının da yükseleceği düşünülmektedir. Bu bağlamda düşük faiz ve/veya enflasyon oranları, fiziki

⁵ Banka Otonomisi, banka yöneticileri ve diğer çalışanların nasıl atanacakları ve onlara ne kadar ödeme yapılacağı; nerede şube açılıp kapatılacağı ve bankaların hangi tür işlerle uğraşacağı gibi konuları belirlemede, bankaların kendi prosedürlerini kullanmaları anlamına gelmektedir (Williamson ve Mahar, 2002: 16).

sermaye birikimini özendirmekte ve parasal birikimi caydırmakta bir gereklilik olarak belirmektedir (Büyükdeniz, 1991: 22).

Keynes'in likidite tercihi teoremine göre hanehalkları, işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdülerini için üç nedenden dolayı para talep ederler. Bireyler günlük ihtiyaçları için işlem; öngörülemeyen olağanüstü giderleri için ihtiyat; faiz hadlerindeki değişikliklerden yararlanmak içinse spekülasyon güdüsüyle ellerinde para tutarlar. Spekülatif para talebi, para veya bono tutmak arasında seçim yapma kararından kaynaklanmaktadır. Başka bir ifadeyle, spekülasyon güdüsüyle para talep etmek bireylerin refahları hakkında alacağı karara göre değişmektedir. Bononun getirisi piyasa faiz oranıdır. Bono bedeli ile faiz hadleri arasında ters bir ilişki bulunmaktadır. Faizler düşük iken bireyler daha çok spekülatif para tutma eğilimindedirler.

Keynesin modelinde bireylerin zamanın belli bir noktasında *normal* olarak algıladıkları faiz oranları vardır. Piyasa faizi, sürekli olarak bu normal kabul edilen düzey civarında iniş ve çıkışlar sergiler. Faiz oranları bu normal seviyenin altına düştüğü zaman bütün bireyler aynı şekilde faiz oranlarının gelecekte yükseleceği beklentisi içerisinde olacaklardır. Bu nedenle böyle bir beklentiyle, bireyler bono aldıklarında sermaye kaybına uğrayacaklarını düşündüklerinden bono almaktan kaçınacaklardır. Modelde bononun tek alternatifi para olduğu için kişiler tüm varlıklarını para olarak tutmayı tercih edeceklerdir. Diğer taraftan, yüksek faiz oranları faizlerin düşeceği ve bononun fiyatının yükseleceği beklentisi yaratacak ve bono alımlarını teşvik edecektir (Paya, 1998: 78-79). Yani, yüksek faizler bono alımını uyarırken düşük faizler bono alımını caydırmaktadır.

Keynes'e göre piyasa faizlerinin düşebileceği bir en alt nokta vardır. Çünkü kişilerin bono almak için kabul edebilecekleri bir alt düzey sözkonusudur. Bu düzeyin altında kimse bono almaya yönelmeyecektir. Faiz oranı böyle bir düzeyde iken para politikaları, faiz haddi ve ekonominin genel gidişatı üzerinde etkisizdir. Bu durumda, insanlar refahlarında bir azalma olmaması için paralarını yatırımlarda bulunmak yerine, para olarak tutacaklardır. Bunun sonucunda da tam istihdam planlı tasarrufları planlı yatırımlardan fazla olacaktır. Faizleri daha da düşürerek tasarruf-yatırım dengesini sağlamak mümkün olmadığından bu denge, gelirin/tasarrufun düşmesi (azalması) ile sağlanacaktır.⁶ Keynes, tam istihdamda bulunan bir ekonomide bu dengenin gelir/tasarruf azalışı ile değil, *faiz oranlarının devlet tarafından kontrol edilmesi*

⁶ Keynes'e göre tasarruflar sadece gelirin bir fonksiyonudur.

(sınırlandırılması) ile sağlanmasını önermektedir. Bu durumda, tasarruf-yatırım dengesine düşük faiz hadlerinde, yatırımlar uyarılarak ulaşılabilecek ve tam istihdam gelir düzeyi sağlanacaktır (Fry, 1988: 9-12). Likidite tuzağı (liquidity trap) olarak bilinen bu fenomen, denge gelir seviyesinin oluşumunda çok önemli rol oynamaktadır.

Keynes'in reel para talebi $(M/P)^D$ şu şekilde ifade edilebilir (Ang, 2008a: 11):

$$(M/P)^D = \alpha + \beta/(i - \tilde{i}), \alpha > 0, \beta > 0 \quad (1.1)$$

Burada, α ve β parametreleri, i piyasa faiz oranını; \tilde{i} , likidite tuzağı faiz oranını göstermektedir ve $i > \tilde{i}$ 'dir. Burada, piyasa faiz oranı i , reel para talebi ile ters yönlü ilişkilidir.

Bu basit Keynesyen modelde planlanan yatırım sadece reel faiz oranı tarafından belirlenmektedir. Reel faiz oranları yükseldiği zaman planlanan yatırımlar likidite tuzağının varlığında tam istihdam seviyesinde planlanan tasarruflardan daha düşük olacaktır ve istenmeyen stoklarla sonuçlanacaktır. Toplam üretim, dengeyi sağlamak için düşmek zorundadır. Bu yüzden, Keynesyen çerçeve yüksek faiz oranlarının büyüme için öncü olmayacağını ima etmektedir.

Tobin (1965)'e göre, bireyler tasarruflarını, para ve verimli sermaye malları arasında değerlendirmektedirler. Paranın getirisi (faiz), sermaye mallarının getirisinden az olduğu müddetce, bireylerin portföylerinde verimli sermaye mallarına olan yatırımları daha fazla olacaktır. Paranın getirisinin düşük olması, yüksek sermaye/işgücüne sahip yatırımların hızlanmasına sebep olarak sosyal refahı arttıracaktır. Bu refah artışı, ya mevduat faizleri düşürülerek, ya para vergilenerek ya da enflasyon oranının artırılması ve para stokundaki büyüme oranının hızlandırılmasıyla oluşturulabilir (Emek, 2000: 60-61).

Diğer taraftan, Klasik ve Neo-klasik okul, büyümenin önündeki temel engelin tasarruf yetersizliği olduğunu kabul etmektedir. Analiz, tasarruflardaki bir artışın tüketimdeki bir düşme karşılığında başarılabilirliğini vurgulamaktadır. Bütün fiyatlar ve ücretler, tam anlamıyla esnek arz ve talebe tepki verirler ve dolayısıyla denge faiz oranı ödünç verilebilir fonların arz ve talebinin (Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi) etkileşimi tarafından belirlenir. İnsanlar eğer, zamanlar arası faydalarını maksimize etmek istiyorlarsa, yüksek faiz oranlarında, düşük faiz oranlarındakinden daha fazla tasarruf ederler (Paya, 1998: 117). Kısacası Neo-klasik teori, tasarrufların yatırımlara yol

açacağını ileri sürmekte ve yüksek faiz oranlarının yatırımlar için arzu edilebilir olduğunu vurgulamaktadır.

Chandler'e (1962) göre, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının çok düşük olmasının sonucu olarak, tasarruflar olumsuz etkilenirken, bu durum sermayenin boşa harcanmasını da teşvik etmektedir. Buradan hareketle, yatırımlar için asıl kısıtı, yatırım yapma isteksizliği değil, tasarruf eksikliği oluşturmaktadır. Yatırımlar ise kredi yaratımı ile finanse edildiği zaman tasarruflardan fazla olabilir (Kar, 2001a).

Neo-klasik model, sermaye piyasalarının maliyetsiz ve mükemmel olarak işlediğini varsaymaktadır. Her ne kadar para, işlem amacını tatmin eden bir role sahipse de sermaye birikimi sürecinde doğrudan bir rol oynamaz. Bu nedenle nakit ve mevduat arasında ayırım yapmak önemli değildir. Çünkü para, fiat para olarak kabul edilir.

Neo-Klasik modelin para talebine ilişkin ana düşüncesi şu şekilde özetlenebilir (Ang, 2008a: 12):

$$(M/P)^D = f(Y, R_{CAPITAL}, R_{MONEY}); f_Y > 0, f_{R_{CAPITAL}} > 0, f_{R_{MONEY}} > 0 \quad (1.2)$$

Burada $(M/P)^D$, reel para talebini; Y , reel geliri; $R_{CAPITAL}$, sermayenin reel getiri oranını ve R_{MONEY} , paranın reel getirisini göstermektedir. Y , para talebinin işlem güdüsü nedeniyle $(M/P)^D$ ile pozitif olarak ilişkilidir. Bu modeldeki temel varsayım para ve sermayenin birbirlerine *ikame* (substitute) edilebilmeleridir. Nitekim, paranın reel getirisindeki (R_{MONEY}) artış, fiziki sermayeye olan talebi azaltacaktır. Diğer bir ifadeyle, çok fazla nakit tutumu, sermaye birikimini engelleyecektir. Bu, sermayenin reel getiri oranının ($R_{CAPITAL}$) reel para talebi $(M/P)^D$ ile negatif; paranın reel getirisinin (R_{MONEY}) ise, reel para talebi $(M/P)^D$ ile pozitif ilişkili olduğunu ima etmektedir.

1.1.2. Kapalı Ekonomide Finansal Liberalizasyon

1.1.2.1. McKinnon ve Shaw Modeli

Neo-klasik McKinnon ve Shaw hipotezi, birbirinden ayrı olarak, Keynesyen ve Neo-klasik faiz anlayışına karşı çıkmışlar ve finansal liberalizasyon ile tasarruf ve yatırımların artacağını dolayısıyla ekonomik büyümenin hızlanacağını ileri sürmüşlerdir. Finansal liberalizasyon modelleri öz olarak ödünç verilebilir fonlar teorisine dayanmaktadır. McKinnon ve Shaw'un politika önerileri Neo-klasik yaklaşıma

benzese de, para ile sermaye birikimi arasında ikame etme ve tamamlayıcılık (complementarity) rolü açısından farklılık göstermektedir. Neo-klasik modelde, para ile sermaye birbirleri yerine ikame edilirken, finansal liberalizasyon hipotezinde para ile sermaye arasında *tamamlayıcılık* ilişkisi sözkonusudur.

Literatürde birçok çalışma finansal gelişmenin ekonomik büyüme sürecindeki önemini vurgulamasına rağmen, McKinnon ve Shaw'un yayınlarına kadar tatmin edici bir teorik çerçeve geliştirilememiştir. Tartışmanın temelini, aşırı derecede düşük reel faiz oranlarının, düşük verimli yatırımları artırması ve yatırımcıların kurumsal kredilerden ziyade otofinansmana başvurması oluşturmaktadır. Tartışmanın özünde ise, faizlerin piyasa denge seviyesinin altında tutulması, tasarrufların ve dolayısıyla yatırımların niteliğini ve niceliğini azaltması yatmakta, bu da ekonominin büyüme oranını yavaşlatmaktadır.

McKinnon ve Shaw'un yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerin modern bankacılık sektörü dışındaki finansal piyasaları bölünmüş (fragmented) ve etkin olmayan bir yapıya sahiptir. McKinnon'un modeli şu varsayımlara dayanır: Birinci olarak, ekonomik birimlerin büyük bir çoğunluğu yatırım yapmak için otofinansmana dayanmak zorundadır. İkinci olarak, modern üretim süreçlerinin büyük bir çoğunluğu görece olarak yüksek bir toplu (lump-sum) yatırım gerektirmekte ve fiziki sermayenin bölünemezliği (indivisibilities) önemli bir element olarak görülmektedir. Üçüncü olarak, resmi finansal sektör kredilerini modern ve ihracat yapan endüstrilere yoğunlaştırmaktadır. Son olarak, hükümet doğrudan vergi ve harcama planlarıyla sermaye birikimine dahil olmamaktadır (McKinnon, 1973: 56).

Borç alma olanaklarının yetersiz olduğu bir durumda, potansiyel yatırımcıların yatırım yapmadan önce, tasarruflarını arttırmaları gerekmektedir. Faiz oranları ne kadar yüksekse, tasarruf birikimi o kadar büyük olacaktır ve bu da daha büyük yatırım yapılmasına imkan tanıyacaktır. Yatırımın toplam harcama oranı ne kadar büyük ise, bölünemezlik o kadar büyük olacaktır. Nitekim McKinnon, para ile fiziki sermaye arasında temel *tamamlayıcılık* hipotezini buradan oluşturmaktadır (McKinnon, 1973: 59). Tamamlayıcılık hipotezi, fiziki yatırım yapmanın önkoşulu olarak finansal servet birikimini gerektirmektedir. Bu tamamlayıcılık ilişkisi para talebi fonksiyonunda şu şekilde gösterilebilir (Kar, 2001a):

$$M / P = L(Y, I / Y, d - \pi^e) \quad (1.3)$$

Burada, reel para talebinin (M/P) belirleyicileri; gelir (Y), yatırım gelir oranı (I/Y) ve reel faiz oranından ($d - \pi^e$) oluşmaktadır. Burada d , nominal faiz oranını ve π^e beklenen enflasyon oranını göstermektedir. Bu para talebi denkleminde sermaye birikiminin modele dahil edilmiş olması oldukça yenidir. Denklemdaki bütün kısmi türevler pozitiftir. Özellikle finansal baskı altındaki bir ekonomide para ve fiziki sermaye arasındaki temel tamamlayıcılığı yansıtmak için $\partial L / \partial (I/Y) > 0$ 'dir.

Buna karşın, Neo-klasik para talebi fonksiyonu, I/Y 'yi içermemekte ve reel para talebi ile nominal faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki öngörmektedir. I/Y yerine para talebi fonksiyonlarında r 'yi (fiziki sermayenin reel getirisi) kullanmak geleneksel olarak tercih edilmektedir. I/Y yerine, sermayenin ortalama getirisi olarak \bar{r} varsayalım. \bar{r} 'yi değiştirebilecek dışsal faktörler dikkate alınır, daha tanıdık bir talep fonksiyonu şu şekilde yazılabilir:

$$M / P = L(Y, \bar{r}, d - \pi^e) \quad (1.4)$$

Burada, $\partial L / \partial Y > 0$, $\partial L / \partial \bar{r} > 0$, ve $\partial L / \partial (d - \pi^e) > 0$ 'dır. Burada temel unsur $\partial L / \partial \bar{r} > 0$ şeklinde ifade edilebilecek tamamlayıcılık ilişkisidir. Fiziki sermayenin ortalama getiri oranındaki bir artış, arzulanen reel para miktarını arttıracaktır. Çünkü bu yükseliş, yatırım gelir oranındaki artışla ilişkilidir.

Diğer taraftan, para arzının durumu, yatırım ve tasarruf etme kararlarında birinci dereceden etkilidir. Özellikle para tutmanın reel getirisi artarsa otofinansmanlı yatırım da artacaktır (McKinnon, 1973: 60). Bu tamamlayıcılık ilişkisinin iki yönlü çalıştığı anlamına gelir. Sermayenin ortalama getirisindeki bir artış, para talebi fonksiyonunda arzulanen reel nakit miktarını artırırken, paranın reel getirisi otofinansman şeklindeki gerçekleştirilecek olan yatırımları da pozitif etkileyecektir. Para ve sermaye arasındaki iki yönlü tamamlayıcılık yatırım fonksiyonunda şu şekilde gösterilebilir.

$$I / Y = F(\bar{r}, d - \pi^e) \quad (1.5)$$

Burada $\partial F / \partial \bar{r} > 0$ ve $\partial F / \partial (d - \pi^e) > 0$ 'dır.

Yatırım fonksiyonunun ikinci kısmi türevinin işareti belirsizdir. Çünkü bu işaret, geleneksel olarak para ile fiziki sermaye arasında hangi ilişkinin (ikame ve tamamlayıcılık) baskın olduğuna bağlıdır. McKinnon'a göre, etkileşim mekanizması para stoku (M/P) ile yatırım gelir oranı (I/Y) arasındaki dolaylı ilişki vasıtasıyla

gerçekleşir. Para tutma arzusu reel getiriye dayanmaktadır: Paranın değer saklama açısından önemi dolayısıyla, pozitif bir reel getiri yatırım-tasarruf eğilimlerini artırabilir. Eğer para tutmanın çekiciliği yüksek ise, reel getiri değişkeninin $(d - \pi^e)$ kısmi türevi büyük ve pozitif olmalıdır ve $\partial(M/P)/\partial(d - \pi^e) > 0$ şeklinde ifade edilmelidir. Diğer bir ifadeyle, $\partial F/\partial(d - \pi^e) > 0$ şeklindeki işaret kısıtı fiziki sermaye ile para arasındaki tamamlayıcılık ilişkisini göstermek içindir. Bununla birlikte McKinnon, belirli bir seviyeden sonra ikame etkisinin tamamlayıcılık etkisine baskın gelebileceğini de kabul etmektedir.

Kısacası McKinnon, bireylerin para talebinin gelir, reel faiz oranı ve sermayenin ortalama getirisi ile pozitif olarak ilişkili olduğunu ileri sürmektedir. Eğer ortalama getiri oranı yükselirse, sermaye talebi artacak ve bu da daha büyük sermaye stokunu finanse etmek için daha yüksek bir para talebi ile sonuçlanacaktır. Benzer bir şekilde, eğer reel faiz oranı artarsa, bireyler nakit tutmak için teşvik edilmiş olacak ki bu otofinansmanla gerçekleşecek yatırım olanaklarını artıracaktır. Artan nakit tutmaları, bankalar aracılığıyla daha yüksek tasarruflara yol açabilir, çünkü yatırımları finanse etmek için gerekli büyüklükte tasarrufa ulaşana kadar nakit biriktirmek zorundadır. Dolayısıyla finansal liberalizasyon faizleri yükselterek, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, bankalar aracılığıyla daha yüksek tasarruflara, daha yüksek yatırımlara ve daha güçlü büyüme performansına katkıda bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, eğer finansal piyasalar liberalize edilerek bireylerin nakitlerini bankacılık sistemi içinde tutmaları uyarılabilirse, otofinansmana dayanma zamanla azalacak, finansal sektör yurtiçi tasarrufları, yatırımları ve büyümeyi uyararak, niceliksel ve niteliksel olarak büyüyecektir (Kar, 2001a).

Diğer taraftan Shaw, borç aracılık görüşünü (debt intermediation view) önermektedir. Bu görüş bilgi ve aracılık maliyetlerindeki bir azalmadan kaynaklanan reel sermaye ve paranın gelir etkisine odaklanmaktadır. Shaw, finansal olarak baskı altındaki bir ekonomide pozitif reel mevduat faiz oranlarının tasarrufları arttırmadaki önemini de vurgulamaktadır. Fakat, McKinnon'dan farklı olarak, Shaw sermaye birikimi açısından etkin kısıtın dahili finans olanaklarından ziyade harici olanaklara atıf yapmaktadır. Finansal aracılık için gerekli fonların kaynağını oluşturan mevduatların rolüne odaklanarak, Shaw yüksek mevduat faiz oranlarının ekonominin üretken sektörlerinin finansal ihtiyaçları için gerekli kredi arzının genişletilmesi aracılığıyla yatırımları uyarabileceğini ileri sürmektedir. Analizinde Shaw, yatırım yapmak

isteyenlerle tasarruf yapmak isteyen ekonomik birimleri bir araya getiren finansal aracılığın rolüne vurgu yapmaktadır. Tasarruflar finansal olan ve finansal olmayan şeklinde iki şekilde olur. Bu tasarruflar borç alanlar tarafından ihtiyaç duyulan ekonomik birimlere kanalize edilebilirler.

Shaw'un kurmuş olduğu parasal modelde, para özel sektöre verimli yatırımlar için kredi olarak verilmektedir. Ekonomik aktivitenin seviyesiyle ilişkili olarak bu para stoku ne kadar genişse, bankacılık sistemi aracılığıyla yatırımcılar ve tasarrufçular arasında finansal aracılığın büyüklüğü o kadar büyük olacaktır. Shaw, finansal liberalizasyondan kaynaklanan, yatırımcılar ve tasarrufçular arasında genişleyen finansal aracılığın ve finansal gelişmenin yatırım ve tasarruf insiyatiflerini artırdığını ve bunun ayrıca da yatırımın ortalama etkinliğini yükselttiğini vurgulamaktadır (Fry, 1982). Shaw'un finansal liberalizasyon görüşü, finansal araçların artan rolünü öne çıkarmaktadır. Çünkü finansal araçlar risk çeşitlendirme ve borç vermede ölçek ekonomileri aracılığı ile yatırımcılar ve tasarruf sahipleri arasındaki aracılıkla ilişkili maliyetleri azaltabilme yeteneğine sahiplerdir. Nitekim finansal araçlar tasarruf sahiplerine çekici mevduat hesapları önerebilir ve kredi faizlerini düşürebilirler. Dolayısıyla yatırım ve tasarruflar teşvik edilmiş olur ve ekonomik büyüme hızlanır. Shaw, bununla birlikte, para ve sermaye arasında tamamlayıcılık ilişkisini varsaymaz.

Molho (1986), McKinnon ve Shaw'un modellerini birbirleriyle uyumsuz (incompatible) olarak alınmaması gerektiğini ifade etmektedir. Molho (1986), bir taraftan McKinnon'un tamamlayıcılık hipotezinin otofinansman şeklindeki yatırımlarda mevduatların rolünü vurgulamasını, diğer taraftan, Shaw'un borç aracılık görüşü doğrultusunda finansal araçların potansiyel borç verme işleminin genişlemesinde mevduat birikiminin rolüne odaklanmasını tartışmaktadır. Diğer bir ifadeyle McKinnon iç kaynaklar ile finanse edilen yatırımlar ile mevduat oranı arasındaki bağlantı üzerinde yoğunlaşırken, Shaw, finansal derinleşme ve dış finansmanın önemini ortaya koymaktadır (Doğan, 1999: 22). Bu yüzden Molho (1986: 111), projelerin büyük çoğunluğunun kısmen iç finansman kısmen de borçlanma yoluyla finanse edildiğini dolayısıyla bu iki yaklaşımın birbirlerini tamamlayıcı nitelikte olduğunu ileri sürmektedir.

1.1.2.2. McKinnon ve Shaw Modelinin Genişletilmesi: Kapur (1976), Mathieson (1980) ve Galbis (1977)

McKinnon ve Shaw'ın çalışmaları, Kapur (1976), Mathieson (1980) ve Galbis (1977) tarafından kapalı ekonomilerde uygulamasının teorik sonuçlarının neler olabileceğini kapsayacak şekilde matematiksel olarak formüle edilmiş ve genişletilmiştir. McKinnon ve Shaw, finansal baskının dinamik yönlerini ve liberalizasyon programlarını tartışmalarına rağmen formel dinamik bir model kurmamışlardır. Kapur (1976) ve Mathieson (1980), çerçevesi McKinnon ve Shaw tarafından oluşturulan finansal liberalizasyon literatürünü, çalışma sermayesi ile banka kredileri arasındaki bağlantıları dahil ederek, teorik anlamda genişletmişlerdir (Kapur, 1976; Mathieson, 1980). Kapur ve Mathieson'un finansal gelişme ve istikrar modelleri dinamik uyum mekanizmalarını içerir (Fry, 1988: 64).

Kapur (1976), dinamik uyum için iki kaynak varsayar: Enflasyon oranının adaptif beklentileri ve para piyasası dengesizliği.

Adaptif beklentiler şu şekilde formüle edilebilir:

$$\frac{d\pi^e}{dt} = \beta(\pi - \pi^e) \quad (1.6)$$

Burada π^e beklenen enflasyon ve π gerçekleşen enflasyon oranını gösterir.

Kapur para piyasası dengesizliğini beklentilerle genişletilmiş Phillips Eğrisi ile ifade etmektedir.

$$\pi = h \left(\frac{M^s}{PY} - \frac{M^d}{PY} \right) + \pi^e \quad (1.7)$$

Burada M^s , para arzını; M^d , para talebini; P, fiyat seviyesini ve Y, reel GSMH'yı göstermektedir.

İki piyasalı bir ekonomide para arzı fazlası mal talebi fazlasına eşittir. Nitekim Denklem 1.7 beklentilerle genişletilmiş standart Phillips Eğrisinin bir transformasyonudur ve burada gerçekleşen ile trend çıktı değerleri arasındaki farkla temsil edilen mal talebi fazlası para talebi fazlası yerine kullanılmıştır. Denklem 1.7 piyasaların eşanlı olarak temizlenmediğini gösterir. Mal talebi fazlası, fazla talep elimine edilene kadar, üreticilerin beklenen enflasyon oranından daha hızlı bir şekilde

fiyatları yükseltmesine neden olur. Denklem 1.7 arzu edilen ve gerçekleşen reel para balansları tutumu arasındaki açık için bir stok uyum mekanizması ile ilişkilendirilebilir.

W , dolaşım hızının (V) logaritması olarak tanımlanırsa, Kapur'un modeli iki denklemlile bir yapıya indirgenebilir (Fry, 1988: 67):

$$\Delta W = -\pi \left(1 - \frac{\sigma q}{1 - \alpha} e^{-W} \right) + (1 - \theta) \pi^e + (1 - \theta) \left[e^{-W} - e^{a(d - \pi^e)} \right]; \quad (1.8)$$

$$\frac{d\pi^e}{dt} = \beta h \left[e^{-W} \right] - e^{a(d - \pi^e)} \quad (1.9)$$

Kapur burada ekonomide aşırı enflasyon ve düşük büyüme varken, iki alternatif istikrar programı uygulamasını simüle etmektedir. Analitik çözümün takip edilebilmesi için simulasyon gereklidir. Birinci politika simulasyonu, parasal büyüme oranının (μ) azaltılmasını içerir. Bu birinci aşamada dolaşım hızının (W) artmasına ve beklenen enflasyonun (π^e) düşmesine, ikinci aşamada dolaşım hızının (W) azalmasına ve beklenen enflasyonun (π^e) azalmasına ve takip eden aşamalarda muhtemelen yeni bir dengeye dögüsel olarak yakınsamasına neden olacaktır (Kapur, 1976: 787). Diğer bir ifadeyle, parasal daralma başlangıçta McKinnon'un da vurguladığı gibi dolaşım hızının artmasına katkıda bulunmaktadır (Fry, 1988: 67).

Kapur (1976)'un büyüme denklemi dolaşım hızını (W) içerecek şekilde şöyle ifade edilebilir:

$$\gamma = \mu \frac{\sigma q}{(1 - \alpha)} e^{-W} - \pi \theta \quad (1.10)$$

Para büyüme oranındaki (μ) başlangıçdaki düşme, ilk aşamada dolaşım hızını (W) arttırarak, ekonomik büyüme hızını (γ) azaltır. Dolaşım hızındaki (W) artış Denklem 1.9'da gösterildiği gibi, enflasyon oranını azaltır. Para büyüme oranındaki (μ) azalma banka kredilerindeki net akışı azaltarak, geciktirmeksizin ekonomik büyüme hızını azaltır. Bunun sonucu gerçekleşen ve beklenen enflasyondaki (π ve π^e) kısmi azalma, tamamen veya daha fazlasıyla, dolaşım hızındaki (W) artışın büyüme oranı (γ) üzerine olan negatif etkisinin bedeli olur (Fry, 1988: 67). Dolaşım hızı (W) ve para büyüme oranının (μ) her ikisi azaldığı zaman, ekonomik büyüme hızı (γ) yakınsayacağı uzun dönem denge seviyesinin üzerinde olacaktır.

Kapur (1976), ikinci politika simülasyonunda ise, mevduat faiz oranının (d) denge seviyesine doğru yükseltilmesinin sonuçlarını göstermeye çalışır. Bu durumda, dolaşım hızının (W) ve beklenen enflasyonun (π^e) her ikisi de birinci aşamada düşer. Faiz oranındaki (d) yükselme, gecikmeksizin reel para talebini artırır ve böylece başlangıçta enflasyon oranını azaltır, çünkü W ve π^e 'de bir sıçrama yoktur. Denklem 1.10 gerçekleşen enflasyon oranındaki (π) başlangıçta bir azalmanın büyüme oranını yükselteceğini gösterir. Birinci aşamada dolaşım hızı (W) ve gerçekleşen enflasyondaki (π) azalma büyüme oranını yakınsayacağı yeni denge değerinin daha da yükseğine (overshoot) kadar yükseltir. Faiz oranındaki yukarı doğru bir değişim büyüme oranı ve gerçekleşen enflasyon üzerinde kısa dönem ve durağan durumun her ikisinde de olumlu etkilere sahiptir (Fry, 1988: 68). Çünkü, mevduat faiz oranlarındaki artış bankacılık sisteminin reel büyüklüğünü ve çalışan sermayeyi (working capital) finanse etmek için gerekli reel banka kredilerindeki net akışı yükseltir (Kapur, 1976: 790).

Özet olarak, Kapur (1976)'a göre, mevduat faiz oranlarındaki artış, mevduat olarak tutulan miktarın ve dolayısıyla kredi arzının artmasına neden olmaktadır. Modelde, mevduat faiz oranlarındaki artış kredi talebini düşürmemekte ve kredi talebi modelde bir kısıt oluşturmamaktadır. Bunun nedeni ise, ekonomide mevcut sermaye stokunun tamamen kullanılmadığı ve aşırı işgücü arzı varlığı varsayımlarının sonucu olarak kredi talebinin sonsuz esnek olmasıdır (Doğan, 1999: 32). Modelde mevduat faiz oranlarındaki artışın kredi faiz oranını arttırma baskısı ve bunun sonucu olarak kredi talebinin olumsuz etkilenmesi dikkate alınmamıştır. İki alternatif istikrar politikalarının dinamiğini göstermeye çalışan Kapur, istikrar aracı olarak faiz oranlarına uygulanan tavan uygulamasının kaldırılması şeklindeki finansal liberalizasyonun parasal daralmaya göre daha üstün olduğunu ileri sürmektedir (Fry, 1988: 68). Mevduat faiz oranlarına uygulanan sınırlamanın kaldırılarak piyasa güçleri tarafından serbestçe belirlenmesi, yatırımlar için gerekli olan fon ihtiyacının kaynağını oluşturan mevduatların artmasına ve bu da ekonomik büyümenin hızlanmasına katkı sağlamaktadır.

Diğer taraftan Mathieson (1980), Kapur'daki (1976) üretim fonksiyonundan ($Y = \sigma K$) yola çıkmakta ve çalışma sermayesinin toplam kullanılan sermaye oranının sabit olduğunu varsaymaktadır. Mathieson'un (1980) sabit sermayenin tam olarak kullanıldığını ve tüm sermaye K 'nın sabit bir oranının, θ , banka kredileriyle finanse edildiğini varsayması, Kapur (1976) ile arasındaki temel farklılığı oluşturmaktadır

(Doğan, 1999: 33). Mathieson (1980), toplam reel kredi talebini şu şekilde ifade etmektedir:

$$L/P = \theta K \quad (1.11)$$

Burada L , banka kredilerinin nominal değerini; P , fiyat seviyesini; θ banka kredileri tarafından finanse edilen yatırımların fraksiyonunu ve K , toplam sabit ve çalışan sermaye miktarını göstermektedir.

Mathieson (1980), sermaye birikim oranını firmaların tasarruf davranışı aracılığıyla açıklamaktadır. Sermaye birikim oranı sermaye üzerindeki sabit reel getiri oranı r' ve reel kredi faiz oranı $l - \pi^e$ tarafından belirlenmektedir (Fry, 1988: 37; Doğan, 1999: 33):

$$\Delta K = s(r' - \lambda + \pi^e)Y \quad (1.12)$$

Denklem 1.12, yatırım oranı ve banka kredilerine olan talebi vermektedir. (λ) Nominal kredi faiz oranını göstermektedir. Mathieson (1980)'un Denklem 1.12'den türetilen büyüme oranı fonksiyonu ise şu şekildedir (Fry, 1988: 37):

$$\gamma = s(r' - \lambda + \pi^e)\sigma \quad (1.13)$$

Burada σ , üretim sermaye oranını göstermektedir. Sermayenin sabit reel getiri oranı ne kadar yüksek, nominal kredi faiz oranı ne kadar düşük, beklenen enflasyon oranı ne kadar yüksek ve üretim sermaye oranı ne kadar yüksek ise, büyüme o kadar hızlı olmaktadır (Fry, 1988: 37; Doğan, 1999: 33).

Kredi arzı, yüksek güçlü paranın (high powered money)⁷ krediler tarafından desteklenmediği ve transfer ödemeleri tarafından yaratıldığı varsayımı altında, mevduat talebi ve zorunlu rezerv oranı tarafından belirlenmektedir. Kapur (1976)'un tanımlamasını kullanarak rezerv oranı $1-q$ olarak alınırsa, kredi arzı ile kredi talebi ilişkisi şu şekilde yazılabilir:

$$L/P = q(D/P) \quad (1.14)$$

⁷ Yüksek güçlü para (high powered Money "H"), emisyon ve bankaların merkez bankası nezdindeki mevduatları (zorunlu karşılıklar ve bankalar serbest mevduatları) toplamıdır. Baz para olarak da adlandırılmaktadır (Paya, 1998: 23). "Yüksek Güçlü Para" denilmesinin nedeni, banka nezdinde tutulan 1 TL'nin, kendinin birkaç katı tutarında bir kaydı para yaratma gücüne sahip olmasıdır (Keyder, 1990: 160).

Burada, D , mevduat seviyesini göstermektedir. Mevduat talebi ise, şu şekilde formüle edilmektedir:

$$D/P = f(d - \pi^e)Y \quad (1.15)$$

Burada d , nominal mevduat faiz oranını göstermektedir.

Mathieson (1980), Kapur (1976) gibi nakit para oranını sabit varsaymaktadır ve $\Delta C/C = \Delta D/D = \Delta L/L = \Delta M/M = \mu$ 'dir. Bu gösterimde C , yüksek güçlü parayı; M , para arzını ve μ ise para stokundaki artış oranını göstermektedir.

Durağan durumda, rekabetçi bir bankacılık sisteminde, kredi talebi ile kredi arzı denge mevduat faiz oranını belirleyecektir. Kapur (1976)'un para talebi fonksiyonu kullanılarak;

$$Y \cdot e^{\alpha(d - \pi^e)} = (\theta/q)K \quad (1.16)$$

İfadesine denge şartı olarak ulaşılır. Beklenen enflasyon oranı (π^e) gerçekleşen enflasyona (π) eşit kabul edilirse (ki bu $\mu - \gamma$ 'ye eşittir), Denklem 1.16 şu şekilde yeniden yazılabilir (Fry, 1988: 40):

$$d = \pi + (1/\alpha)\log(\theta/q\sigma) \quad (1.17)$$

veya,

$$d = \mu - \gamma + (1/\alpha)\log(\theta/q\sigma) \quad (1.18)$$

Gerçekte para talebi fonksiyonundaki (Denklem 1.16) d ve π^e birbirine eşit ve birbirine karşı olarak varsayılırsa, rekabetçi serbest piyasa denge reel mevduat faiz oranı ($d - \pi^e$), beklenen enflasyon gerçekleşen enflasyona eşit olduğu zaman durağan durumda, enflasyon oranına duyarsızdır. Mathieson (1980) modelindeki bu duyarsızlığın nedeni, kredi talebinin tamamen faize inelastik (duyarsız) olmasından kaynaklanmaktadır. Buna karşın kredi talebi, Kapur (1976)'un modelinde tamamen elastiktir.

Sonuç olarak Mathieson (1980)'un modelinde mevduat faiz oranlarının denge düzeyinin altında tutulduğu bir durumda başlaması halinde, finansal liberalizasyonla birlikte mevduat faiz oranlarının arttırılması büyümeyi hızlandırmaktadır. Yükselen mevduat faiz oranı, para talebini arttırmakta ve bu daha sonra sermaye birikimi için

kullanılmaktadır (Doğan, 1999: 35). Diğer taraftan daha yüksek bir zorunlu karşılık oranı nominal mevduat faiz oranı d' 'yi yükseltmekte ve dolayısıyla reel para talebini arttırmaktadır. Bu durum denge kredi faiz oranını da yükseltmekte ve yükselen denge kredi faiz oranları yatırımları ve büyümeyi azaltmaktadır (Fry, 1988: 40).

Modellerinde yatırımların etkinliğini sabit kabul eden Kapur (1976) ve Mathieson (1980)'a karşı, Galbis (1977) finansal baskının yatırımların ortalama etkinliği üzerine etkisini analiz etmek için iki sektörlü bir model kurmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde görülen ikili yapıyı modeline taşıyan Galbis (1977)'e göre, ekonomide düşük sabit getiri oranına sahip geleneksel sektör ile yüksek sabit getirili bir modern sektör bulunmaktadır. Geleneksel sektörde yatırımlar tamamen otofinansman şeklinde sağlanmakta ve banka kredilerine erişim bulunmamaktadır. Ayrıca geleneksel sektördeki yatırım miktarı, bu sektörün getiri oranı ve mevcut tek varlık olan mevduatların getiri oranı tarafından belirlenmektedir. İkinci sektör ise bankacılık sektöründen borçlanabilmektedir. Bu sektördeki yatırım miktarı ise, bu sektörün getiri oranı ve reel kredi faiz oranı tarafından belirlenmektedir (Fry, 1988: 43-44).

Galbis (1977)'in analizi mevduat faiz oranlarına sınırlamanın olduğu, kredi faiz oranlarına ise sınırlamanın olmadığı rekabetçi bir bankacılık sistemi içerisinde basit bir şekilde ele alınabilir. Eğer otoriteler mevduat faiz oranlarını denge seviyesinin altında sabitlerlerse, kredi faiz oranları rekabetçi serbest piyasa denge seviyesinin üzerinde gerçekleşecektir. Reel mevduat faiz oranlarındaki ($d - \pi^e$) bir azalma, geleneksel sektörün reel para talebini ve modern sektörün kredilerindeki reel artışı azaltacaktır. Nitekim modern sektördeki yatırım miktarı azalacaktır. Galbis (1977), reel mevduat faiz oranlarının artmasıyla ortalama verimliliği düşük geleneksel sektördeki yatırımların azalacağı ve ortalama verimliliği yüksek modern sektördeki yatırımların artacağı sonucuna ulaşmaktadır.

1.1.3. Açık Ekonomide Finansal Liberalizasyon: Kapur (1983) ve Mathieson (1979)

McKinnon ve Shaw'ın çalışmaları, Kapur (1983) ve Mathieson (1979) tarafından açık ekonomiler için genişletilmiştir. Bu çalışmalarda, özellikle açık ekonomide reel olarak pozitif yurt içi faizlerin, yabancı sermaye için çekici olacağı ve bunun olumlu ve olumsuz etkilerinin olduğu vurgulanarak, sermaye hareketlerinin ne kadar olacağına ilişkin bir beklentinin olması durumunda uygun makro ekonomik politikalarla birlikte bunun ülke yararına kullanılabileceğinin altı çizilmiştir. Ayrıca 1970'li yıllardan sonra

artan bir şekilde uygulanan liberal politikalar, sermaye hareketlerinin de ülkeler arasında dolaşımının serbestleştirilmesini gündeme getirmiştir. Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmasıyla yurtiçi finansal piyasalar yurtdışı finansal piyasalara eklemlenmiştir. Başlangıçta faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesi için faizlerin serbest bırakılması ve ardından finansal sektördeki her türlü kısıtın kaldırılması şeklindeki finansal liberalizasyon tanımı, sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılarak yurt içi finansal piyasaların yurt dışı ile entegre olmasına olanak tanınmasını da kapsayacak şekilde genişlemiştir (Williamson ve Mahar, 2002: 15).

Finansal liberalizasyon hipotezine göre, finansal anlamda dışa açılan gelişmekte olan ülkelerin finansal araç çeşitliliği ve tasarruf ve yatırımları artarak ekonomik büyümeye katkı yapmaktadır. Diğer bir ifadeyle, sermaye hareketleri üzerindeki engellemelerin kaldırılmasını takiben, gelişmiş ve sermayesi göreceli olarak daha fazla fakat getirisi az olan ülkelere, sermayesi kıt ama getirisi daha fazla olan gelişmekte olan ülkelere kaymasının bu ülkelerde finansal derinliğin artacağı ifade edilmektedir. Bundan dolayı, hem ülkeler arasındaki faiz oranlarında eşitleme sağlanacak ve hem de sermayenin gittiği ülkeler için ekonomik büyümeye kaynak sağlanmış olacaktır.

Dış finansal liberalizasyonla birlikte gelişmekte olan ülkelere gelen dış tasarruflar, tasarruf oranlarının artmasına katkı sağlayarak, yatırım, üretim ve ihracat hacimlerinin genişlemesine, teknolojik gelişmenin hızlanmasına ve finansal piyasaların derinleşmesine yol açacaktır (Atamtürk, 2007: 78). Kapur (1983) ve Mathieson (1979), finansal olarak baskı altındaki bir ekonomi için açık ekonomi modellerini geliştirmişlerdir. Bu modellerde *döviz kuru* ek bir politika enstrümanı olmaktadır. Bu yönüyle açık ekonomi modelleri, finansal baskı modellerini daha karmaşık hale getirmektedir (Fry, 1988: 77).

Kapur (1983) kendisinin kapalı ekonomi modelindeki üretim fonksiyonuna çalışma sermayesini (K_w) eklemekte ve şu şekilde ifade etmektedir:

$$K_w = K_{wd}^a \cdot K_{wf}^{1-a} \quad (1.19)$$

Burada K_{wd} , yurt içi çalışma sermayesi girdilerini ve K_{wf} , ithal edilen çalışma sermayesi girdilerini göstermektedir. K_{wd} ve K_{wf} , maliyet minimizasyonu oranlarına göre şu şekilde ilişkilendirilmektedir:

$$\frac{K_{wf}}{K_{wd}} = \frac{(1-a)}{a} \cdot \frac{P}{e_n} = \frac{(1-a)}{a} \cdot \frac{1}{e_r} \quad (1.20)$$

Burada e_n , nominal döviz kurunu; e_r reel döviz kurunu ve 1 ise, ithal edilen çalışma sermayesi girdileri (K_{wf})'nin yabancı para fiyatını göstermektedir. K_{wd} ve K_{wf} 'nin maliyet minimizasyonu bileşeninde çalışma sermayesi (K_w)'nin fiyatı, P_w 'dir:

$$P_w = a^{-a} (1-a)^{a-1} \cdot P^a \cdot e_n^{1-a} \quad (1.21)$$

Rasyonel beklentiler ($\pi^e = \pi$) ve $(\Delta e_n / e_n)^e = \Delta e_n / e_n$ ve $M^d / P = Y \cdot e^{a(d-\pi^e)}$, şeklindeki para talebi fonksiyonu geçerli iken, Kapur'un açık ekonomi için büyüme oranı şu şekilde elde edilmektedir:

$$\gamma = \pi \frac{\sigma q}{(1-\alpha)} a^a (1-a)^{1-a} \cdot e^{-W} \cdot e^{(a-1)r} - \theta \left[\pi + (1-a) \frac{\Delta e_n}{e_n} \right] \quad (1.22)$$

Ödemeler dengesi (denklem 1.20'den de görülebileceği gibi), ithal edilen çalışma sermayesi girdilerini (K_{wf}) içermektedir. İhracat, reel döviz kuru ve çıktı seviyesinin bir fonksiyonu olarak $\{E = E(e_r)Y\}$ ve kısa dönem sermaye girişi (FI) aşağıdaki denklem tarafından belirlenmektedir:

$$FI = f \left[d - d_w - \left(\frac{\Delta e_n}{e_n} \right)^e \right] P \cdot Y \quad (1.23)$$

Burada, d_w , yurt dışı nominal faiz oranını göstermektedir. Buradan ödemeler bilançosu tam olarak şu şekilde ifade edilebilir:

$$\Delta R = P \cdot E - e_n K_{wf} + FI \quad (1.24)$$

Burada ΔR net yabancı varlıklardaki nominal değişimi göstermektedir.

Para, yurt içi nakit (C), net yabancı varlıklar (R) ve krediler (L)'den oluşmaktadır. Daha önceki gibi C , transfer ödemesi olarak yaratılmakta ve parasal genişlemeyi kontrol etmek için kullanılabilir: $L/M = q, (C+R)/M = 1-q$, ve $(\Delta C + \Delta R)/(C+R) = \Delta M/M = \pi$.

Kapur (1983)'un açık ekonomi modeli üç hedef değişkene (reel döviz kuru e_r , dolaşım hızı (W) ve gerçekleşen enflasyon (π)) ve amacı gerçekleştirmek için üç

politika aracına (nominal faiz oranı (d), parasal büyüme oranı (μ) ve reel döviz kuru (v , $v = \Delta \log(e_r)$)) sahiptir. Hükümetin amaçları, negatif olmayan dış ticaret dengesi yaratmak, enflasyonu düşürmek ve ekonomik büyüme oranını yükseltmektir. Başlangıçta ekonomi dış ticaret açığı, yüksek enflasyon ve düşük büyüme durumundadır. Kayıp fonksiyonu (G) minimize etmek için geçiş süreci şu şekilde ifade edilmektedir:

$$G = \int_0^{\infty} e^{-\rho t} \left[m_1 (W - W^t)^2 + m_2 (\pi - \pi^t)^2 \right] dt \quad (1.25)$$

Burada ρ sosyal iskonto oranını göstermekte ve politika araçları d , μ ve v 'deki sürekli değişimleri içermektedir.

Kapur'un (1983) modelindeki yeni temel bakış açısı, finansal baskıdan finansal liberalizasyon durumuna geçiş sürecinde reel döviz kurunun değer kaybetmek zorunda kalabileceğidir. Kapur, yeni durağan durumda dış ticaret dengesi için başlangıçta tam olarak gerekli nominal döviz kurunun devalüe edilmesinin illa da gerekli olmadığını göstermektedir. Gerçekte böyle bir devalüasyon, aşırı kısa dönem sermaye girişine neden olabilir. Bir taraftan geçiş süreci içerisinde reel döviz kurunda (v) yüksek oranlı bir değer kaybetme, büyüme oranını (γ), (denklem 1.22'den de görülebileceği gibi) azaltır. Diğer taraftan reel döviz kuru (v) için yüksek bir değer, nominal faiz oranının (d) yüksek bir değer almasına izin verir, çünkü reel döviz kuru hedef değerinin çok altında bir noktada başlar ve çalışma sermayesinin getiri oranı (r^*), reel döviz kuru (e_r) ile ters bir şekilde şöyle ilişkilendirilir:

$$r^* = [P \cdot Y - P_w K_w] / P_w K_w = \frac{\sigma}{(1-\alpha)} a^a (1-a)^{1-a} \cdot e^{a-1} r - 1 \quad (1.26)$$

Bazı başlangıç koşulları için reel döviz kurunun logaritmasının (v) optimal değeri keyfi olarak belirlenen bir alt sınır "0" ile sermaye akışına izin verecek bir üst sınır arasında bir yerlerde olsun. Bu durumda v 'nin pozitif değeri, büyümeyi olumsuz yönde etkileyecek ve güçlü deflasyonist sonuçlar yaratacaktır.

Mathieson (1979)'un açık ekonomi modeli Mathieson (1980) kapalı modelinin bir uzantısıdır. Mathieson (1979) açık ekonomi modeli şu şekilde bir Phillips Eğrisini içerir:

$$\pi = \phi \log(Q/Y) \quad (1.27)$$

Burada Q , toplam talebi ve Y , reel anlamda toplam arzı göstermektedir. Mathieson, rasyonel beklentilerden ($\pi^e = \pi$ ve $x^e = x$ nominal döviz kurundaki değişim oranıdır), yola çıkarak, dinamik uyumun tek kaynağını modeline katmaktadır. Burada π yurt içi mal fiyatlarındaki değişim oranını ifade eder. Yurt içi üretim için toplam talep, yurt içi gelirin (Y), yurt dışı gelirin (Y_f), beklenen enflasyonun (π^e) ve döviz kuru ile yurt içi parasal birimlere dönüştürülmüş yurt içi mal fiyatlarının (P) yurt dışı mal fiyatlarına (P_f) göre ifadesinin bir fonksiyonudur:

$$\log(Q) = \tau_0 - \tau_1 \log(P / e_n P_f) + \tau_2 \log(Y) + \tau_3 \pi^e + \tau_4 \log(Y_f) \quad (1.28)$$

Burada $\tau_1, \tau_2, \tau_3, \tau_4$, hepsi pozitifdir.

Genel fiyat seviyesi (P_g) şu şekilde tanımlanır:

$$P_g = P^\varepsilon (e_n P_f)^{1-\varepsilon} \quad (1.29)$$

Burada ε yurt içi malların fiyatlarının ağırlıklandırılmasını gösterir. Krediler için talep (denklem 1.11'deki), $L/P_g = \theta K$ gibidir. Sermaye birikim oranı (denklem 1.12'deki); $\Delta K = s(r^l - l + \pi_g^e)Y$ gibidir. Burada π_g^e , genel enflasyon oranını göstermektedir. Bununla birlikte mevduat talebi, $D/P = f(d - \pi^e)Y$ (denklem 1.15)'den farklıdır ve yabancı mevduat şeklindeki finansal varlıkların ikame edilmesini ve getirisini (d_w) içerecek şekilde yazılabilir:

$$D/P_g = f\left(d - \pi_g^e, d_w + x^e - \pi_g^e\right)Y \quad (1.30)$$

Bütün para mevduat olarak tutulmaktadır. Mevduatların yüksek güçlü paraya (H) oranı sabittir: $D=(1-q)H$. Yüksek güçlü para (H), Kapur (1983)'un açık ekonomi modelinde olduğu gibi $C+R$ 'ye eşittir.

Mathieson (1979: 458), "yüksek enflasyon, düşük veya sıfır büyüme ve ödemeler dengesi açığı" konumunda olan bir ekonomi varsayımından yola çıkarak kurduğu modelin dinamik çözümünü şu şekilde gösterir: Denklem 1.27; $\pi = \phi \log(Q/Y)$ 'yi kullanarak, Mathieson, fiyat istikrarının başlangıçta mevduat faiz (d) ve nominal kredi faiz oranlarında (l) gönüllü bir artışla, nominal döviz kurunda (e_n) aşırı bir değer kaybetme ve yurtiçi nakit miktarının (C) büyüme oranındaki bir düşüşle sağlanabileceğini göstermektedir (Fry, 1988: 81).

Özet olarak, Mathieson (1979), reel döviz kurunun başlangıçta aşırı derecede değer kaybetmesini takiben, aşamalı bir şekilde değer kazanmasının geçiş döneminde ekonomik büyüme oranının durağan durum büyüme oranından fazla olmasını sağlayacağını göstermektedir. Bu gerçekleşir, çünkü reel anlamda yurt içi paranın değer kazanması beklentisi döviz ikamesine doğru dürtüyü azaltır, dolayısıyla reel para balansları için veri bir talebi yaratmaya gerekli reel mevduat faiz oranını düşürür. Bunun sonucu olarak, düşük bir reel mevduat faiz oranı düşük bir reel kredi faiz oranına yol açar. Bu, sermaye birikiminin hızlanmasını teşvik eder. Böylelikle daha yüksek bir ekonomik büyüme oranı sağlanır. Temel olarak başlangıçta döviz kurundaki aşırı değer kaybı, yabancı finansal varlıkların çekiciliğini azaltarak sermaye kaçışını engeller (Fry, 1988: 84).

Kapur ve Mathieson'un açık ekonomi modellerinde döviz kuru politikalarındaki temel farklılık birkaç kaynaktan ortaya çıkmaktadır: Birinci olarak, Kapur'un modelinde çalışma sermayesinin reel getiri oranı (r^*) reel döviz kuru (e_t) ile negatif olarak ilişkilidir. Yüksek bir çalışma sermayesi reel getiri oranı (r^*), reel faiz oranının ($d - \pi^e$) yüksek olmasına izin verir, bu durum deflasyonist olduğu kadar büyümeyi de hızlandırıcıdır. İkinci olarak, para talebi, döviz kurundaki değişimlerle düzeltilmiş yabancı finansal varlıkların getirileri tarafından etkilenmez. Dolayısıyla Kapur'un modelinde geçiş sürecinde döviz kurundaki hızlı değer kaybetme reel para talebini azaltmaz. Buna karşın, Mathieson'un modelinde, para talebi, döviz kuru ile düzeltilmiş yabancı finansal varlıkların getiri oranı tarafından etkilenir. Ayrıca Mathieson'un modelinde, geçiş sürecinde reel döviz kurundaki bir değerlendirme, mevduat faizlerinin düşmesine eşlik edecek kredi faiz oranlarındaki düşme ile yatırım ve büyüme yükselecektir (Fry, 1988: 84).

1.1.4. Finansal Liberalizasyonun Eleştirisi

Finansal liberalizasyon politikalarının gelişmekte olan ülkelerde uygulanması ile beklenen öngörülerin gerçekleşmemesi bu politikaların eleştirilmesine yol açmıştır (Esen, 1998; Doğan, 1999; Kar, 2001; Önder vd., 1993; Auerbach ve Siddiki, 2004).

1.1.4.1. Yeni Yapısalcı Okul

Yeni Yapısalcı Okul, ekonomik gelişmede finansal sektörün önemini kabul etmekle birlikte, asıl analizin finansal değişkenlerden yapısal kısıtları (ekonomik, sosyal, kurumsal) ele alması gerektiğini vurgulamaktadır. Yapısal yaklaşımın üç ana önermesi

(premises) bulunmaktadır (Li, 1994 aktaran Kar, 2001a): Birincisi; analizler, ekonomik birimlerin faaliyetlerinin arka planını incelemeli ve bu birimlerin faaliyette buldukları organizasyonel ve kurumsal yapının davranışları etkileyeceğini dikkate almalıdır. İkincisi; analizler, farklı kurumsal davranışlar nedeniyle, eksik bilgi ve çıkar çatışması gibi işlem maliyetlerinin sonucu olan piyasa aksaklıklarını göz önünde bulundurmalıdır. Üçüncüsü ise içsel yapısal başarısızlıklar ve kurumsal değişime neden olan süreçler birlikte analiz edilmelidir.

Yeni Yapısalcı Modeller, McKinnon ve Shaw çerçevesinin varsayımlarından kökten farklı olan aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır (Kar, 2001a): Birinci olarak, reel ücretler, kurumsal olarak veya Lewis (1954) tipi işgücü fazlası⁸ bulunan bir ekonomi varsayımındaki gibi dışsal olarak belirlenir (van Wijnbergen, 1983: 442). İkinci olarak, enflasyon işçilerin ve kapitalistlerin görece gücü tarafından belirlenir. Üçüncü olarak, tasarruflar ücretlerden değil, karlardan oluşur. Dördüncü olarak, fiyat seviyesi, işgücü, ithalat ve çalışma sermayesini içeren mark- up (satış fiyatı için alış fiyatı üstüne eklenen miktar) şeklinde belirlenir (Taylor, 1983: 8). Beşinci olarak, bütün yapısal modellerde “tefecî piyasası”⁹ (curb market) çok önemli bir role sahiptir. Altıncı olarak, gelişmekte olan ülkeler hammadde, sermaye malları ve ara malları şeklindeki ithalata önemli ölçüde ihtiyaç duyarlar. Son olarak, fonlar, organize (formel) bankacılık sistemi ile tefecî piyasası arasında serbestçe dolaşır. Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar genellikle her iki piyasayı da kullanırlar.

Yeni yapısalcılarının önemli bir katkısı, finansal gelişme modellerinde kurumsal olmayan finansal sektöre veya tefecî piyasasına özel önem vermeleridir (Auerbach ve Siddiki, 2004: 252). Zorunlu karşılıklar nedeniyle ticari bankalar aracılığıyla finansal aracılık sürecinde bir sızıntı (leakage) söz konusudur. Bu yüzden Taylor (1983: 92), tefecî piyasasının “rekabetçi” olduğuna inanır. Van Wijnbergen de (1983: 434) bu şekildeki alternatif piyasaların varlığının “bankacılık sisteminden daha fazla aracılık” işlevi gördüğünü belirtir.

⁸ Lewis (1954), biri geçimlik diğeri de modern olmak üzere iki sektörlü bir ekonomide, geçimlik sektördeki işgücünün marjinal verimliliğinin sifıra yakın (işgücü arzının sınırsız olduğunu varsaymakta, modern sektörün gelişimine paralel olarak ihtiyaç duyduğu işgücü arzının geçimlik sektöre sağlanmasının tarımsal üretimi pek etkilemeyeceğini ve bununda modern sektörde ücretlerin yükselmesini önleyeceğini ileri sürmektedir. (Boz, 2004: 142; Acar, 2008: 166).

⁹ Tefecilik, bir enformel (örgütlenmemiş) kredi piyasasıdır. Bu piyasada kredi arz edenlerle borç talep edenler kontrol edilmeyen faiz oranında serbestçe karşı karşıya gelirler (Buffie, 1984: 306). Shaw da (1973: 136) formel finansal sistemdeki finansal baskının derecesine göre yatırım-tasarruf sürecinde görece önemini belirtir. Ayrıca Shaw (1973) formel bankacılık sistemi tarafından sağlanan fonların belli bir katı kadar fon arzının bu piyasalarda bulunabileceğini ileri sürmektedir (Kar, 2001a).

McKinnon ve Shaw modellerinin aksine, yeni yapısalcılar mevduat faiz oranlarındaki bir artışın daraltıcı olabileceğini ve büyüme üzerinde negatif etkilere sahip olacağını ve kısa dönemde daha fazla enflasyonist etkiler yaratacağını ileri sürmektedirler (Kar, 2001a). Diğer bir ifadeyle, yeni yapısalcılar finansal baskının, faiz oranlarının yükselmesini önlediği için, yatırımları ve büyüme oranını artıracığını savunmaktadır. Dolayısıyla yeni yapısalcı okul, faiz oranlarının yükselmesini savunan liberalizasyon yaklaşımının, gelişmekte olan ülkeler için istikrarsızlığın nedeni olarak görmektedir.

Van Wijnbergen (1983), hane halkı tarafında Tobin tipi portfolyo¹⁰ davranışından başlayarak finansal liberalizasyonun etkilerini analiz eden bir model geliştirmiştir. Hane halkı reel servetlerini (W), nakit (C^D) ve vadeli mevduat (TD) arasında tahsis etmektedir ve iş dünyasına tefeci veya organize olmayan para piyasası (unorganized money market) (L_{UMM})¹¹, aracılığıyla borç vermektedirler. Hepsi reel ifadelerle olmak üzere yeni yapısalcı okulun modeli şu şekilde yazılabilir (Kar, 2001a):

$$C^D = f^d(\pi, i, \tau_{id}, y)W \quad (1.31)$$

$$TD = f^{td}(\pi, i, \tau_{id}, y)W \quad (1.32)$$

$$L_{UMM} = f^{UMM}(\pi, i, \tau_{id}, y)W \quad (1.33)$$

Burada π , enflasyon oranını, i , tefeci piyasası reel faiz oranını ($i - \pi$); τ_{id} , reel vadeli mevduat faiz oranını ($\tau_{TD} - \pi$), ve y ise geliri göstermektedir. Organize olmamış para piyasası tefeci piyasası anlamındadır. Ayrıca van Wijnbergen, talep fonksiyonunun kendi getiri oranına göre kısmi türevinin pozitif ve iki alternatif varlığın getiri oranına

¹⁰ Tobin (1965), Keynes'in spekülasyon para talebi ile faiz oranı arasında var olduğunu ileri sürdüğü ilişkiyi bir aşama daha ileri götürerek, bireylerin neden faiz getirisinden vazgeçerek parayı ellerinde ya da bazı aktiflerde tuttuğunu incelemiştir. Aktifler arasında tercih yapmaya dayanan portföy teorisine göre bireyler, parasal, finansal ve reel yatırım araçlarından oluşan portföylerini, bunların fiyat ve getirileri ışığında yeniden düzenlerler. Portföy dengesi alternatif yatırım araçlarının getiri oranları eşitlendiğinde yeniden kurulmaktadır. Buradan para talebi denklemini açıklayan değişkenler arasında çeşitli yatırım araçlarının getiri oranları da eklenmektedir. Dolayısıyla faiz oranlarının belirlenmesinde sadece para arzı ve talebinden ziyade, diğer yatırım araçlarının arzı da rol oynayabilmektedir. Tobin'in teorisine göre, bireyler portföylerinde neyi tutacaklarına karar verirken, sadece beklenen getiriye değil, içerdikleri riske de bakmaktadır ve portföy farklılaştırması yaparak beklenen riski de azaltabilmektedirler (Günel, 2006: 50).

¹¹ Van Wijnbergen (1983: 434), McKinnon ve Shaw modellerinde açıkça hiçbir zaman belirtilmeyen, varlık piyasasında vadeli mevduata kayan portföyün verimli olmayan varlıklardan oluştuğu şeklinde gizli bir varsayımın olduğunu ileri sürmektedir. Bununla birlikte Van Wijnbergen'in modelinde şimdi diğer bir piyasa türü, tefeci piyasası, yer almaktadır.

göre kısmi türevinin negatif olduğunu belirtmektedir. Para talebi ve vadeli mevduat gelirle pozitif ilişkili, fakat tefeci piyasasına fon arzı gelirle negatif ilişkilidir.

Varsayalım ki, bankalar için fonların kaynağı özel vadeli mevduatlardır ve bankalar k oranında rezerv tutmak zorundadırlar. Bankalar, kalan varlıklarını serbestçe kullanabilirler ve enflasyon oranına bağlı olarak borç verebilirler. Banka kredi faiz oranları (r_L) ise, bankaların kredi arzı (L_B^s), reel ifadelerle şu şekilde gösterilebilir:

$$L_B^s = b(\pi, r_L)(1 - k)TD, \quad 0 < b < 1 \quad (1.34)$$

Son olarak, firmaların piyasa faiz oranının altında ticari bankaların vermek istedikleri kredilerin tamamını kullandıkları varsayalım. Kredi ihtiyaçlarının kalanını ise tefeci piyasasından karşılamaktadırlar. Firmalar çalışma sermayesini (K) finanse etmek için krediye ihtiyaç duymaktadırlar. Çalışma sermayesi talebi, pozitif olarak reel ücret (w) ve üretim miktarına (y) bağlıdır:

$$K = f(w, y) \quad \partial K / \partial w > 0 \text{ and } \partial K / \partial y > 0 \quad (1.35)$$

Diğer taraftan para piyasasında daha yüksek bir vadeli mevduat faiz oranı, para talebini artırır. Fakat diğer taraftan, nakitin vadeli mevduatla ikamesi para arzını artırır. Mevduat faiz oranlarındaki bir değişme para piyasasında bir etkiye sahip değildir. Bununla birlikte mevduat faiz oranlarındaki bir artış, insanların tutmak istedikleri varlık portfolyosunu değiştirir. Kredi arzındaki bu değişimin etkileri bir çok faktöre bağlıdır. Mevduat faiz oranlarındaki bir artış belli bir noktaya kadar tefeci kredi piyasasından vadeli mevduatlara doğru bir portfolyo kaymasına neden olacaktır. Bu durumda iş dünyası için fonların toplam arzı azalacaktır, çünkü tefeci piyasasında zorunlu karşılıklar bulunmazken bankacılık sektöründe zorunlu karşılıklar nedeniyle kısmen daha az bir aracılık sözkonusu olacaktır (van Wijnbergen, 1983: 439). Sonuç olarak tefeci piyasası faiz oranı yükselecek ve ekonomik aktivite azalacaktır.¹²

Diğer taraftan mevduat faiz oranlarındaki bir artış verimsiz bir varlık olarak varsayılan nakitten mevduata doğru bir portfolyo kaymasına neden olacak, bankacılık sektörünün iş dünyasına verdiği kredi arzında bir artışa yol açacaktır. Dolayısıyla tefeci piyasası faiz oranında bir düşme ekonomik aktiviteleri arttıracaktır. Yeni yapısalıcılar, hane halklarının nakitten ziyade tefeci piyasası kredilerini vadeli mevduat ile ikame edecekleri şeklindeki birinci etkinin baskın olacağını ileri sürmektedirler. Buradan

¹² Tefeci piyasasındaki faiz oranlarındaki bir artış, fiyat seviyesini yükseltecektir, çünkü bu artış çalışma sermayesinin maliyetini arttıracaktır. Ayrıca yatırımları engelleyerek üretimi düşürecektir.

ödünç verilebilir fonların toplam arzı düşecek ve tefeci piyasası faiz oranları artacaktır. Bu da belirli bir enflasyon oranında üretimin azalmasına yol açacaktır (van Wijnbergen, 1983: 445).

Van Wijnbergen (1982: 134), ayrıca, sıkı para politikasının daha fazla enflasyona ve daha az üretime yol açacağını ileri sürmektedir. Bu geçiş sürecini şu şekilde açıklamak olanaklıdır. Çalışma sermayesi ihtiyacı bankalar veya tefeci piyasası tarafından finanse edilmektedir. Bu kredinin maliyetinin (reel faiz oranı) girdinin maliyetinin bir parçası anlamına gelmektedir. Mark up fiyatlandırma durumunda, yüksek faiz oranlarının maliyet itici etkisi aniden fiyatlar üzerinde etkili olacaktır. Monopolcü piyasa yapısı altında, kredilerin yükselen maliyetleri fiyatlar üzerinde kısa dönemde maliyet itici etkiye yol açmayabilir, fakat reel girdi fiyatları yükseldiği için reel üretimde bir azalmaya yol açacaktır.

Taylor da (1983) van Wijnbergen'in kurduğuna benzer Tobin tipli bir portfölyo çerçevesini kullanarak ekonominin tamamını dikkate alan bir model ile finansal liberalizasyonun etkilerini analiz etmektedir. Model, van Wijnbergen'in modeline benzer bir şekilde çalışmaktadır. Modelde, hanehalkı üç çeşit servet tutarlar: Banka mevduatları, firmalara krediler (tefeci piyasası) ve altın olarak adlandırılan bir grup verimsiz varlık (Fry, 1988: 110; Emek, 2000: 65).

Taylor'un modelinde, tefeci piyasası faiz oranlarındaki bir artış girdi maliyetleri aracılığıyla çalışma sermayesinin maliyetlerini itici bir etki yaratacak ve fiyat seviyesini yükseltecektir, fakat yatırım talebini azaltarak fiyat seviyesini azaltacaktır. Hangi fiyat seviyesi baskın olursa olsun, faiz oranlarındaki bir artış, yatırımları etkilediğinden daha çok tasarrufları etkileyerek, ekonomik büyüme oranını azaltmaktadır (Taylor, 1983: 91). Diğer bir ifadeyle, Taylor, McKinnon ve Shaw'ın modellerinde, iki nedenden dolayı finansal liberalizasyonun yanlış bir politika önerisi olduğunu ileri sürmektedir (Kar, 2001a): Birincisi, tasarruf yapma arzusundaki bir artış toplam talebi azaltmaktadır ve büyümeden daha ziyade ekonomik daralma yaratacaktır. İkincisi, McKinnon ve Shaw reel faiz oranlarındaki artışı takiben banka mevduatlarının artacağını ileri sürmektedirler. Buna karşın, Taylor, reel mevduat faiz oranlarındaki bir artışın kredi durumu üzerine etkisinin, bu mevduatların nereden kaynaklandığına bağlı olduğunu belirtmektedir. Burada tefeci piyasasındaki mevduatlardan veya altın ve mücevher gibi verimsiz varlıklardan olmak üzere iki alternatif durum söz konusudur. Eğer bankacılık sektörüne mevduat akışı daha önce verimsiz olan varlıklardan kaynaklanıyorsa, kredi

durumu üzerine etkisi olumlu olacaktır. Banka borç vermeleri artabilir, yatırım talebi uyarılabilir ve çalışma semayesi maliyetleri düşer. Diğer taraftan, eğer daha yüksek mevduat faiz oranları, tefecilerin enformel piyasasındaki kaynakları bankacılık sektörüne kanalize etmelerine katkıda bulunuyorsa, burada zorunlu karşılıktan kaynaklanan bir kredi daralması söz konusu olur (Taylor, 1983: 197). Ayrıca formel kurumların, tefeci piyasasından daha katı kurallara sahip olduğuda unutulmamalıdır. Sonuç, çalışma sermayesinin maliyetlerinin artmasına, yatırım talebinin düşmesine ve ekonomik aktivitelerin seviyesinde bir duraklama şeklinde ortaya çıkabilir.

Cho (1990), McKinnon ve Shaw modellerini Yeni Yapısalcı modellerle karşılaştırmaktadır. Yazar, “özünde görünüşte birbirine karşı olan bu gruplar finansal liberalizasyonu tartışmaktadırlar. Bunların sadece finansal liberalizasyonda değil, finansal liberalizasyonun yönteminde de birbirinden farklı” olduklarını ileri sürer (Cho, 1990). Ayrıca Cho (1990)’ya göre, her ikisinin finansal liberalizasyon görüşü, gelişmekte olan ülkelerde bankaların tek organize olmuş finansal piyasalar olduğu ve enformel kredi piyasalarının önemli bir yer tuttuğu anlayışına dayanmaktadır.

Finansal liberalizasyonun etkisi üzerine farklı sonuçlar, bankaların etkinliği ve finansal kaynakların mobilizasyonunda enformel kredi piyasalarının varlığı konusundaki farklı algılayışlardan kaynaklanmaktadır (Kar, 2001a). McKinnon ve Shaw okulu, enformel kredi piyasalarının hane halkının tasarruflarını yatırımlara etkin bir şekilde aktarmayacağını ve dolayısıyla tek organize piyasa olan ve baskı altında tutulan bankacılığın liberalizasyonunun ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceğini belirtmektedir. Buna karşın, yeni yapısalcı okul, enformel kredi piyasasını oldukça rekabetçi bulmaktadır. Çünkü, zorunlu karşılık uygulaması ticari bankaların finansal aracılık rolünü sınırlandırmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yeni yapısalcılar gelişmekte olan ülkelerdeki enformel kredi piyasasını tam anlamıyla liberalize ve etkin bir yapıda olduğunu kabul etmektedirler. Son olarak, Cho (1990), eğer faiz oranı tavanları elimine edilirse veya tavanlar piyasa koşullarını yansıtacak şekilde yükseltilirse, organize olmuş finansal piyasaların organize olmamış veya enformel para piyasalarından daha fazla finansal aracılık yaptığını ve organize olmuş finansal piyasaların kredileri daha etkin bir şekilde tahsis ettiğini ifade etmektedir.

1.1.4.2. Yeni-Keynesyen ve Post-Keynesyen Okul

McKinnon ve Shaw tarafından ileri sürülen finansal liberalizasyon Yeni Keynesyen (Neo-Keynesian) ve Post Keynesyen (Post-Keynesian)¹³ iktisatçılar tarafından eleştirilmiştir. Bu iktisatçılara göre, finansal liberalizasyon sonucu artan faiz oranları yatırımları azaltarak efektif talebi daraltacak ve bu talep daralması ekonomik büyümeyi azaltarak finansal sistemdeki istikrarsızlığı artırabilecektir (Burkett ve Dutt, 1991; Stiglitz, 1994; Auerbach ve Siddiki, 2004).

Yeni-Keynesyen Yaklaşım, McKinnon ve Shaw hipotezinin tam istihdam varsayımlarına dayalı ödünç verilebilir fonlar teorisinin eksik istihdam şartlarında olan bir ekonomi için, liberalizasyondan beklenen pozitif etkiyi sağlayamayacağını vurgulamaktadır. Diğer taraftan dış finansal liberalizasyonla birlikte yükselen faiz oranları krediyi verenler açısından riski artırabilecektir. Finansal krizlerin bankacılık kesiminden kaynaklandığını savunan Yeni-Keynesyenler, dışa açılmayla birlikte, yükselen faiz oranları ve enformasyon asimetrisinden¹⁴ kaynaklanan piyasa istikrarsızlığı gibi nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyonu sorgulamaktadır. Post Keynesyen Yaklaşım, geleceğin belirsizliğinden yola çıkarak yatırımların istikrarsız yapısına vurgu yapmaktadır. Böyle bir durumda finansal olarak dışa açılma, faiz oranlarındaki yükselmeden kaynaklanan spekülasyon ortamından dolayı beklentileri değiştirerek, kredi verenleri fazla getiri ve fazla risk ortamına çekerek istikrarsız bir yatırım ortamına ve yatırımın kalitesinin düşmesine neden olabilecektir (Atamtürk, 2007: 78-79).

Post Keynesyen Yaklaşım piyasa tarafından belirlenen denge faiz oranının yatırımlar ve tasarrufları eşleştireceği (match) görüşüne karşı çıkmaktadırlar. Tasarruf, Keynesyen gelenekte faiz oranlarından ziyade temel olarak gelirin bir fonksiyonudur. Dolayısıyla tasarruflardaki bir artış yatırımların artmasını gerektirmez. Ayrıca

¹³ Neokeynesyen ile Post Keynesyen yaklaşımlar aynı kökenden (Keynesyen) gelmekle birlikte, farklılıkları vardır: Farklılığın kaynağı öncelikle beklentilere dairdir. Post Keynesyenler, ekonomik birimlerin beklentilerini içsel kabul ederler. Beklentilerin içsel olması, yatırımların şimdiki ve gelecekteki getiri ve risk seviyelerinin belirsizliğinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca bunlara göre ekonomik birimler, kararlarında sağduyu sahibidirler. Sağduyu sahibi birimler zamanla rasyonel olmayan kararlar verebilirler. Yani, gerçekte rasyonel olmayan riskli bir yatırım, beklentilerin sağduyu tarafından etkilenmesi sonucu rasyonel bir yatırım gibi algılanabilir (Esen, 1998: 27; Taş, 2001: 25).

¹⁴ Finansal piyasalarda, kredi şu an verilirken, geri ödemesi gelecekte yapılır. NeoKeynesyen eleştirel yaklaşım, kredi piyasalarındaki borcun ödenmeme riski ve bu konudaki bilgi hakkında tarafların alacaklı aleyhine eşit olmadığını (kredi piyasaları arz ve talep tarafında simetrik değildir) öne sürmektedir. Çünkü borçlunun borcunu zamanında ödemesini belirleyen objektif bir yöntem bulunmamaktadır. Bu asimetri borçlu tarafın kredi verenlere göre, getiri ve risk konusunda, daha fazla bilgiye hatta bilginin tamamına sahip olmasına dayalıdır (Esen, 1998: 26).

enformasyon asimetrisinin varlığı, dışsallıklar ve borç verme süreçlerindeki ölçek ekonomileri, piyasa başarısızlıklarına neden olur. Dolayısıyla da düzenlenmemiş piyasanın bu başarısızlığı finansal istikrarsızlığa kaynaklık edebilir (Auerbach ve Siddiki, 2004: 250).

Finans ve ekonomik büyüme konusunda Post Keynesyen Teori, aşırı kapasitenin olduğu kapalı bir ekonomide finansal liberalizasyonun toplam talebi ve karları azalttığını ifade eder. Bu azalma tasarrufları, yatırımları ve ekonomik büyümeyi azaltır (Burkett ve Dutt, 1991; Gibson ve Tsakalotos, 1994). Faiz oranlarının serbest bırakılması şeklindeki finansal liberalizasyon kısa dönemde karşılıklı iki etkiye sahiptir (Auerbach ve Siddiki, 2004: 250): Birincisi; pozitif etki: Mevduat faiz oranlarındaki bir yükselme, ekonomik birimlerin mevduatlarını artırmaya etki edecek ve bunun sonucunda borç verme arzında bir artış olacaktır. Arzdaki bu artış, borç verme faiz oranını azaltacak, yatırımları arttıracak ve ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. İkincisi, negatif etki: Tasarruflardaki artış, toplam talebi azaltır, bu da karlarda, tasarruflarda, yatırımlarda ve üretimde bir azalmayla sonuçlanır. Belirsizlik veya gelecekteki karlara ilişkin kötümser bakış, bu negatif etkiyi daha da derinleştirebilir ve tasarruflar, yatırımlar ve büyüme üzerinde olumsuz etkiler oluşturur. Yatırımlar üzerinde uzun dönem hızlandıran etkisinin varlığında nominal faiz oranlarındaki bir artış, aşırı kapasitenin olduğu bir ekonomide borçlanma maliyetini yükseltir, ki bu da fiyatları yükseltir, reel ücreti ve toplam talebi azaltır (Dutt, 1994). Böylece, tasarruflarda, yatırımlarda ve kapasite kullanımında bir düşüş söz konusu olur. Uzun dönem negatif etki kısa döneme göre daha baskın ve ciddidir.

Ayrıca faiz oranlarındaki bir artış negatif sonuçlar ortaya çıkarabilir (Gibson ve Tsakalotos, 1994): Birinci olarak, reel döviz kurunda düşmeye neden olur, bu da mal ticareti yapılan sektörde, ihracatı daha pahalı hale getirerek negatif etki yaratır. Değer kaybetme, ihracatı azaltır ithalatı arttırır ve sonuç olarak dış ticaret açığında bir yükselmeye neden olur. İkinci olarak, faizlerdeki bir yükselme, kısa dönemli mevduat toplayıp uzun dönemli borç vermeleri nedeniyle, bankaların zararlarının artmasına sebep olabilir. Bankalar, finansal liberalizasyondan sonra mevduat faiz oranları yükseldiğinde anlaşma döneminde eski kredilerinin kredi faiz oranlarını değiştiremezler. Bu yüzden bankanın bakış açısından fonların maliyeti getirisinden daha yüksek olacak ve bankalar bu yüzden zarar edeceklerdir. Üçüncü olarak, faizlerdeki bir yükselme, gelişmekte olan ülkelerde, hükümetin bütçe açıklarının artmasına neden olur.

Çünkü, açıkların çok büyük bir oranı bankalar tarafından finanse edilir. Ayrıca, zorunlu rezerv oranlarındaki bir azalma anlamında finansal liberalizasyon ve hazine bonusu almadaki bir azalma vergi gelirlerini azaltacaktır. Kamu harcamalarındaki azalma da toplam talebi azaltır. Bu da finansal liberalizasyonunun üretim ve büyüme üzerine olumsuz etkilerini daha da ağırlaştırır. Zaten gelişmekte olan ülkelerde yüksek bütçe açıkları ve hükümet gelirlerinin enflasyon vergisine (senyoraj) bağımlılığı çok sık görülen bir durumdur. Ayrıca, hükümet eğitimde ve diğer altyapı yatırımlarında baş aktördür. Sonuç olarak, faiz oranlarının liberalizasyonu eğitim ve diğer sermaye yatırımları için yapılan kamu harcamalarını azaltacaktır. Dolayısıyla, bu tartışmalar finansal sektördeki liberalizasyondan önce bütçe açıklarının azaltılması gerektiğini göstermektedir.

Finansal baskı kuramına mikroekonomiye dayalı bir modelle karşı çıkan Stiglitz (1998a), iyi işleyen finansal piyasaların kaynak tahsisatında yüksek getirili projeleri seçtiğini, kredi kullanımlarını etkin olarak denetlediğini ve böylelikle ekonomik büyümeye pozitif etkide bulunduğunu ileri sürmektedir (Emek, 2000: 68). Finansal piyasaların ekonominin reel yanından farklı olduğunu belirten Stiglitz, serbest ve rekabetçi piyasaların reel sektör için geçerli olmasına karşılık, finansal piyasalar için geçerli olamayacağını söylemektedir (Stiglitz, 1998a).

Piyasalardaki belirsizlik ve gelecek (future) piyasalarının yetersizliği zamanlararası para değişimini riskli kılmaktadır. Borçlu olanın durumu ve kredinin verildiği projenin riski hakkındaki bilgiler de önemlidir. Böyle bir bilgiyi elde etmek maliyetlidir ve dışallığa neden olmaktadır. Bilgi kamu malı olduğundan bir finansal kurumun borçlunun ödeme kapasitesi hakkında bilgi edinmesi ve buna göre tavır alması durumunda, piyasadaki diğer birimlerde böyle davranacak fakat maliyetlere katlanmayacaktır. Bilginin tam paylaşılmadığı piyasalarda ise ters seçim¹⁵ (adverse selection) ve ahlaki tehlike¹⁶ (moral hazard) nedeniyle piyanın tökezlemesi kaçınılmaz olacaktır (Stiglitz, 1998b).

¹⁵ Ters seçim problemi kredi sözleşmesinden önce ex ante olarak ortaya çıkmaktadır. Krediyi verenler, geri ödememe riski olmayan projelere borç vermek istemektedirler. Bununla birlikte riskli projelerin sahipleri borçlanmaya daha isteklidirler. Ancak kredi verenler bu tip yatırımcılara iflas ihtimallerinin yüksekliğinden dolayı kredi vermek istememektedirler. Fakat, kredi talebinin artması sonucunda faiz oranlarının yükselmesi, görece olarak güvenli projelere sahip risk karşıtı yatırımcıları kredi pazarından çıkaracaktır. Kredi faizlerinin yükselmesi kredi pazarında yüksek riskli az sayıda yatırımcının neden olarak ters seçim problemi yaratmaktadır (Emek, 2000: 69).

¹⁶ Ahlaki tehlike, iki taraf arasında yapılan bir sözleşmenin taraflardan birinin davranış yapısını ex post olarak değiştirmesiyle ortaya çıkmaktadır. Ahlaki tehlike, sözleşme taraflarından birinin dürüst olmayan

Stiglitz'e (1998a) göre, bilginin aksak olduğu piyasalarda rekabette aksak olmaktadır. Bu aksak rekabet ortamında, ekonomide çok sayıda banka olmasına rağmen mevduat ve kredi rekabeti de sınırlı olacaktır. Aksak rekabet ortamında yapılan finansal liberalizasyon mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki farkı, beklenildiği gibi küçülteceği yerde, daha da açabilecektir (Emek, 2000: 70). Diğer taraftan yüksek faizler, daha güvenli ve riski az yatırımcıların kredi pazarından çıkmasına neden olacak ve Pazar riski yüksek yatırımcılara kalacaktır. Bankalar ise, risk konusunda seçim problemiyle karşılaşacaklardır. Bunlardan dolayı, yetersiz enformasyon ve aksak piyasaların bulunduğu piyasalarda piyasa tökezlemesini önlemek ve birimleri daha iyi bir refah seviyesine getirmek için bazı alanlarda devletin finansal piyasalara müdahale etmesi gerekmektedir (Stiglitz, 1998a).

Yetersiz enformasyonun veri olduğu piyasalarda Stiglitz finansal kısıtlamanın (financial restraint)¹⁷ dört kanaldan ekonomik etkinliği daha da arttıracaklarını ileri sürmektedir (Emek, 2000: 71): İlki, daha düşük faiz oranı, kredi alanların ortalama kalitesini (sağlamlığını) artıracak; ikincisi, sermayenin maliyetini (faiz haddi) düşüreceğinden, borçlu firmanın piyasa değerini yükseltecek; üçüncüsü, ekonomik büyümeyi hızlandırmak için ihracata yönelik sektörlerde, kaynak tahsisinde kullanılabilir ve sonuncusu ise, doğrudan kredi programları ile teknolojinin hızla geliştiği sektörlerde borç verilmesi sağlanabilecektir.

1.2. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME

Ekonomik büyüme gelişmekte olan ülkeler için ciddi bir öneme sahiptir. İktisatçılar ülkeler arasındaki büyüme hızlarının neden farklı olduğunu araştırmaktadırlar. Büyüme modelleri çerçevesinde literatürde son yıllara kadar hakim olan Neo-klasik anlayış bu farklılığın nereden kaynaklandığını açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Geliştirilen yeni büyüme modelleri ise, bir ekonominin sahip olduğu beşeri sermayenin, dış ticaret politikasının, finansal gelişmesinin ve kamu harcamaları politikalarının ekonomik büyümeye katkıda bulunacağını vurgulamaktadır. Burada büyüme modellerinde

ya da dikkatsiz davranışı sonucu diğer taraf aleyhine bir zarar neden olması ya da zarar ihtimalinin artmasıdır (Emek, 2000: 69).

¹⁷ Stiglitz, finansal kısıtlama (financial restraint) tabiriyle, finansal piyasalara devletin müdahale edip etmemesinden öte, ne kadar müdahale edeceğini yani devletin rolünün ne olması gerektiğini tartışmaya açmaktadır. Yani, finansal piyasalarda fiyat rekabetine bir müdahale vardır. Bu kısıtın amacı, devletin kendisine rant yaratması yerine, özel sektörün bizzat kendi içerisinde kendisine rant yaratmaktır. Finansal piyasalarda böylece yaratılacak rant, hem sosyal açıdan faydalı projelerin fon bulmasına yardımcı olurken hem de finansal kuruluşları daha etkin ve güvenli hizmet sunmak için rekabete yönlendirecektir (Emek, 2000: 72).

finansal sektörün ve bu sektördeki gelişmenin ekonomik büyüme teorilerinde yeri ortaya konulacaktır.

1.2.1. Neo-Klasik Büyüme Modelinde Finansal Gelişmenin Yeri

1980'lerin ikinci yarısında geliştirilen İçsel Büyüme modellerine (endogenous growth theories) kadar literatüre Neo-klasik büyüme modelleri hakim olmuştur. Neo-klasik büyüme modellerinin asıl çıkış noktasını tam istihdama ulaşmada gerekli olan dinamik şartlar oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle teori Keynes'in klasik iktisat teorisine getirdiği eleştirilerin dinamik analizidir (Yülek, 1997: 89).

Solow (1956) tarafından temelleri atılan ve daha sonra Neo-klasik büyüme teorisi olarak literatürde yer alan yaklaşıma göre, nüfus artış hızı ve teknolojik gelişme büyüme belirleyen dışsal değişkenler olarak modelde yer almaktadır.

Solow (1956)'un modeli, Cobb- Douglas üretim fonksiyonu yardımı ile teknoloji nötr olmak üzere şu şekilde ifade edilebilir:

$$Y = f(K, L) = AK^\alpha L^{1-\alpha} \quad (1.36)$$

Burada Y çıktı düzeyini, K sermaye miktarını, L emek miktarını ve A teknolojiyi göstermektedir ve $1 > \alpha > 0$ 'dır. Solow (1956) büyüme modeli, üretim fonksiyonunun ölçeğe göre sabit getiri varsayımına dayanmaktadır. Yani, eğer sermaye ve emek iki kat artıyorsa, yeni kullanılan girdiler üretimi iki kat arttıracaktır. Bu üretim fonksiyonundan yola çıkılarak durağan durum (steady-state) sonuçlarına ulaşıldığında, ekonomik büyümenin nüfus artış hızı ve teknolojik gelişme hızı tarafından belirlendiği ve modelde dışsal olduğu görülmektedir (Kar ve Taban, 2003: 3).

Solow (1956) ve Swan (1956)'ın çalışmalarının çıkış noktasını oluşturduğu Neo-klasik teori şu varsayımlara dayanmaktadır (Kibritçioğlu, 1998: 209-214):

- Modelde ölçeğe göre getiriler sabittir (azalan verimlere dayalı)
- Sermayenin marjinal verimliliği azalmaktadır
- Bağımsız bir yatırım fonksiyonu bulunmaktadır
- Faktörlerarası ikame olanaklıdır
- Nüfus dışsal olarak belirlenen sabit bir hızla büyümektedir
- Devlete ekonomik hayatta sınırlı bir rol verilmektedir.

Bu varsayımlardan hareketle Neo-klasik teoreinin iki temel öngörüsü bulunmaktadır: Birincisi; görel olarak daha çok tasarruf eden bir ülke daha az tasarruf eden ülkeye oranla durağan halde sermaye yoğun ve daha zengin olacaktır. Yani modelde tasarruf oranı ile durağan olan sermaye işgücü ve kişi başına gelir değerleri doğru orantılıdır. Ancak tasarruf oranındaki artış durağan haldeki büyüme hızına etki etmemektedir. Model azalan verimlerle ifade edildiğinden durağan hale geldiğinde ekonomik büyümeyi belirleyen temel unsur, teknolojiye de değişme ve nüfus artış hızıdır ve bu iki unsur model içerisinde belirlenmeyip modele dışsal olarak katılmaktadır.

Diğeri ise; yakınsama hipotezi (convergence hypothesis) olarak adlandırılan öngördür. Yakınsama hipotezinin anlattığı şey, uzun dönemde ülkelerin kişi başına düşen milli gelir seviyelerinin birbirlerine yaklaşacağı ve böylelikle de gelişmişlik farklarının kendiliğinden ortadan kalkacağı şeklindedir. Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeleri yakalamaları, yakalama süreci (catching-up process) olarak adlandırılmaktadır. Ülkelerin gelişmişlik farklarının nedeni sermayenin azalan marjinal verimliliğiyle ifade edilmektedir. Sonuç olarak, yakınsama hipotezi yoksul ülkelerin zengin ülkelere daha hızlı büyüüp onları er ya da geç yakalayacaklarını öngörmektedir. Ancak yapılan ampirik çalışmalar ve gözlemler, gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki gelişmişlik farkının azalmadığını, aksine arttığını ortaya koymaktadır. Bu tartışmalar, Neo-klasik büyüme modellerinin ülkeler arasındaki gelişmişlik farkını yeterince açıklayamadığını göstermektedir (Kar ve Taban, 2003).

Modeldeki bağımsız yatırım fonksiyonu, yatırıma yansıyan bir tasarruf artışının bir süre için büyümeyi arttırabileceğini ifade eder. Ama yatırımın çoğalması ile sermayenin işgücüne oranı artacak, sermayenin marjinal verimi azalacak, ekonomi durağan denge (steady-state) durumuna dönecektir. Yatırım artışının büyümeye etkisi geçici bir süre için olacaktır (Renelt, 1991; Bulutay, 1995; Jones, 1995).

Finansal sistem de tıpkı yatırımların yarattığı geçici büyüme etkisi gibi Neo-klasik çerçevede denge durumunda sadece kişi başına gelir seviyesi düzeyini etkileyebilir. Burada da kişi başına gelirin büyüme oranına etkisi geçicidir (Renelt, 1991).

Neo-klasik teoride ekonomik hayatta devlete sınırlı bir rol verilmesi kamu politikalarının büyüme üzerindeki etkisini de göz ardı etmektedir. Yani hükümet politikalarının ekonomik büyümeyi etkilemesi mümkün değildir (Demir, 2002; Kar ve Taban, 2003). Mankiw, Romer ve Weil (1992) tarafından sermaye konsepti genişletilerek fiziki sermayeyle birlikte beşeri sermayenin de ekonomik büyümeye katkı

yapacağı Neo-klasikler tarafından ileri sürülmektedir. Bu araştırmacıların geliştirdiği modelde Solow'un öngörülerini destekler sonuçlar bulduklarını ve modelin kişi başına gelir farklılıklarının yüzde 80'ini açıklayabildiğini savunmaktadır. Ancak Barro (1995), beşeri sermaye modele dahil edilse bile, teknolojideki devamlı iyileşmenin modellenmediği durumda, durağan denge durumunda kişi başına büyümenin eninde sonunda duracağını tartışmaktadır.

1.2.2. İçsel (Yeni) Büyüme Teorilerinde Finansal Gelişmenin Yeri

Solow (1956)'un modelinde teknolojik ilerleme dışsal (nasıl ortaya çıktığı modelde açıklanmayan) bir olgu olduğundan, aslında model ekonomik büyümenin nasıl meydana geldiğini açıklayamamaktadır. Solow (1956) modelinin bu önemli eksikliği, büyümenin nasıl meydana geldiğini ve dolayısıyla da büyümeyi etkileyen politikaların neler olduğunu açıklamayı amaçlayan yeni bir yaklaşımın ortaya çıkmasına yol açmıştır. 1980'li yılların sonlarında ortaya çıkan ve öncülüğünü Romer (1986) ve Lucas'ın (1988) yaptığı bu alternatif yaklaşım, Neo-klasik modellere bir reaksiyon olarak ortaya çıkmış ve "içsel (yeni) büyüme teorisi" olarak adlandırılmaktadır (Renelt, 1991; Bulutay, 1995). Yeni büyüme modelleri her şeyden önce Neo-klasik büyüme modelinin öngörülerini reddetmektedir. Model uzun dönemde büyümeyi etkileyen *kayıp* ögeyi bulmaya çalışmaktadır. Bunu da teknolojik gelişmelerin dışsallığını reddederek ve modele katarak yapmaktadır (Karabulut ve Emsen, 1997).

Eski ve yeni büyüme modelleri arasındaki en önemli fark ise, sermayenin getirisine ilişkin kabul edilen varsayımdan kaynaklanmaktadır. Eski modeller sermayenin azalan getirisini kabul ederken yeni modeller beşeri sermayeyi de (human capital) kapsayan sermayenin artan getirisinin olabileceğini ve bu artan getirinin de uzun dönemde büyümeyi sürekli kılabileceğini ileri sürmektedir (Sala-i Martin, 1990).

Yeni büyüme modellerinde teknolojinin içselleştirilmesinin yanı sıra, bilgi taşmaları ve kamu politikası modellerinin de ekonomik büyümeyi etkileme güçleri ön plana çıkmaktadır. Bilginin, kamu malı özelliği taşıdığını vurgulayan Romer (1986), bilginin mükemmel olarak patentlenemeyeceğini ve saklanamayacağını ifade ederek, bir şirket tarafından üretilen yeni bir bilginin diğer şirketlerin üretim imkanları üzerinde olumlu dışsallıklar oluşturacağını vurgulamaktadır. Modellerde artan getirinin kaynağına ilişkin çeşitli öneriler bulunmaktadır. Özellikle Romer (1986; 1990) Ar-Ge çalışmalarının; Barro (1990) kamu harcamalarının; Rebelo (1991), kümülatif sermayenin; Pagano

(1993), finansal piyasaların ve Lucas (1988), beşeri sermayenin artan getirinin kaynağı olabileceğini ileri sürmektedir.

Yeni büyüme modelleri bir ekonominin büyümesini etkileyen sektörlerin önemini açıkça belirtmektedir. Pagano'nun (1993) yanı sıra finansal sektör ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki yeni büyüme modelleri çerçevesinde birçok iktisatçı tarafından ele alınmıştır (Greenwood ve Jovanovic, 1990; Bencivenga ve Smith, 1991; King ve Levine, 1993a, 1993b; Roubini ve Sala-i Martin, 1992; Hermes ve Lensink, 1996; Levine, 1997; Deidda, 2006).

Daha teknik bir ifadeyle, sermaye stoğuna dayanan Rebello (1991) tipi bir üretim fonksiyonundan yola çıkılarak finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkısı gösterilebilir:

$$Y_t = Af(K_t) \quad (1.37)$$

Burada Y_t ve K_t , sırasıyla t zamanındaki üretim ve fiziki sermaye stoğunu göstermektedir ve A bir sabittir. Bu denklemin türevi alındığında ve büyüme oranı, Δy ; tasarruf oranı (dK/Y), s ve fiziki sermayenin marjinal verimliliği, ϕ ile gösterilirse;

$$\Delta y_t = A \frac{dK_t}{Y_t} f'(K_t) = As_t \phi_t \quad (1.38)$$

denklemini elde edilir. Bu denklemde çıktı büyüme oranının tasarruf oranı ve sermayenin marjinal verimliliği tarafından belirlendiği görülmektedir. McKinnon (1973), Shaw (1973), Kapur (1976) ve Mathieson (1980), finansal gelişmenin büyüme üzerine etkisini genellikle tasarruf değişkeni aracılığıyla olduğunu ileri sürerken, Goldsmith (1969), verimlilik değişkeni aracılığıyla katkının olabileceğini ifade etmektedir. Yeni büyüme teorileri bu verimlilik argümanını destekleme eğilimindedirler ve finansal piyasaların büyüme üzerine etkisini ϕ_t aracılığıyla olduğuna odaklanmaktadırlar (Pagano, 1993).

Ampirik çalışmalarda, büyüme üzerine etkisi beklenen sektörü (değişkeni) ekleyerek genişletmek oldukça yaygındır. Roubini ve Sala-i Martin (1992); Coe ve Moghadam (1993); Leigh (1996); Bekaert, Harvey ve Lundblad (2005); Shan ve Jianhong, (2006); Tswamuno, Pardee ve Wunnava (2007); üretim fonksiyonunu finansal gelişmeyi içerecek şekilde genişletmektedirler. Bu genişletme Cobb-Douglas üretim fonksiyonunda şu şekilde gösterilebilir:

$$Y_t = \phi(FD_t)^{\delta_1} H_t^{\delta_2} K_t^{\alpha} L_t^{\beta} \quad (1.39)$$

Burada Y , üretimi; K , fiziki sermayeyi; L , işgücünü; H , beşeri sermayeyi ve FD , finansal gelişmeyi göstermekte ve $\phi'(FD) > 0$ 'dır. Buradaki düşünce finansal sektör ekonominin tamamının mikroekonomik etkinliğini değişik yollarla artırmasına dayanmaktadır: Finansal sektör, yatırım ve tasarruf arasındaki bağı iyileştirilmesine, sermaye stoğunu en iyi kullanım yerine etkin bir şekilde tahsis edilemesine ve bilginin toplanma ve değerlendirilmesine katkıda bulunmaktadır (Roubini ve Sala-i Martin, 1992; Leigh, 1996). Ayrıca finansal aracılığın yokluğunda veya yüksek maliyetle varlığında, potansiyel girişimciler yatırım projelerini kendi özkaynaklarıyla gerçekleştirmek zorunda bırakılacaklardır. Bu, girişimcilerin daha düşük getirili projeleri gerçekleştirmeye sevkedecektir. Diğer bir problem ise, yüksek enflasyon minimal birikimleri eritecektir. Bütün bunlar, makroekonomik veya toplam üretim fonksiyonu bakış açısından, finansal olarak daha gelişmiş ekonomilerde belirli bir girdinin, K , daha büyük çıktıya, Y , dönüşeceğini gösterir. Bu, üretim fonksiyonunun neden finansal gelişmenin artan bir fonksiyonu olduğunu açıklamaktadır (Roubini ve Sala-i Martin, 1992).

Pagano'ya (1993) göre de, finansal sektör ekonomik büyümeye; fonları yatırımlara kanalize ederek, sermayenin ortalama verimliliğini artırarak ve tasarrufların etkinliğini artırarak katkıda bulunmaktadır. Finansal sistem, fon fazlası olan birimlerden fon açığı olan birimlere doğru yapılan fon akışında yatırımcıya kolaylık sağlar. Bu süreçte finansal araçların bilgi toplama ve alternatif yatırım projelerini değerlendirme olanakları vardır. Finansal araçlar sağlanan fonların denetimini de yapabilir. Eğer finansal araçlar proje değerlendirme, bilgi toplama ve fonların amacına uygun olarak kullanılıp kullanılmadığını en etkin bir şekilde yerine getirirse daha etkin yatırımları finanse etmiş olacaklardır. Doğal olarak bu fonksiyonları etkin bir şekilde yerine getiren finansal sistemden sermayenin ortalama verimliliğine katkı yapması beklenecektir.

Bununla birlikte finansal sistem yatırımcıya risk paylaşımı olanakları sağlayarak yatırımların daha verimli alanlara kaymasını sağlayıp sermayenin ortalama verimliliğinde bir artışa neden olabilir. Finansal araçların varlığı ve fonksiyonlarını etkin bir biçimde sağlamaları halinde yatırımların ortalama verimliliği artabilir ve bu da hızlı bir büyümeye yol açabilir (Greenwood ve Jovanovic, 1990).

İçsel büyüme modellerine göre, finansal sistemin etkinliğinin artması uzun dönemli bir büyüme etkisine yol açacaktır. Finansal aracılık kurumları, bu etkinlik artışını kendi bünyelerindeki her türlü faktörle (işletme yönetiminin etkinleştirilmesi, hizmet içi

eğitimden geçmiş personel ve modern teknolojilerin adaptasyonu gibi) gerçekleştirebilir.

Finansal sistem tasarrufların mobilizesi özelliğiyle sermaye birikiminde kullanılacak kaynakların miktarını arttırabilir. Beşeri sermayeyi de içine alan sermayenin azalan getirisi söz konusu değilse, finansal sistem büyüme oranını sürekli olarak arttırma gücüne sahiptir (Kar ve Ağır, 2003).

Finansal liberalizasyon hipotezinin teorik tartışmalarının oluşturduğu birinci bölümden sonra, Türkiye’de finansal liberalizasyon politikaları ve bu politikaların makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi ikinci bölümün konusunu oluşturmaktadır.

2. BÖLÜM: FİNANSAL LIBERALİZASYON SÜRECİ VE MAKROEKONOMİK GELİŞİM

Türkiye’de Cumhuriyet’in ilanından günümüze kadar iç ve dış dinamiklerden kaynaklanan makroekonomik sorunların çözümü için uygulanan politikalarda dönem dönem önemli kırılmalar olmuştur. Türkiye Ekonomisi’ni, uygulanan politikalardaki değişikliklere göre dönemselleştirmek ise literatürde sıkça görülen bir durumdur. Bu dönemler, Cumhuriyet’in ilanından 1929 Dünya Ekonomik bunalımına kadar, 1933’den sonra devletçiliğin benimsenmesi ve İkinci Dünya Savaşı sonrası 1950’lerin başında kısa bir liberal politika denemesine rağmen devletçiliğin sürdürülmesi, 1960 sonrası planlı kalkınmanın başlaması ve 1980’e kadar sürmesi ve uygulanan ithal ikameci politikanın krize girmesiyle birlikte çözüm olarak dışa açık ekonomi politikalarının 24 Ocak 1980’de benimsenmesi ve günümüze kadar artan bir hızda uygulanması şeklinde olmuştur.

Bu bölümde finansal sektörün içinde faaliyette bulunduğu makroekonomik atmosferin dönemler itibariyle temel özellikleri ve gelişim dinamikleri incelenecektir. Özellikle uygulanan ekonomi politikalarının temel parametreleri, krizler ve krizlerden çıkış için benimsenen yeni politika seçenekleri ayrıntılı bir şekilde değerlendirilecektir. Makroekonomik çerçevenin incelenmesi, öncelikle finansal sektörün yerinin belirlenmesi açısından önem arz etmektedir. Çünkü bir ekonomide uygulanan makroekonomik politikalarla finansal sektör politikaları arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Çoğu zaman makroekonomik yapı içerisinde finansal sektöre genel politika hedefleri doğrultusunda bir rol biçilmekte ve finansal sektörün de bu hedefler doğrultusunda faaliyette bulunması beklenmektedir. Makroekonomik çerçevenin değişiminin hiç kuşkusuz finansal sektörde de bir yansıması olmaktadır. Dolayısıyla makroekonomik gelişmelerin finansal sektördeki gelişmelere özel vurgu yaparak ele alınması, finansal gelişmeyi belirleyen temel dinamiklerin ekonometrik olarak inceleneceği sonraki bölümlerdeki modellemelerin anlaşılmasına ve elde edilen sonuçların yorumlanmasına önemli katkı sağlayacaktır.

Bu çerçevede özellikle 1980’lere kadar uygulanan ithal ikameci sanayileşme ile 1980 sonrası uygulanan dışa açık liberal politikaların genel özellikleri ve bu temel yapı içerisinde finansal sektördeki gelişmelerin ayrıntılı bir şekilde incelenmesi bu bölümün temel amacını oluşturmaktadır. Bu bölümde kullanılan temel makroekonomik göstergeler, TÜİK, 2009; DPT, 2009; IFS, 2009’dan elde edilmiştir.

2.1. İTHAL İKAMECİ SANAYİLEŞME VE FİNANSAL BASKI

Mustafa Kemal ekonomiye verdiği önemi göstermek için Cumhuriyet'in ilanından önce Şubat 1923'te İzmir İktisat Kongresi'ni toplamış ve uygulanacak ekonomi politikalarının çerçevesini belirlemeye çalışmıştır. Bu bağlamda girişim özgürlüğüne ve özel sektörün öncülüğüne dayanan bir politika demetinin tercih edildiği görülmektedir. Ancak uygulanan politikaların, Cumhuriyeti kuran Mustafa Kemal'in ve halkın arzuladığı hızlı ekonomik gelişmeyi sağlayamadığı çok geçmeden görülmüştür. 1933 yılında uygulanmaya başlanılan, hızlı kalkınmanın ve sermaye birikiminin devlet eliyle oluşturulmasını öngören ve literatürde devletçilik olarak anılan iktisat politikası bu alternatif politika arayışlarının ürünüdür. Devletçilik, 1929 Dünya Ekonomik Buhranından çıkış yolu arayan Türkiye'nin özel koşullarında doğmuş ve uygulanmış bir sermaye birikim modelidir (Boratav, 2006: 140-144). Türkiye, bu ekonomik politika çerçevesinde daha çok temel tüketim mallarının içeride üretilmesini amaçlayan sanayileşme planı yapmış ve bunu da oldukça başarılı bir şekilde uygulamış bir az gelişmiş ülke olmuştur. İkinci Dünya Savaşı, hazırlanan ikinci planın uygulanmasını imkansız hale getirirse de, devletçilik 1950'lerin ilk yarısındaki kısa bir ara dışında 1960'lara kadar uygulanmıştır (Tokgöz, 2001: 131).

1960 yılında Devlet Planlama Teşkilatının (DPT) kurulmasıyla, ithal ikamesine dayanan sanayileşme politikaları, 1963'ten itibaren Beş Yıllık Kalkınma Planları (BYKP) çerçevesinde, devletçilik kalkınma planlarıyla sürdürülmeye başlanmıştır. 1961'de hazırlanıp 1962'de deneme niteliğinde başlayan ve 1963'ten sonra da sürekli bir şekilde uygulamaya konulan BYKP'lerle Türkiye, planlı kalkınma dönemine girmiştir. İthal ikameci bir anlayışla oluşturulan kalkınma planları 15 yıllık bir perspektif içinde beşer yıllık bir şekilde düzenlenmiştir. Kalkınma planlarının en temel karakteristiği, ithal ikameci bir anlayışı benimsediğinden, korumacı bir özellik taşımaktadır. Yerli sanayinin dışa karşı korunması ve sermaye birikimini bu şekilde daha hızlı bir biçimde gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca hazırlanan kalkınma planlarının kamu sektörü için emredici ve özel sektör için de özendirici nitelik taşıması, yaygın bir şekilde kamu müdahaleciliğiyle sonuçlanmıştır.

2.1.1. İthal İkameci Sanayileşmenin Krizi

Türkiye Ekonomisi'nin makroekonomik ortamı 1960'lı yıllarda genel olarak istikrarlı bir seyir izlemiştir. Makroekonomik istikrarsızlığın temel göstergesi olarak değerlendirilebilecek enflasyon oranları ise, bu dönem itibarıyla gelişmekte olan

ülkelere benzer düzeylerde bulunmaktadır. Ancak 1970’li yılların ilk yarısında, özellikle de yoğun kamu yatırım harcamalarından dolayı mali dengeler bozulmaya ve makroekonomik istikrarsızlıklar yükselmeye başlamıştır (İsmihan, 2008: 4).

Türkiye Ekonomisi 1970’li yılların başında ekonomik bunalım belirtileri göstermeye başlamakla birlikte, 1970’lerin ikinci yarısından sonra ekonomik bunalım ağırlaşmaya başlamıştır. Bu dönemdeki ekonomik bunalımın en belirgin göstergeleri, dış ödeme güçlükleriyle birlikte döviz darboğazlarından oluşmaktadır. İthal ikameci ekonomi politikasının Türkiye’de krizlerle sonuçlanmasının birkaç nedeni bulunmaktadır. Birincisi, 1973 yılında petrol fiyatlarındaki artış ve bunun dünyada yarattığı olumsuz etkilerdir. Petrol krizi dünya ekonomisinde daralmaya neden olduğundan bir yandan ihracatı olumsuz etkilemiş ve dolayısıyla dış açıkların artmasına neden olmuştur. İkinci olarak, dış dünyadaki daralmaya aldırmadan içeride siyasal iktidarın (koalisyon hükümeti) genişletici maliye politikası uygulamasına devam etmesidir. Uygulanan bu politikalar enflasyonun artmasına ve sabit kur politikasının benimsendiği bir ortamda kurların değerlenmesine neden olmuştur. Üçüncü olarak, ithal ikameci sanayileşme politikasının doğasından kaynaklanan sorunlar ortaya çıkmaya başlamıştır. İthal ikameci ekonomi politikaları tüketim mallarının üretimi aşamasında başarı ile uygulanmaktadır. Ancak yatırım malları üretimine geçildiği aşamada artan ithalat için döviz ihtiyacının karşılanması önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır (Öniş, 1999). Özetle, Türkiye’de özellikle petrol fiyatlarındaki artış, 1974 Kıbrıs Barış Harekatı’nın neden olduğu ambargo, içeride uygulanan genişletici maliye politikaları sonucu artan enflasyon ve değerlenen TL, ödemeler bilançosu üzerinde olumsuz etkilere yol açmıştır (Kepenek, 1990: 184).

Türkiye, çıkış yolu olarak dış kaynak kullanımına başvurmak istemiş ve uluslararası finans çevrelerinden kredi bulmakta güçlüklerle karşılaşmıştır. Artan dış açıklarla birlikte kredi imkanlarının daralması, kısa vadeli borçlanmayı zorunlu hale getirerek dış borçların ortalama faiz oranlarının yükselmesine neden olarak, dış borçlanmanın ödemeler bilançosundaki yükünü arttırmıştır. Türkiye’de kısa vadeli borçlanma enflasyonist baskıyı daha da ağırlaştırmıştır. Benzer şekilde, kamu gelir- giderleri arasındaki dengesizlik ve kamu iktisadi teşebbüslerinin (KİT) zararları kamu kesimi borçlanma gereğini (KKBG) arttırarak ve bunların merkez bankası kaynaklarından karşılanmasıyla enflasyonist baskıyı arttırmıştır. Artan enflasyon ise ekonomik bunalımı ağırlaştıran bir sarmala dönüşmüştür. Ekonomideki tüm bu olumsuz atmosfere siyasal istikrarsızlık da eklenince ortaya çıkan tablo daha da kötüleşmiştir.

1970'lerin ikinci yarısındaki makroekonomik gelişmeler Tablo 2.1'de görülmektedir. Özellikle yükselen enflasyon oranları, dış ticaret, cari açık ve KKBG'deki artış açık bir şekilde görülmektedir. Ağırlaşan ekonomik bunalımdan çıkabilmek için, Türkiye dış kaynak sağlama yoluna gitmiş ve bu da dış borçların hızla artmasına neden olmuştur. Makroekonomik göstergelerdeki olumsuzlukları gidermek amacıyla 1978 ve 1979'da IMF destekli ve ödemeler bilançosu açıklarının finansmanını, enflasyon baskısının durdurulmasını ve KİT'lerin kendi kendilerini finanse ederek bütçe üzerinden yüklerinin azaltılmasını ve tasarrufların arttırılmasını amaçlayan, istikrar önlemleri programı yürürlüğe konulmuştur.

Tablo 2.1: Temel Makroekonomik Göstergeler (1975-1979)

| | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Enflasyon Oranı | 19,2 | 17,4 | 27,1 | 45,3 | 58,7 |
| Reel Faiz Oranı | -10,2 | -8,4 | -18,1 | -33,3 | -38,7 |
| S/GSMH | 19,6 | 22,5 | 20,4 | 17,0 | 15,7 |
| I/GSMH | 22,6 | 25,7 | 27,2 | 24,6 | 21,6 |
| Büyüme Oranı | 6,05 | 9,0 | 2,99 | 1,22 | -0,5 |
| İhracat (Mil. \$) | 1401 | 1960 | 1753 | 2288 | 2261 |
| İthalat (Mil. \$) | 4738 | 5128 | 5796 | 4599 | 5069 |
| Dış Ticaret Açığı (Mil. \$) | -3337 | -3168 | -4043 | -2310 | -2808 |
| İhracat/İthalat | 29,6 | 38,2 | 30,2 | 49,8 | 44,6 |
| Cari Açık (Mil. \$) | -1648 | -2029 | -3140 | -1265 | -1413 |
| Cari Açık/GSMH | -3,47 | -3,78 | -5,13 | -1,89 | -1,73 |
| Doğrudan Yatırımlar (Mil. \$) | 114 | 10 | 27 | 34 | 75 |
| Toplam Dış Borç Stoku (Mil. \$) | 4291 | 6920 | 10935 | 13925 | 13439 |
| Kısa Vadeli Dış Borç (Mil. \$) | 1035 | 2706 | 6116 | 7176 | 3556 |
| KKBG/GSMH | 4,7 | 6,7 | 8,2 | 3,2 | 7,2 |

Kaynak: DPT, 2009; IFS, 2009; TÜİK, 2009

Ancak IMF destekli bu istikrar programlarının; siyasi istikrarsızlıklar, iç tutarlılıktan yoksunluk ve eksik yanlarıyla birlikte, etkili biçimde ve gereken sürede uygulanamaması ve nihayet uluslararası mali çevrelerden yeterli desteği göremediğinden dolayı başarılı olamamış, ithal ikameci politikaların sorgulanmasına ve alternatif politika arayışlarına neden olmuştur.

2.1.2. Finansal Baskı (Financial Repression)

Tablo 2.1'de görüleceği üzere 1970'lerin ikinci yarısında artan enflasyon oranları, reel faizlerin negatif olmasıyla sonuçlanmıştır. Bu durum en basit tanımıyla, finansal baskının ortaya çıkmasına neden olmuştur. McKinnon ve Shaw hipotezinin de ileri

sürdüğü gibi, 1970'li yıllarda faiz oranları yetkili otoriteler tarafından belirlenmekte ve artan enflasyon reel faizlerin negatif olmasına neden olmaktadır. Finansal liberalizasyon okulunun ileri sürdüğü gibi, reel faizlerin negatif olmasının tasarrufları olumsuz etkilediği görülmektedir.

Türkiye'de reel faizlerin negatif olması anlamında finansal baskının yanında, uygulanan ithal ikameci makroekonomik politikalar çerçevesinde finansal sektörde yoğun müdahalelerin ve sınırlamaların varlığı söz konusudur (Akyüz, 1990; Toprak, 1993; Binay ve Kunter, 1999). Sermaye piyasalarının bulunmadığı ve finansal sistemin tamamının neredeyse bankacılık sektöründen oluştuğu bir finansal sektör bulunmakta, kamu ve özel sektör ticari bankalarının, finansal piyasaların temel işlevlerini yerine getiren kurumlar olduğu görülmektedir. Dolayısıyla tasarruf sahipleri için tek mali araç mevduat şeklindedir. Bankacılık kesimi genellikle mevduat toplayıp kredi vermek şeklindeki klasik bankacılık görünümü sergilemektedir. Yabancı bankaların faaliyette bulunmaları ve şube açmaları yasaklanmış veya sınırlandırılmıştır. Ayrıca sıkı kambiyo rejimi uygulandığından yerleşiklerin döviz bulundurmaları da kısıtlanmıştır (Toprak, 1993: 20; Binay ve Kunter, 1999: 31-32).

Selektif kredi politikalarının uygulanması nedeniyle mevduat ve kredi faiz oranları piyasa fiyatının altında baskılanmıştır. Finansal sistemde uygulanan kredi tayinlaması, yatırımların etkin olmayan alanlara yapılmasına yol açmaktadır. Yüksek enflasyon nedeniyle negatif getirileri yükselen mevduatlar, kredilerin yatırımlar için fon ihtiyacını karşılayamaz hale gelmesine neden olmaktadır. Bundan dolayı; altın, döviz, gayrimenkul ve mal stoklaması gibi alternatifler reel tasarruf araçları olarak benimsenmiştir. Bu durum finansal sistemin *kadük* kalmasında başlıca rol oynamıştır. Denetimli faiz politikaları, gelişmemiş sermaye piyasaları, dış borçlanmanın zorluğu nedeniyle kamu açıkları, merkez bankası kaynakları ile karşılanmaya çalışılmıştır. Ayrıca finansal piyasalarda gerçekleştirilen işlemler ve buradan elde edilen gelirler daha fazla vergilendirilmiş, aracılık hizmetinin maliyeti ise yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları¹⁸ görece olarak yüksek olduğundan, özel sektöre verilebilecek kredi varlığını sınırlandırıcı bir rol oynamıştır.

¹⁸ Ticari bankalar, mevduatlarının kanunen saptanan bir bölümünü zorunlu karşılık olarak tutmak zorundadırlar. Bu oranın yükselmesi, bankalarının kredi olanaklarını sınırlandırırken, düşürülmesi ise zorunlu rezerv olarak tutulan kısmın bir bölümünün kullanılabilir olmasını sağlayacağından, kredi olanaklarını arttıracaktır. Disponibilite, mevduat kabul eden bankaların taahhütlerine karşılık olarak nakit veya kolaylıkla nakde çevrilebilir, likiditesi yüksek değerler bulundurma zorunluluğu olarak ifade edilmektedir. Bankalardaki mevduat ile bu mevduata karşılık bulundurma zorunda oldukları nakde çevrilebilecek değerler arasındaki ilişkiyi ifade eden disponibilite oranı piyasanın likiditesini etkileyen bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır.

Bütün bunlar finansal sektörün temel fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getirmesini engellemiştir.

2.2. İHRACATA DÖNÜK SANAYİLEŞME VE FİNANSAL LİBERALİZASYON

İthal ikameci sanayileşme politikalarının krize neden olması, 1980 yılında ekonomi politikalarında köklü bir değişiklikle bu uygulamalardan vazgeçilerek, dışa açık bir politika izlenmesini gerekli kılmıştır. 1980 sonrasındaki bu dönüşüm, 1980-2007 periyodunda, çeşitli makroekonomik göstergeler yardımıyla incelenecektir.

2.2.1. İhracata Dönük Sanayileşmenin Temel Parametreleri

Türkiye 1970'lerin sonunda girdiği ödemeler dengesi kaynaklı krizden çıkmak için 24 Ocak 1980'de IMF destekli bir istikrar programını uygulamıştır. Bu istikrar programı ekonominin dayandığı temel parametreleri değiştirmiştir. 1960'lardan beri uygulanan ithal ikameci, müdahaleci ve korumacı politikaların terk edilerek, dışa açık ve ihracata dönük bir sanayileşme modeline dönüşüm benimsenmiştir. Bu ekonomik politika anlayışı, ekonomide derin bir dönüşümü yansıtmaktadır. Dolayısıyla 24 Ocak Kararları ile uygulamaya konulan program sadece bir istikrar programı olmaktan çıkmış ve kalkınma stratejisinde bir kayma ve değişme olarak görülmektedir (Şenses, 1984; Yıldızoğlu ve Marguies, 1988; Öniş, 1991; Ertuğrul ve Selçuk, 2001).

24 Ocak 1980 istikrar programı öncelikle döviz darboğazına çözüm bulmayı, enflasyon hızını düşürmeyi ve büyüme hızını yükseltmeyi hedeflerken; ekonomide devlet müdahalesini en aza indirerek piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmayı amaçlamıştır. Bu çerçevede, fiyat kontrollerinin ve sübvansiyonların kaldırılması, kamunun ekonomideki rolünün azaltılması, özel sektörün rolünün artırılması, özel yatırım ve tasarrufların uyarılması, dış ticaretin serbestleştirilmesi, gümrük vergilerinin azaltılması, sermaye girişlerinin kolaylaştırılması, özelleştirmelerin gerçekleştirilmesi ve vergi sisteminin reformdan geçirilmesi hedeflenmiştir (Etkin vd., 2000; Derviş ve Petri, 1987; Öniş, 1986; 1991; Ertuğrul ve Selçuk, 2001). Bu amaçları gerçekleştirmek için hızlı bir reform sürecine girilmiştir.

Programın 24 Ocak 1980'de büyük bir kısmının kamuoyuyla paylaşılmasının ardından yönetime 12 Eylül İhtilali ile el konulması sonucunda hükümet tarafından oluşturulan ve sınırlı tartışmaların yapılabildiği bir ortamda reformlar hiçbir engelle karşılaşmadan kolaylıkla uygulanmıştır (Şenses, 1984; Yıldızoğlu ve Marguies, 1988). İstikrar Programının oluşturulmasında büyük rol oynayan DPT müsteşarı Turgut Özal'ın askeri yönetim tarafından oluşturulan hükümetin başına getirilmesinin ardından;

Özal, önemli bazı ülke ve uluslararası finansal kuruluşlara ziyarette bulunarak dış borçların yeniden yapılandırılmasına çalışmıştır.

Kısa dönemde enflasyon baskısından kurtulmak ve piyasaların bir düzene sokulması için çaba sarf edilmiş ve bunda başarılı olunmuştur. 1980 yılında enflasyon oranı yüzde yüzün üzerinde iken ilerleyen yıllarda (1981-1984) ortalama yüzde 30 civarına gerilemiştir. Uluslararası piyasalardan sağlanan kredilerle dış finansman sorunu aşmaya çalışılmış, ithal girdi sıkıntısı ve enerji darboğazının aşılmasıyla da kapasite kullanım oranları artmıştır. TL'nin değeri 24 Ocak 1980'de yüzde 32,9 oranında devalüe edilerek Türkiye'nin dışa açılması kolaylaştırılmıştır (Şahin, 1995: 198-199).

Tablo 2.2'den, 1980 sonrası uygulanan ekonomi politikasının sonuçları topluca değerlendirildiğinde, istikrar programının kısmen başarılı olduğu görülmektedir. Özellikle dış ticaret hacminde önemli artışlar kaydedilmiştir. TL'nin devalüe edilmesi, ihracatı artırırken ithalatı azaltmış ve dış ticaret açığı ve cari açık kontrol altına alınmıştır. Enflasyon oranında ise kısmi bir iyileşme görülmektedir. Buna karşılık iç borç stokundaki artış dikkatleri çekmektedir. Yabancı doğrudan yatırımlarda da bir hareketlilik görülmeye başlanmıştır. KKBG'de ise kısmen bir iyileşme gerçekleştirilmiştir.

Tablo 2.2: Temel Makroekonomik Göstergeler (1980-1984)

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Enflasyon Oranı | 110,2 | 36,6 | 30,8 | 31,4 | 48,4 |
| Reel Faiz Oranı | -77,2 | -1,6 | 19,2 | 13,6 | -3,4 |
| S/GSMH | 16 | 18,3 | 17,1 | 16,5 | 16,5 |
| I/GSMH | 21,8 | 19,8 | 19,2 | 20,1 | 19,3 |
| Büyüme Oranı | -2,8 | 4,8 | 3,1 | 4,2 | 7,1 |
| İhracat (Mil. \$) | 2910 | 4703 | 5890 | 5905 | 7134 |
| İthalat (Mil. \$) | 7513 | 8567 | 8518 | 8895 | 10138 |
| Dış Ticaret Açığı (Mil. \$) | -4603 | -3864 | -2628 | -2990 | -3004 |
| İhracat/İthalat | 38,7 | 54,9 | 69,1 | 66,3 | 70,3 |
| Cari Açık (Mil. \$) | -3408 | -1936 | -952 | -1923 | -1439 |
| Cari Açık/GSMH | -4,98 | -2,71 | -1,48 | -3,18 | -2,43 |
| Doğrudan Yatırımlar (Mil. \$) | 18 | 95 | 55 | 46 | 113 |
| Dış Borç Stoku (Mil. \$) | 16227 | 17041 | 17619 | 18385 | 20659 |
| İç Borç Stoku (Bin TL) | 721 | 991 | 1341 | 3173 | 4634 |
| KKBG/GSMH | 8,8 | 4,0 | 3,5 | 4,9 | 5,4 |

Kaynak: DPT, 2009; IFS, 2009; TÜİK, 2009

2.2.2. Finansal Piyasaların Serbestleştirilmesi: 1980-1989 Dönemi

24 Ocak 1980'de uygulamaya konan istikrar paketinde, finansal liberalizasyon politikaları önemli yer tutmaktadır (Akyüz, 1990; Aşıkoğlu ve Ersel, 1993; Toprak, 1993; Uygur, 1994; Yentürk, 1997). Programın finansal kesimi ilgilendiren bölümünü, devletin ekonomideki fonksiyonlarını daraltmak, bütçe açığının önüne geçmek ve fonların yönünü finansal sektöre çevirerek yurt içi kaynak akışkanlığını sağlamak oluşturmaktadır (Binay ve Kunter, 1999: 32).

Ekonomide yaşanan serbestleştirme hareketleri ve yeniden yapılanma süreci çerçevesinde finansal sektör politikalarında önemli değişiklikler yapılmış ve var olan birçok sınırlama kaldırılmış veya gevşetilmiştir. Finansal sektördeki liberalleşme hareketlerine Temmuz 1980'de mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest bırakılarak ve reel faizler vasıtasıyla yurtiçi tasarrufların ve yabancı sermaye girişlerinin artırılması ve mali sisteme derinlik kazandırılması amaçlanarak geçildiği söylenebilir. Bunun dışında mevduat sertifikalarının çıkartılmasına da izin verilmiş ve mevduata uygulanan hükümler mevduat sertifikalarına da uygulanmıştır (Binay ve Kunter, 1999: 33; Mihçı, 2000: 85).

Rekabete hazır olmayan oligopolist bankacılık sisteminin, faizlerin serbest bırakılmasına tepkisi, büyük bankaların aralarında anlaşarak (centilmenlik anlaşması) faizlerin belli bir oranın üstüne çıkmasını önlemek şeklinde olmuştur. Faizlerdeki yükselmelere rağmen, Ocak 1980'de yapılan yüksek oranlı devalüasyonun enflasyonu arttırmasından dolayı veri dönem başında reel faizlerde ciddi bir yükselme yaşanmamıştır.

Finansal sistemin derinleştirilmesi amaçlanarak uygulanan serbest faiz politikası, bazı bankaların ve holdinglerin aracı kurumlar kurmaları ve bu aracı kurumlara mevduat sertifikalarını iskonto ile satmalarıyla devam etmiştir. Bu uygulamalar centilmenlik anlaşmalarının bozulmasına neden olarak mevduat faizlerinin önemli ölçüde yükselmesine neden olmuştur. Finansal sistem sürekli mevduat sertifikası üreten ve bunu halka tekrar tekrar pazarlayan bir yapıya (Ponzi Game) dönüşmüştür (Binay ve Kunter, 1999: 33). Bu durum mevduatın bankaya olan maliyetini arttırarak kredi kullanan firmaların durumlarını da güçleştirerek geri dönüşümü sekteye uğratmıştır. Bu kısır döngü mevduat faizlerinin daha da artmasıyla sonuçlanarak bankaların bilanço yapılarının bozulmasına neden olmuştur.

Mevduat sertifikalarının iskonto yoluyla satışa sunulması, daha sonraları temel meşguliyeti bankalar tarafından çıkarılan mevduat sertifikalarının ticaretini yapmak olan bankerlerin gelişmesinde önemli bir rol oynamıştır. Finansal sistemdeki vergi yapısı, mevduat sertifikalarını doğrudan bankalardan almak yerine bankerlerden almayı daha karlı kılmaktadır. Çünkü bankerlerin faaliyetleri denetlenmemekte ya da kontrol altında tutulmamaktadır. Dolayısıyla hem bankerlerin sayılarında hem de yapmış oldukları işlemlerde artışlar olmuştur (Doğan, 1999: 146).

Serbest faiz politikaları 1982 yılında finansal piyasalarda yaşanan ve banker krizi olarak da bilinen finansal kriz nedeniyle sekteye uğramış, piyasalarda faiz oranlarına müdahale edilmesini gerekli kılmıştır (Mihçı, 2000: 86). Yaşanılan kriz, açık bir şekilde reformlar, yeterli denetleyici ve düzenleyici bir yapı olmaksızın uygulanmaya başlandığında arzulanmayan sonuçlar ortaya koyabileceğini ve reformların zamanlamasının önemli olduğunu göstermiştir. Ocak 1983'te Merkez Bankası faiz oranlarına yeniden sınırlama getirerek serbest faiz politikalarını terk etmek zorunda kalmıştır. Ancak genel olarak pozitif reel faizler gerçekleşmiştir (Tablo 2.2). Mevduat ve kredi faiz oranlarının MB tarafından belirlenmesi Temmuz 1987 tarihine kadar devam etmiş bu tarihten sonra yeniden serbest bırakılmıştır. Ancak bu müdahaleler çeşitli kereler tekrar uygulamaya konulmuştur. Kriz sonrasında mevduat sertifikalarının aracı kurumlar yoluyla satılması durdurulmuştur. Bu deneyim bir çok bankanın kapatılması ve bankerlerin iflasıyla son bulmuştur. Dolayısıyla finansal liberalleşme çabaları başarısızlıkla sonuçlanmıştır (Binay ve Kunter, 1999: 35).

1983 yılı sonbaharında, 24 Ocak kararlarının mimarı, dışa açık liberal politikalar yanlısı Özal, seçimi kazanarak makro ekonomik politikalarda bir dizi değişikliğe gidilmiştir: Ekonomideki durgunluğu aşmak ve yüksek büyüme rakamlarına ulaşabilmek için genişlemeci politikalar takip edilmiştir. İzlenen politikalardan (bu dönem için sıkı para politikası uygulamanın gerekli alt yapısının olmadığı ve likiditenin kontrol altında tutulamadığı, ayrıca hükümetin büyümeyi istikrara tercih ettiği ileri sürülmektedir (Şahin, 1995: 200)) dolayı para arzı kontrol altında tutulamamış, iç talepte sınırlamalara gidilememiş, ithal girdi fiyatları sürekli yükselmiş ve bu durum ekonomiyi enflasyonist baskılara maruz bırakmıştır. Sonuç olarak 1983'ten sonra enflasyon oranında ciddi bir yükselmeye karşılaşılmış ve 1988 yılında enflasyon oranı 1980'den sonraki en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Tablo, 2.2 ve 2.3). Büyüme oranları ise istikrarsız bir seyir takip etmiştir. 1985'te yüzde 4,3'ten 1987'de 9,8'e yükselen

büyüme oranları, 1988 ve 1989 yıllarında ise yüzde 1,5 civarında gerçekleşmiş ve enflasyon pahasına yüksek oranlı büyüme sürdürülememiştir.

Tablo 2.3: Temel Makroekonomik Göstergeler (1985-1989)

| | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Enflasyon Oranı | 45,0 | 34,6 | 38,8 | 73,7 | 63,3 |
| Reel Faiz Oranı | 10,0 | 13,4 | 13,2 | 10,2 | -4,5 |
| S/GSMH | 18,9 | 21,9 | 23,9 | 27,2 | 22,1 |
| I/GSMH | 20,1 | 22,8 | 24,6 | 26,1 | 22,5 |
| Büyüme Oranı | 4,3 | 6,8 | 9,8 | 1,5 | 1,6 |
| İhracat (Mil. \$) | 7959 | 7457 | 10190 | 11662 | 11625 |
| İthalat (Mil. \$) | 11003 | 10559 | 13463 | 13545 | 15923 |
| Dış Ticaret Açığı (Mil. \$) | -3044 | -3102 | -3273 | -1883 | -4298 |
| İhracat/İthalat | 72,3 | 70,6 | 75,6 | 86,1 | 73,0 |
| Cari Açık (Mil. \$) | -1013 | -1465 | -806 | 1596 | 938 |
| Cari Açık/GSMH | -1,51 | -1,95 | -0,94 | 1,76 | 0,89 |
| Doğrudan Yatırımlar (Mil. \$) | 99 | 125 | 115 | 354 | 663 |
| Portföy Yatırımları (Mil. \$) | NA | 146 | 307 | 1184 | 1445 |
| Özelleştirme (Mil. \$) | 6,7 | 7,3 | 10,4 | 27,4 | 131 |
| Dış Borç Stoku (Mil. \$) | 25476 | 32101 | 40428 | 40722 | 41751 |
| İç Borç Stoku (Bin TL) | 6972 | 10514 | 17218 | 28458 | 41934 |
| KKBG/GSMH | 3,6 | 3,7 | 6,1 | 4,8 | 5,3 |

Kaynak: DPT, 2009; IFS, 2009; TÜİK, 2009

Uygulanan liberal politikalar çerçevesinde özelleştirme çalışmalarına, 1984 yılında kamuya ait yarım kalmış tesislerin tamamlanması veya yerine yeni bir tesis kurulması amacı ile özel sektöre devri uygulamaları ile başlanmıştır. 1985-1989 arasında özelleştirme gelirleri toplamı 183 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Özelleştirme ile devletin ekonomideki sınai ve ticari aktivitesinin en aza indirilmesi, rekabete dayalı piyasa ekonomisinin oluşturulması, devlet bütçesi üzerindeki KİT finansman yükünün azaltılması, sermaye piyasasının geliştirilmesi ve atıl tasarrufların ekonomiye kazandırılması amaçlanmaktadır (ÖİB, 2009).

KİT'lerin özelleştirilmelerinde başarılı olunamamış, KİT'lerin açıkları bütçe üzerinde sorun olmaya devam ederek kamu harcamaları kontrol altında tutulamamıştır. Kamu harcamalarındaki bu ciddi artışlar bu harcamaların ve mevcut borçlanmaların faiz ödemeleri, borçlanma ile finanse edilmiştir. 1984'de yaklaşık 20 Milyar \$ olan dış borç stoku, 1989 yılında iki katından fazlaya ulaşmıştır. Aynı şekilde iç borç stokundaki artış da dikkate değer bir gelişme göstererek 1989 yılında 42 Milyar TL'ye ulaşmıştır.

KKBG/GSMH, 1985 yılında yüzde 3,6 iken 1987'de yüzde 6,1 ve 1989 yılında ise yüzde 5,3 olarak gerçekleşmiştir.

24 Ocak 1980 kararlarında, döviz gelirlerini arttırmak adına, devalüasyonlara gidilmesi, ihracat kredileri, vergi avantajları, gümrük muafiyeti vb. gibi bir dizi ciddi tedbir uygulanmıştır. Bu tedbirler ihracatı önemli ölçüde arttırmıştır. 1980'de 3 Milyar \$ olan ihracat 1985'te 8 Milyar \$, 1989 yılında ise 11,6 Milyar \$'a yükselmişken, ithalat ise tamamen serbestleştirilmediği ve güdümlü olduğu için ihracattan daha düşük oranlarda genişlemiştir. Bununla birlikte 1987 yılından itibaren ithalattaki gelişmeler 1989 yılında dış ticaret açıklarının artmasına sebep olmuştur.

Döviz talebinin mali sisteme çekilmesini amaçlayan, bankalara döviz pozisyonu tutma serbestisi sağlayan kambiyo işlemlerine ilişkin düzenlemeler Haziran 1982'de gerçekleştirilmiştir. Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanununun (TPKK) 28 sayılı kararı ile bankalara TCMB'nin belirlediği sınırlar dahilinde döviz alım satımını yapabilme olanağı sağlamıştır. Temmuz 1984'deki TPKK'nın 30 sayılı kararı ile de, kambiyo rejimini liberalize etmedeki temel adım uygulamaya geçmiştir: Türkiye'de yerleşiklerin döviz bulundurmaları ve bankalara döviz hesabı açabilmeleri, bankaların vadeli döviz işlemlerini serbestçe yapabilmeleri, bankaların ve yerleşiklerin yurt dışından döviz kredisi alabilmeleri ve kredi açabilmeleri serbestisi getirilmiştir.

Bu gelişmelerin yanı sıra finansal sektörde özellikle bankacılıkta bir dizi reform yapılmış ve finansal piyasalar serbestleştirilmiştir. TCMB, bankacılık sektörünün gelişmesi ve derinleşmesine katkıda bulunmak ve finansal politikaları etkin bir şekilde uygulayabilmek amacıyla çeşitli kurumsal yenilikleri bankacılık sistemine sunmuştur: Bankacılık sektöründe oluşabilecek risklere karşı mevduat sahiplerini güvence altına almak ve bankacılık sisteminde güven unsurunu sağlamlaştırmak amacıyla 1983 yılında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kurulmuştur. 1986'da Merkez Bankası'nda Bankaları Gözetim Müdürlüğü oluşturularak Merkez Bankasının bankacılık sektörü üzerindeki gözetim ve denetim yetkileri artırılmıştır. Ayrıca sektöre yerli ve yabancı bankaların girişlerine izin verilmiş ve bu bağlamda 1980'den sonra artan bir sayıda finansal sisteme yabancı bankaların giriş yapmaya başladığı görülmüştür (Denizer, 1997). Bunun doğal sonucu olarak banka sayılarında bir artış gözlenmiş ve bankacılık sisteminde etkinlik artmıştır (Zaim, 1995). Diğer taraftan bankacılık sistemi içerisinde kamu bankalarının ağırlığının azaltılması hedeflenmiş olmasına rağmen, sektörün kaynak aktarımında devlet belirleyici rolünü oynamaya devam etmiştir.

1981’de Sermaye piyasası kanununun çıkartılması ile kurumsal anlamda gelişmeler sağlanmıştır. Bu doğrultuda 1983 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve 1986 da İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının (İMKB) faaliyetlere başlaması ve çeşitli finansal araçların hızlı bir şekilde gelişmesi ile tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değerlendirebileceği alternatifler artmıştır. 1986 yılı ile birlikte TCMB bünyesinde, atıl tasarrufların mali sisteme girişini hızlandırmak, alternatif yatırım olanaklarını genişletmek, finansal piyasalarda fiyatların serbestçe oluşumunu sağlayabilmek ve bankaların fon yönetimini kurmalarını oluşturabilmek amacıyla para piyasasının çeşitli alt piyasaları (bankalararası para piyasası (1986), açık piyasa işlemleri (1987), döviz piyasası (1988) ve altın piyasası (1989)) faaliyete geçirilmiştir (Tokgöz, 2001: 208; Taş, 2001: 145).

Liberalizasyon sürecindeki önemli adımlardan bir tanesi, döviz kurlarının piyasa koşullarında belirlenebilmesine yardımcı olabilmek amacıyla Eylül 1988’de TCMB bünyesinde Bankalararası Döviz ve Efektif Piyasalarının kurulmuş olmasıdır. Döviz kurlarının piyasa arz ve talebine göre belirlenmesi, bankacılık sektörünün döviz rezervleri yönetimini daha etkin hale getirmiştir. Diğer taraftan bu uygulamayla, TCMB’nin para, döviz kuru ve faiz oranı politikasını yürütmesine olanak sağlayan, operasyonel yapı da tamamlamıştır. Döviz piyasasının faaliyete geçirilmesiyle birlikte, mevduat faiz oranlarını liberalize etmek için zorunlu alt yapı da tamamlanmış ve hemen ardından Ekim 1988’de mevduat faizleri yeniden serbest bırakılmıştır (Doğan, 1999: 152). Kambiyo rejiminin liberalizasyonu için uygulamalar izleyen yıllarda da devam etmiştir.

Uygulanan politikalar sayesinde, yabancı sermaye girişlerinde artış yaşanmıştır. Doğrudan yatırımlar, 1985 yılındaki değerinden 1989 yılına gelindiğinde yaklaşık yedi kat artmış, portföy yatırımları şeklindeki yabancı sermaye ise 1986 yılından sonra ciddi bir ivme kazanarak 1989 yılında yaklaşık 1,5 Milyar \$’a ulaşmıştır. Bunun bir sonucu olarak hem dış ticaret açıkları hem de cari açıkta daralmalar yaşanmıştır (Tablo 2.3). Bu dönemde Türkiye içine düştüğü döviz darboğazından kurtulmuş dış borçlarını ödeyebilmiştir. Ancak 1980-1989 dönemi topluca değerlendirildiğinde 24 Ocak kararlarının fiyat istikrarını sağlamada başarılı olduğunu söylemek güçtür.

2.2.3. Sermaye Hesabının Serbestleştirilmesi: 1989 Sonrası

1989 yılı makroekonomik göstergeleri değerlendirildiğinde enflasyon oranının yüzde 63,3 ve büyüme oranının ise yüzde 1,6 olduğu görülmektedir. İhracat verileri bir

önceki yılın değerinden daha düşük gerçekleşmişken ithalatta ciddi bir artış yaşanmıştır. Buna paralel olarak dış ticaret açıkları son yılların en yüksek seviyelerine ulaşmıştır (4,3 Milyar \$). Tasarruf ve yatırımın gelire oranlarında bir önceki yıla göre büyük bir düşüş yaşanmış, dış borçlanmadaki artışla birlikte ekonominin döviz ihtiyacı da büyümüştür. Yükselen enflasyon ve devalüasyon beklentileriyle birlikte reel faizler negatif seyrinden kurtulamamıştır (Tablo, 2.3). Devalüasyon beklentisiyle birlikte reel faiz oranlarının durumu, tasarrufçuların para ikamesine yönlenerak TL'den kaçışını hızlandırmıştır. Bu durum ekonomide ciddi parasal dengesizliklere yol açmıştır (Şahin, 1995: 213). Verilen resim Türkiye Ekonomisi'ni 1988-1989 stagflasyonuna sürüklemiştir. Şubat 1989'da döviz girişini teşvik etmek için önlemler alınmış, ithalatın kısılmasına karar verilmiştir. Yabancı kaynak kullanımını kolaylaştırmak adına iç ve dış faiz oranları arasındaki marj yükseltilmeye çalışılmış yani yabancı sermaye girişi yüksek faizlerle teşvik edilmek istenmiştir. Yaşanan bu durum finansal liberalleşmeyle birlikte yanlış faiz politikalarının sistemi kolayca krize taşıyacağını göstermiştir (Binay ve Kunter, 1999: 40).

Sözü geçen stagflasyon Türkiye'yi uluslararası ekonomik ilişkilerinde daha fazla serbestleştirmeye götürmüştür. Ağustos 1989'da ödemeler dengesinde sermaye hareketleri 32 Sayılı Kararname ile bütünüyle serbestleştirilmiş, kambiyo rejiminde liberalizasyon arttırılmıştır. Buna göre; yurt içi yerleşiklerin dövizle ilgili işlemlerinde serbestlik getirilmiş, yurt dışı yerleşiklerin, Türkiye'deki menkul kıymet, devlet tahvili ve hazine bonusu alıp satabilmelerine izin verilmiş, bu menkul kıymetlerin karlarını ve ana paralarını sermaye piyasası kanununa göre faaliyet gösteren finansal kurumlar aracılığıyla yurt dışına transferi ve satışına izin verilmiş, yurt içi yerleşiklerin de yurt dışında aynı faaliyetleri yapabilmeleri serbestleştirilmiştir (Akyüz, 1990; Coşan ve Ersel, 1986).

Arın (2000), yasal ve kurumsal açıdan, takip ettiği liberal ekonomik politikalar sonucu Türkiye Ekonomisi'nin 1989 sonrası finansal olarak dışa açık bir yapıya kavuştuğunu ve uluslararası karşılaştırmalarda “yüksek derecede finansal entegrasyona” veya “yüksek derecede finansal açıklığa” kavuştuğu şeklinde kategorize edildiğini söylemektedir. Bunun geliştirmekte olan ülkeler kadar gelişmiş ülkelerle yapılan karşılaştırmalarda bile söz konusu olduğunu ifade etmektedir (Arın, 2000: 260).

Türkiye'de makroekonomik ve siyasi belirsizlikler hüküm sürerken, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin “vakitsiz ve erken” olduğu tartışılmaktadır (Cizre-Sakallıoğlu ve Yeldan, 2000; Alper ve Öniş, 2001; Tokgöz, 2001). Sermaye

hareketlerinin serbestleştirilmesi yönünde alınan erken karar, Kasım 1983 ve Kasım 1987 seçimlerindeki başarılı sonuçları Mart 1989 yerel seçimlerinde kaybeden iktidar partisinin (ANAP), seçmen desteğini ve popülaritesini yeniden kazanmak için ortaya koyduğu bir karşı reaksiyon olarak değerlendirilmektedir (Alper ve Öniş, 2001: 207). Diğer bir ifadeyle sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinde reel ücretlerin daha fazla baskı altında tutulamayacağına anlaşılması ve büyüme hızının da 1980'lerin ikinci yarısında azalmaya başlaması, dış kaynak girişlerini çoğaltarak ekonomiyi canlandırma amacının önemli bir rol oynadığı ileri sürülmektedir (Yeldan, 2001a; Celasun, 2002).

Bu karşı reaksiyon, sermaye hareketlerinin ülkeye girişiyle, ekonomik büyümenin hızlandırılacağı, istihdamın arttırılacağı ve enflasyonun önüne geçileceği mantığıyla oluşturulmuştur. Bu hedefler çerçevesinde kısa vadede de olsa, yurt dışından daha fazla sermaye çekilerek ithalatın finansmanı sağlanmış, yurt içi yatırım ve tüketim canlanmıştır. Sermaye girişleriyle birlikte TL'deki reel değer artışlarından enflasyonun azaltılması amaçlanmıştır (Alper ve Öniş, 2001: 207).

Diğer taraftan, 1986 yılından beri, iç borçlanmayla finanse edilen mali açıklar giderek artan bir seyir göstermiştir. Yerel yönetim ve KİT'lere yapılan bütçe transferleri ve zamanla bu kuruluşların iç borçlanmalara gitmesi, yurt içi faiz oranlarının yükselerek özel sektör yatırımlarının dışlanmasıyla sonuçlanmıştır. Özel sektör yatırımlarının arttırılması için ek kaynakların bulunması gerekliliği bu dönemde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle istenilen hedeflere ulaşabilmek için bir fırsat sunmuştur (Alper ve Öniş, 2001: 208).

2.2.4. Finansal Liberalizasyon ve Makroekonomik İstikrarsızlıklar

Sermaye hesabının serbestleştirilmesiyle dış sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontroller ve denetimler kaldırılmış, Türk finansal piyasaları kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır. Böyle bir yapıda, TCMB ulusal piyasalarda döviz kuru ve faiz oranlarını birbirinden bağımsız bir biçimde kullanabilme olanağını yitirmiş, ulusal piyasalar kısa vadeli spekülatif yabancı sermayenin kontrolüne girmiştir (Yeldan, 2001b: 191). Özellikle temel makroekonomik göstergelerde tam bir iyileşme sağlanmadan bütçe açıklarının ve yüksek enflasyonun olduğu bir ekonomik atmosferde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, 1989 sonrasında yaşanan ekonomik sorunların oluşumunda önemli bir rol oynamıştır.

1989 sonrası finansal piyasalardaki serbestleşme ile hükümetin ekonomiye makroekonomik politikalarla yön vermesi zayıflamıştır. Diğer yandan Türkiye’de açık ve serbest bir ekonominin gerektirdiği yasal ve kurumsal düzenlemeler yeterli değildir. Yasal olarak dışa açık bir finansal yapıyla beraber tutarsız makroekonomik politikaların uygulanması, Türk ekonomisinin istikrarının yabancı sermaye giriş çıkışlarındaki spekülasyon hareketlerle ciddi anlamda tehlikeye atılmakta olduğunu göstermektedir (Arın, 2000: 270). Böyle bir ortamda yaşanan finansal serbestleşme deneyimi Türkiye’yi 1994 kriziyle karşı karşıya bırakmıştır.

Tablo 2.4’te 1990 sonrası makroekonomik gelişmelere ilişkin temel göstergeler yer almaktadır. Tablo 2.4’ten izlenebileceği gibi, 1990’lı yılların Türkiye Ekonomisi için istikrarsız bir makro ekonomik atmosferin varlığı söz konusudur. Başta ekonomik büyüme olmak üzere, yüksek enflasyon ve reel faiz oranları, artan cari açık ve bütün bunların dinamiğini oluşturan kamu kesimi borçlanma gereğindeki artışlar bu istikrarsız makroekonomik yapının en önemli göstergeleridir.

1987 yılından sonra kötüleşmeye başlayan makroekonomik ortamda, 1990’lı yıllarla birlikte döviz, para ve sermaye piyasaları arasında ciddi bir hızla yer değiştirebilen fon hareketleri yaşanmaktadır. Hükümet artan harcamalarını karşılamak için iç ve dış piyasalardan borçlanmaya gitmiş rahat borç bulabilmek amacıyla da faiz oranlarını arttırmıştır. Dış borç stoku yükselirken, iç borç stokundaki artış, iç borçlanma senetlerinin getirilerinin yükseltilmesi ve bunların vergilerden muaf tutulmasıyla daha da büyük oranlarda gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler bir kısır döngü içerisinde devam ederek kısa vadeli borçların ödenebilmesi için yeniden borçlanma yolu seçilmiş, “borç borçla ödenir” hale gelmiştir. KKBG/GSMH, 1991’de yüzde 9,9’dan 1992’de 10,5’e yükselmiş 1993’te ise 10,2 olarak gerçekleşmiştir. Özelleştirme gelirlerinden beklenen ise elde edilememiştir.

Diğer taraftan GSMH’nın yüzde 25’i düzeyinde olduğu kabul edilen kayıt dışı ekonominin geldiği boyut, ve kayıt altında olan ekonominin mevcut yasalar çerçevesinde yeterince vergi alamaması, kamu finansman açığını büyütmede, iç ve dış borçlanma artmakta dolayısıyla enflasyon dizginlenemez hale gelmektedir (Tokgöz, 2001: 238).

Tablo 2.4: Temel Makroekonomik Göstergeler (1990-1995)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|--------------------------------|-------|-------|---------|--------|--------|--------|
| Enflasyon Oranı | 60,3 | 66,0 | 70,1 | 66,1 | 106,3 | 88,1 |
| Reel Faiz Oranı | -0,9 | 6,7 | 4,1 | 8,6 | -10,7 | 3,2 |
| S/GSMH | 22 | 21,4 | 21,6 | 22,7 | 23,1 | 22,1 |
| I/GSMH | 22,6 | 23,7 | 23,4 | 26,3 | 24,5 | 24,0 |
| Büyüme Oranı | 9,4 | 0,34 | 6,4 | 8,14 | -6,08 | 7,95 |
| İhracat (Mil. \$) | 12959 | 13593 | 14715 | 15345 | 18106 | 21636 |
| İthalat (Mil. \$) | 22535 | 20883 | 22791 | 29426 | 22273 | 34788 |
| Dış Ticaret Açığı (Mil. \$) | -9576 | -7290 | -8076 | -14081 | -4167 | -13152 |
| İhracat/İthalat | 57,5 | 65,1 | 64,5 | 52,1 | 81,2 | 62,2 |
| Cari Açık (Mil. \$) | -2625 | 250 | -974 | -6433 | 2621 | -2339 |
| Cari Açık/GSMH | -1,74 | 0,17 | -0,62 | -3,60 | 1,99 | -1,38 |
| Döviz Kuru (\$/TL) | 2,608 | 4,171 | 6,872 | 10,984 | 29,608 | 45,845 |
| Para İkamesi (Döviz/Top. Mev.) | 22,5 | 29,5 | 39,9 | 50,2 | 53,0 | 54,8 |
| Doğrudan Yatırımlar (Mil. \$) | 684 | 810 | 844 | 636 | 608 | 885 |
| Portföy Yatırımları (Mil. \$) | 681 | 714 | 3165 | 4480 | 1123 | 703 |
| Özelleştirme (Mil. \$) | 486 | 244 | 423 | 566 | 412 | 572 |
| Dış Borç Stoku (Mil. \$) | 49035 | 50489 | 55592 | 67356 | 65601 | 73278 |
| İç Borç Stoku (Mil. TL) | 57,2 | 97,6 | 194,235 | 357,35 | 799,31 | 1361,0 |
| KKBG/GSMH | 7,3 | 9,9 | 10,5 | 10,2 | 6,2 | 5,0 |

Kaynak: DPT, 2009; IFS, 2009; TÜİK, 2009

Bu dönemde ödemeler bilançosu açıkları da ciddi boyutlara ulaşarak dönemin en yüksek değerleri 1993 yılında gerçekleşmiştir. Dış ticaret açığı sürekli yükselirken, cari açık da 1993 yılında 6,4 Milyar \$'a kadar çıkmıştır. İhracat bir önceki yıla göre yüzde 4,3 artarken ithalat yüzde 28,7 artmıştır. İç pazar hızla genişleyince her türlü mala olan talep artmıştır (Tokgöz, 2001: 236). 1993 yılında dış borçların artmasındaki önemli faktörlerden birisi de bu aşırı tüketim ve ithalat olmuştur. Türkiye Ekonomisi'ni ciddi bir finansal krize götürecek bu gelişmeler, 1989 yılından beri uygulanan yüksek faiz ve ithalatı teşvik edip ihracatı kısıtlayan aşırı değerli kur politikasıyla, kısa vadeli yabancı sermaye girişine dayanan borçlanma politikası ve OECD ülkelerinde yaşanan durgunluk ve fiyat istikrarının ithalatı cazip hale getirmesine bağlanabilir (Tokgöz, 2001: 237). Bu olumsuz tablonun ortaya çıkmasında 1991 Körfez Savaşının ve buna bağlı olarak Kuzey Irak'taki otorite boşluğunun, Güneydoğu'daki terörün ve terör nedeniyle Türkiye'nin Ortadoğu Ülkeleri ile olan ilişkilerinin aksaması etkili olmuştur (Şahin, 1995: 219).

Yurt içi faizler yurt dışı faizlere oranla yüksek tutularak kısa vadeli sermaye ülkeye çekilmek istenmiştir. Parçalanmış siyasi sistem ve popülist döngülerle nitelendirilen bir ortamda sermaye hesabı serbestleştirilmesinin kötü etkileri sonucu, Türkiye bir hayli

düzensiz olan kısa vadeli sermaye akışlarını çekebilmiş, DYY'ler ise oldukça düşük seviyelerde kalmıştır (Alper ve Öniş, 2001: 210). 1991 yılında 714 Milyon \$ olan portföy yatırımları 1992 yılında 3 Milyar \$'ı 1993 yılında ise 4,4 Milyar \$'ı aşmıştır. Bu gelişme portföy hareketlerinden bekleneni vermemiş spekülasyon eğilimleri kamçılamıştır. Hükümet portföy yatırımlarını yavaşlatmak ve döviz kurunu arttırmak için faiz oranlarını düşürmeyi denemiştir. 1993 yılının ikinci yarısından sonra özel sektörden gelen baskılarla (Tablo 2.4) faiz oranlarının düşürülmesi, döviz kurunun yükselmesine ve sıcak paranın yurt dışına gitmesine yol açarak 1994 krizini hazırlayan önemli etkenlerden biri olmuştur (Alkinoğlu, 1999: 313).

İç borçlanmayla birlikte TCMB kaynakları kullanılmış, ekonomideki likidite artışı döviz kurlarını arttırarak TL'ye olan güvenin sarsılmasına neden olmuştur. 1990 yılında \$ karşısında TL'nin değeri 2608'iken, 1994 yılına kadar sırasıyla, 4171, 6872, 10984 ve 29608'e yükselmiştir. 1990 yılından sonra hızla artmaya başlayan para ikamesi (döviz mevduatı/toplam mevduat) 1990-1995 arasında sırasıyla 22,5; 29,5; 39,9; 50,2; 53,0 ve 54,8 değerlerine ulaşarak iki kattan fazla oranda artmıştır (Yeldan, 2001a: 137).

Bütün bu olumsuz gelişmelere bir de uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Türkiye'nin kredi notunun düşürüldüğü haberi, Ocak 1994'te finansal piyasalarda çöküşe neden olmuş, o güne kadar suni olarak dengede tutulmaya çalışılan ekonomide çöküş başlamış, dolarizasyon hızlanmıştır (Alkinoğlu, 1999: 313). Türkiye Ekonomisi'ni krize götüren, yüksek enflasyon ortamındaki döviz kuru ile faiz oranlarını kontrol etmek isteyen hükümetin çabaları ve Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi, denetimli bir sermaye hesabı ortamında çok da önemli olmayabilirdi (Alper ve Öniş, 2001: 211). Ancak ülke bir stagflasyon krizine sürüklenmiş, finansal kriz, istihdam ve üretim üzerindeki daralmalarla reel kesimi de etkisi altına alarak ekonomide tahribata yol açmıştır (Alkinoğlu, 1999: 315).

Özet olarak kamu açıklarının sürekli olarak borçlanmayla karşılanması faiz oranlarını arttırmış ve sıcak para girişini hızlandırmıştır. Sermaye girişleri, TL'yi değerlendirmiş ve bu gelişme işgücü maliyetlerindeki reel artışlar ile doğrudan ve dolaylı ihracat teşvikleriyle birleşerek rekabet gücünü olumsuz olarak etkilemiştir. Diğer bir ifadeyle kamu açıklarının finansmanı için seçilen yol, ihracatı azaltıcı ve ithalatı artırıcı bir etki yaratmış ve dış dengenin hızla bozulmasına neden olmuştur. Dolayısıyla bozulan iç ve dış dengeler 1994 yılının başında para, sermaye ve döviz piyasalarında ciddi bir krize yol açmıştır (Tokgöz, 2001: 241-242)

Hükümet 1994 krizini 5 Nisan 1994 istikrar tedbirleriyle aşmaya çalışmıştır. Ancak 5 Nisan Kararları gecikmiş kararlar bütünü olarak anılmaktadır, zira 1993 yılında kendini gösteren kriz, önlem alınması için seçim sonu beklenmiştir (Alkinoğlu, 1999: 315). 5 Nisan Kararları finansal piyasalarda istikrarı sağlamayı öncelikli hedef olarak seçmiştir: Enflasyonu düşürmek, TL'ye istikrar kazandırmak, ihracatı arttırmak, döviz kurundaki yükselişin önüne geçmek, borçlanma ihtiyacını düşürmek, ödemeler bilançosu açıklarını daraltmak (Şahin, 1995; Alkinoğlu, 1999: 314; Tokgöz, 2001: 242-243).

Piyasalarda dengeyi kurmak ve istikrarı sağlamaya yönelik olarak; kamu kesiminde üretilen mallarda şok zamlar yapılarak bir kısım mallarda bir yıl bir kısım mallarda ise, en az altı ay süreli fiyat ayarlaması yapılmayacağı ilan edilmiş, ücret ve maaşlar neredeyse dondurularak enflasyon beklentisinin kırılması hedeflenmiştir. 1994 yılında enflasyon oranı yüzde 106'dan 1995 yılında yüzde 81'e 1996'da ise yüzde 80'e gerilemiştir. Döviz kuru, piyasaya bırakılarak, 1994'ten 1995'e yaklaşık yüzde 50'lik bir artış yaşanmıştır. Faiz artışları sürdürülerek döviz kurunun düşürülmesi, yüksek faizli hazine bonolarının piyasaya sürülerek likidite fazlasının çekilip döviz, para ve sermaye piyasalarında istikrar hedeflenmiştir. Banka kaçışları ve iflaslarını önlemek amacıyla sigortaya tabi mevduat miktarları aşamalı olarak artırılmış, 6 Mayıs 1994'te tüm tasarruf mevduatı sigorta kapsamına alınarak bankalar sıkı denetim altına alınmıştır.¹⁹

Kamu harcamalarında çok ciddi kısıtlamalara gidilmiş, KKBG/GSMH 1993'te yüzde 10,2'den 1994'te 6,2'ye 1995'te ise yüzde 5'e indirilmiştir. Kamu gelirlerinin artırılması için de KİT ürünlerinin fiyat artışı, yeni vergiler, özelleştirmeler gibi çeşitli uygulamalar yapılmıştır. Ancak özelleştirmeden ve yeni vergilerden beklenen gelirler sağlanamayınca borçlanma devam etmiştir.

1994 krizi sonrası makroekonomik göstergelerdeki gelişmeler ayrıntılı olarak incelenecek olursa (Tablo 2.4), 1994 yılında yaklaşık 2 Milyar \$ azalan dış borç

¹⁹ Mevduat sahiplerinin bankalardaki tasarruflarına yüzde 100 devlet güvencesi uygulaması, 1994 yılında ülkemizde yaşanan bankacılık krizinden sonra başlatılmıştır. Ancak bu uygulama, 1 Haziran 2000 tarihinden itibaren belirli bir miktar ile sınırlandırılmıştır. Buna göre, yurtiçi şubelerinde gerçek kişiler tarafından açılmış olan Türk Lirası cinsinden tasarruf mevduatı ile tasarruf mevduatı niteliğine haiz altın, depo ve döviz tevdiat hesaplarından, 1 Haziran 2000 tarihinden önce açılan veya yenilenenlerin vadesi ne olursa olsun vadeleri sonuna kadar yüzde 100'ü, 1 Haziran 2000 ile 31 Aralık 2000 tarihleri arasında açılan veya yenilenenlerin vadesi ne olursa olsun, vadeleri sonuna kadar 100 milyar TL'si tutarındaki kısmı, 1 Ocak 2001 tarihinden sonra açılan veya yenilenenlerin ise 50 milyar TL'si tutarındaki kısmı sigorta kapsamındadır. Diğer bir ifadeyle, 1 Ocak 2001 tarihinden itibaren mevduatta devlet güvencesi uygulaması 50 milyar Türk Lirası ile sınırlandırılmaktadır.

rakamları 1995'te tırmanışa geçerek 73 Milyar \$'a 1996'da ise 79 Milyar \$'a ulaşmıştır. İç borç stokunda ise daha belirgin bir artış yaşanmıştır: 1994'te 0,8 Milyar TL'den 1995'te 1,361 Milyar TL'ye, 1996'da ise 3,1 Milyar TL'ye.

Ödemeler bilançosu açıklarının daraltılması amacıyla ithalatın kısılması sağlanmış ihracat ise, devalüasyonlar ve ihracat kredileriyle arttırılmaya çalışılmıştır. 1993'te 15 milyar \$ olan ihracat 1994'te 18 Milyar \$'a çıkarken, aynı tarihlerdeki ithalat rakamları ise, 29 Milyar \$'dan 22 Milyar \$'a gerilemiştir. Daha çok, ithalatın kısılmasından kaynaklanmakla birlikte dış ticaret açığı gerilemiş, bu gelişmeye paralel olarak da cari açık 1994 yılında fazla vermiştir (Tablo 2.4).

Kriz sonrası bu iyileşme sürecine, emek piyasasının esnek yapısı ve sabit gelirlilerin gelirden aldıkları payın düşürülmesi, dünya ekonomisinin ihracat artışları açısından olumlu bir ortamda olması katkı sağlamıştır. Diğer taraftan, daha sonraları sağlıksız bir iyileşme olduğu görülecek olan, hükümetin kısa vadeli sermaye akışını teşvik edip sermaye kaçışının önlenmesi için faizlerin yüksek tutulması ve mevduat hesaplarının tam sigorta güvencesine alınması gibi bazı önlemleri de iyileşme sürecine katkıda bulunmuştur (Alper ve Öniş, 2001: 212-213).

Türkiye Ekonomisi 1994 krizini sorunsuz bir şekilde atlattığı gibi gözükmesine rağmen, Yeldan'a (2001a) göre, 1994 sonrasında ekonomide kalıcı bir istikrar programı uygulamasının ertelendiği ve piyasalarda güvensizlik ortamının sürdüğü görülmektedir. Dolayısıyla büyümenin kaynakları tekrardan yüksek faiz getirisi ile cezbedilen kısa vadeli yabancı sermaye girişlerine bağlanmış görünmektedir. Yani, 1995 sonrası kısa vadeli sıcak para girişleri, yüksek faiz arbitrajı ile sürdürülmüş ve reel ücretlerin bastırılmasıyla da ihracat amaçlanmıştır (Yeldan, 2001a: 54).

Ayrıca 5 Nisan Kararları doğrultusunda bir dizi yapısal reform öngörülmüştür. Orta vadede ekonominin sağlıklı ve sürdürülebilir bir yapıya kavuşabilmesi için, kamunun yeniden yapılandırılması hedefine paralel, özelleştirme, sosyal güvenlik kuruluşları reformu, yerel yönetimlerin idari ve mali düzenlemelerle yapısal reformlara gidilmiştir. Aslında 5 Nisan Kararlarının en önemli bölümü yapısal dönüşüm reformlarıdır. Ancak bu bölüm aynı zamanda programın en başarısız kısmını oluşturmuştur. Özelleştirme yasası, ancak Kasım'da çıkarılabilmiş, sosyal güvenlik reformları konusunda başarılı olunamamıştır (Alkinoğlu, 1999: 315).

Tablo 2.5'te 1990'ların ikinci yarısına ilişkin temel makroekonomik göstergeler yer almaktadır. Başta finans sektörü olmak üzere bütün kurumlarıyla ekonomiye yeniden güven sağlanarak 1994 yılındaki sermaye kaçışları tersine çevrilebilmiştir. 1995 yılında

703 milyon dolar olarak gerçekleşen portföy yatırımları 1996'da 1950 ve 1997'de ise 2344 milyon dolara yükselmiştir. İhracattaki hızlı iyileşmeler ve ithalatın tersine çevrilmesine paralel cari dengenin iyileştiği ve büyüme oranında 1994 yılındaki negatif değerden sonra 1995-1997 arasında ortalama yüzde 8'e yakın bir oran gerçekleştirilmiştir.

1994 krizinin hemen ardından sağlanan yüksek büyüme oranlarına rağmen makroekonomik istikrarın alınan önlemlerle hala sağlanamadığı görülmektedir. Özellikle KKBG'deki sürekli artış, iç ve dış borçlardaki artış, yüksek reel faiz ve yüksek enflasyon oranlarının, bu dönemde de varlığı söz konusudur.

Bu dönemde dış dünyadaki gelişmelerin de ekonomi üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra Türkiye Ekonomisi'nin büyüme performansı genel olarak sermaye hesabındaki değişmelere bağımlı bir seyir izlemekte, buna bağlı olarak da ciddi bir istikrarsızlık göstermektedir. Bundan dolayı ekonomik performans değerlendirilirken uluslararası mali konjonktür göz ardı edilmemelidir (Alper ve Öniş, 2001: 218; Celasun, 2002: 8).

Türkiye Ekonomisi 1997 Asya krizinin ilk şoklarından fazla etkilenmemesine rağmen, Ağustos 1998'de Rusya'da patlak veren kriz, dünya üretimi ve ticaretinde daralmaya sebep olmuştur. Özellikle ticari bir ortak olarak gittikçe artan bir öneme sahip olan Rusya'daki kriz, Türkiye'nin iç ve dış makro dengelerinde olumsuz etkiler yapmış, ulusal mal pazarları talep daralmasına itilmiş ve dünya finansal krizinin olumsuz etkilerini göstermeye başlamıştır (Alper ve Öniş, 2001: 218; Tokgöz, 2001: 266; Yeldan, 2001a: 54; Celasun, 2002: 8).

Yeldan'a (2001a) göre, 1998 yılıyla beraber derinleşen ekonomik kriz bir yandan yukarıda vurgulanan dışsal şokların bir yandan da 1990'lar boyunca sürdürülen dışa bağımlı yapay büyüme stratejisinin ve çarpık toplumsal bölüşüm ve birikim mekanizmalarının artık tıkanmış olmasının bir sonucudur (Yeldan, 2001a: 159).

1998 yılında net sermaye akımının negatife dönüşmesi, bavul ticaretinin gerilemesi, iç borçlanma faizlerinin yükselmesi ve maliye politikasının sıkılaştırılması sonucu büyüme hızı düşmüştür (Celasun, 2002: 9). Tablo 2.5'ten izlenebileceği gibi doğrudan yatırımlar miktar olarak azalmışken, portföy yatırımlarında büyük miktarda çıkış olmuş, büyüme oranı ise 1999'da -6,1 olarak gerçekleşmiştir. Yüksek derecede finansal açıklığa rağmen, Türkiye en az portföy yatırımları alan ülkelerden birisidir (Arın, 2000: 261). TCMB 1998 yıllık raporuna göre, "ekonomideki yavaşlama sürecinin temelinde iç talepte yaşanan daralma" yatmaktadır. Bununla birlikte bu süreç "tüm dünyada yaşanan

daralmayla da çakışmıştır”. Diğer taraftan 17 Ağustos 1999’da Marmara Bölgesinde, 12 Kasım’da Bolu’da meydana gelen büyük depremlerin büyüme hızının düşmesi ve işsizliğin artmasında katkıları olduğu vurgulanmaktadır (Tokgöz, 2001: 266).

Tablo 2.5: Temel Makroekonomik Göstergeler (1996-2001)

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|----------|
| Enflasyon Oranı | 80,3 | 85,7 | 84,6 | 64,9 | 54,9 | 54,4 |
| Reel Faiz Oranı | 13,5 | 10,9 | 10,9 | -18,2 | -9,3 | 8,1 |
| S/GSMH | 19,9 | 21,3 | 22,7 | 21,2 | 18,2 | 17,5 |
| I/GSMH | 25,1 | 26,3 | 24,3 | 22,1 | 22,8 | 19,0 |
| Büyüme Oranı | 7,12 | 8,3 | 3,9 | -6,1 | 6,3 | -9,5 |
| İhracat (Mil. \$) | 32067 | 32110 | 30662 | 28842 | 30721 | 34373 |
| İthalat (Mil. \$) | 42331 | 47158 | 44714 | 39027 | 52680 | 38106 |
| Dış Ticaret Açığı (Mil. \$) | -10264 | -15048 | -14052 | -10185 | -21959 | -3733 |
| İhracat/İthalat | 75,7 | 68,1 | 68,5 | 73,9 | 58,3 | 90,2 |
| Cari Açık (Mil. \$) | -2437 | -2638 | 1984 | -1340 | -9821 | 3392 |
| Cari Açık/GSMH | -1,33 | -1,37 | 0,96 | -0,73 | -4,91 | 2,33 |
| Doğrudan Yatırımlar (Mil. \$) | 722 | 805 | 940 | 783 | 982 | 3352 |
| Portföy Yatırımları (Mil. \$) | 1950 | 2344 | -5089 | 4188 | 1615 | -3727 |
| Özelleştirme (Mil. \$) | 292 | 466 | 1020 | 38 | 2712 | 123 |
| Dış Borç Stoku (Mil. \$) | 79386 | 84234 | 96264 | 103125 | 118503 | 113592 |
| İç Borç Stoku (Mil. TL) | 3149,0 | 6283,4 | 11612,9 | 22920,1 | 36420,6 | 122157,3 |
| KKBG/GSMH | 8,6 | 7,7 | 9,4 | 15,6 | 11,8 | 16,4 |

Kaynak: DPT, 2009; IFS, 2009; TÜİK, 2009

1990’lı yıllarda çok parçalı siyasi sistem ve zayıf koalisyon hükümetleri, özellikle kısa vadeli seçim kaygıları ve düzgün bir denetim mekanizmasının yerleştirilememesinden, borç yüküyle başa çıkmada başarısız olmuşlardır. Hükümetler harcamaları karşılayabilmek için bütçe dışı harcamalara başvurmuşlar ve mali dengesizliğin boyutları 1990’lı yıllar boyunca artmaya başlamıştır. 1999’da yüzde 58,7 olan toplam borç/GSMH değeri 2000 yılında yüzde 59,9 değerine ulaşmıştır. Bu oranın 1981-2000 ortalaması ise yüzde 44,9’dur (Alper ve Öniş, 2001: 214).

1997’den sonra enflasyon oranında aşağılara doğru bir eğilim izlenmiş, 1998 yılındaki yüzde 64,6’lık oran 1999 yılında yüzde 64,9 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yıllarda ithalat ve ihracat rakamları düşme trendine girmiş, ithalattaki düşüş ihracattaki düşüşten daha fazla olduğu için dış ticaret açığında bir azalma meydana gelmiştir. 1998 yılında 1 milyar doların üzerindeki özelleştirme gelirlerinin de etkisiyle cari denge fazla vermiş fakat, 1999 yılında yeniden negatif değer almıştır.

1990'lı yıllar boyunca, Türkiye Ekonomisi'ndeki "rüşvet ve yolsuzluklar", demokratik denetim ve şeffaflığın yaygın bir şekilde eksikliği, 1994 krizinden sonra banka mevduatlarına sağlanan devlet güvencesi, bankacılık sektöründe ahlaki risk taşıyan davranışları teşvik etmiş, batık bankaların devralınması ya da kurtarılması bağlamında devletin mali yükümlülüklerinin artması (Celasun, 2002: 13), finansal sistem üzerinde baskıları artırmıştır. Kamu bankaları genellikle ekonomik kriterlerden uzak krediler dağıtarak yüklü şekilde görev zararına uğramışlar ve bu zararlar şeffaf olmayan ortamda uzun süreler gizlenebilmişlerdir. Bu durum bütçe açığına dolaylı olarak katkıda bulunmuştur. Milli gelire oranla görev zararı stoku 1996'da yüzde 4,2'den 1999'da yüzde 13,2'ye yükselmiştir (Celasun, 2002). Ayrıca KKBG/GSMH oranı yükselmiş, 1999 yılında yüzde 15,6 ile Türkiye tarihinin en yüksek oranlarına ulaşmış ve finansal sistemi baskı altına almıştır (Tablo 2.5). Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizin meydana gelmesinde bu olguların payları büyüktür (Alper ve Öniş, 2001: 215).

Özet olarak 1996-1999 döneminde uygulanan ekonomi politikalarının değişik boyutları topluca değerlendirildiğinde, bazı eğilimlerin ön plana çıktığı görülmektedir. Bu dönemde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve "yönlendirilen esnek kur rejimi" ile reel kurda nispi bir istikrar sağlanmış ve böyle bir ortamda faizlerin belirlenmesi geniş ölçüde piyasalara bırakılmıştır. Kamu kesimi gelir ve gider dengesi sağlanamadığından yeterli ölçüde faiz-dışı fazla yaratılamamış ve ayrıca (1999 yılı hariç) kamu kesimi net dış borç ödeyici konuma geldiği için, iç borçlanma gereği hızla büyümüş ve yüksek faizli iç borç stokunda hızlı bir artış gerçekleşmiştir. Kamu açıklarının kontrol altına alınamadığı durumlarda, kamu kesiminin doğrudan dış kaynak kullanımı, ya özel tasarruf fazlasının büyümesi ya da dış tasarrufların finansal sistem aracılığıyla yerli paraya dönüştürülerek kamu iç borçlanması kanalıyla gerçekleştirilmiştir. Dolayısıyla 1997'den sonra büyüme hızında gözlenen gerilemelerin de etkisiyle, iç borç dinamiği özellikle 1999'da bozulmuş ve bütçenin reel faiz yükü çok yüksek düzeylere ulaşmıştır (Celasun, 2002: 12).

İkinci olarak, ekonomide enflasyon beklentisinin yüksek olduğu ve dolarizasyonun hız kazandığı bir ortamda iç borçlanma gereğinin yükselmesi, borçlanma vadelerinin uzatılmasını zorlaştırmış ve finansal sektör üzerindeki baskıları artırmıştır. İç borçlanmayı kolaylaştırıcı bir ortamın sürdürülmesinin temel amacı ise, para ve kur politikası ile finansal piyasalarda görece bir istikrarın sağlanmasıdır. Celasun'a (2002)

göre, bu yaklaşımla Türkiye, kamu maliyesindeki dengesizliklere rağmen, 1998-1999'da dış finansal krizlerin bulaşıcı etkisinden korunabilmiştir.

Üçüncü olarak, bütçe açıklarının iç ve dış borçlanmayla karşılanmasının yaygınlaştığı bir ortamda, finansal sektör temel işlevinden uzaklaşarak bütçe açıklarını fonlayan bir yapıya dönüşmüştür. Ayrıca kamu bankalarının görev zararlarındaki artış likidite riskini artırmış ve nakit iç borçların finansmanını ve çevrilmesini sağlayan özel bankaların bilançolarında kur ve faiz riskleri birikmiştir.

1990'lı yıllar boyunca tartışılan yukarıdaki olgular, 1999 yılı sonuna gelindiğinde, Türkiye Ekonomisi'nde bir topyekun reform stratejisini gerekli kılmaktaydı (Yeldan, 2001:a 160). 9 Aralık 1999'da Hazine Müsteşarlığı ve TCMB tarafından, enflasyonu düşürme hedefini ön plana çıkartan ve bu doğrultuda yapısal bir dönüşümü planlayan IMF Niyet Mektubu, böyle bir stratejinin ilk adımı olarak değerlendirilebilir. Celasun'a (2001) göre, 2000 yılına girerken Türkiye'nin ödemeler dengesinin cari işlemler hesabında bir sorunu olmadığı, ancak kronik enflasyon sürecini kıramamış, kamu iç borç sorunu ağırlaşmış ve bankacılık sektörü kırılganlaşmış bir ülke konumunda olduğu açıkça görülmektedir. Dolayısıyla iç borç dinamiğinin ciddi bir bozulma eğilimine girmiş olması ve bunu düzeltmek için sıkı bir maliye politikası izlemenin yeterli olmayacağı kaygısından hareketle, güçlü bir dış mali destek sağlayarak kapsamlı bir istikrar programı uygulama düşüncesinin ekonomi yönetimince benimsenmiş olması kuvvetle muhtemeldir (Celasun, 2002: 13-14).

IMF destekli "2000 Enflasyonu Düşürme Programı"; kamu kesimi reformu, döviz kuru nominal çıpasına dayalı para programı, sosyal güvenlik özelleştirme ve tarım kesimine yönelik yapısal nitelikli dönüşümlerden oluşan hedefler üzerine inşa edilmiş ve sıkı maliye politikası ile desteklenen, makro iktisadi ve sosyal alanların etkilenmesi süreci olarak karşımıza çıkmaktadır. Programın takvimi ise 3 yıllık bir evreyi kapsamaktadır (Yeldan, 2001a: 161). Programın ilk 18 aylık diliminde enflasyona ilişkin beklentilerin program ile uyumlu hale getirilmesine ve döviz kuruna ilişkin risklerin ve belirsizliklerin kaldırılmasına ilişkin politikalar öngörülüyor iken, ikinci 18 aylık dönemde para politikası araçlarının daha etkin biçimde kullanılması uygun bulunmuştur (Tokgöz, 2001: 271).

Buna göre, program kamu kesimi performansını ölçmek amacıyla, kamunun tüm gelir ve harcama kalemlerini denetim altına almayı planlayarak "kamu sektörü dengesi" kavramını geliştirmiştir. Kamu kesimi genel dengesi, merkezi bütçe, bütçe dışı fonlar, yerel yönetimler, finans sektörü dışında kalan kamu teşebbüslerini, Merkez Bankası ve

kamu bankalarının görev zararlarını kapsamaktadır. TEFE 2000 yılı sonunda yüzde 20, TÜFE yüzde 25'e düşürülecek, TEFE ve TÜFE artış hızları 2001 sonunda yüzde 10-12'ye 2002 sonunda da yüzde 5,7'ye düşürülecek; 2000 yılı sonuna kadar TL'nin dolar karşısındaki değeri, "1 Dolar+0,77 Euro"dan oluşan bir sepetle gün, ay ve yıl olarak önceden belirlenmiş ve bu sepetin yüzde 20 oranında değer yitirmesi planlanmış ve günlük döviz kuru sepeti ayarlamalarının her ay sabit kalması öngörülmüştür (Tokgöz, 2001: 271; Yeldan, 2001a: 165-166; Yeldan, 2001b: 190).

Kur sepeti 2001'e kadar sabit ölçüde değer yitirdikten sonra, simetrik olarak genişleyen bir band uygulamasına geçilerek, bu bandın toplam genişliği Aralık 2001 sonunda yüzde 7,5'e, Haziran 2002'de yüzde 15'e ve Aralık 2002'de yüzde 22,5'e çıkarılacaktır. Daha sonrasında ise döviz kurları yeniden piyasaya bırakılacaktır (Yeldan, 2001a: 167). Merkez bankası net iç varlıkları önceden belirlenen bir bant içinde hareket ederek, para tabanının net dış varlıklardaki değişimle belirlenmesi ilkesi, yani para kurulu benzeri bir yaklaşım kabul edilmiştir. Bu bağlamda faiz politikası özerkliğinden formel olarak vazgeçiliyor ve faizlerin belirlenmesi sermaye giriş çıkışlarına bağlı olarak piyasalara bırakılıyordu (Celasun, 2002: 14). Ayrıca programa göre, kamu kesiminde maaşlar ve fiyatlar enflasyon hedefine göre belirlenecektir (Akçağlayan, 2007: 5). Yapısal nitelikli düzenlemeler ise, maliye politikasının hedeflerini desteklemek amacıyla özelleştirme uygulamalarına ek olarak tarımsal destekleme, sosyal güvenlik, kamu maliyesi ve bankacılık sisteminde denetim ve gözetim konularından oluşmaktadır (Yeldan, 2001a: 169).

2000 yılında Enflasyonu Düşürme Programı ile Türkiye Ekonomisi'ndeki gelişmeler Tablo 2.5 yardımıyla değerlendirilebilir. Program uygulamaya konulduktan kısa bir süre sonra faiz oranlarında hızlı düşüşler ve büyük oranlı sermaye girişleri gerçekleştirilmiştir. 2000 yılında enflasyon hedeflenenden az fakat 10 puanlık bir düşüşle sonuçlanmıştır. Enflasyon oranındaki düşüş beklenildiği kadar hızlı olmadığı için TL reel olarak değerlenmeye başlamıştır. Türkiye Ekonomisi 1999 yılını yüzde 6,1'lik bir küçülmeye bitirdikten sonra 2000 yılında bu oran yüzde 6,3 ile hızlı tempoda büyümeye geçmiştir. Büyümenin kaynağını ise TL'deki değerlenmenin sonucu ithalattaki artış oluşturmaktadır (Yeldan, 2001b: 192). 1999'dan 2000 yılına ithalat 39 milyar \$'dan 52 milyar \$'a yükselmişken, ihracat artışı aynı yıllar için, 28,8 milyardan 30,7 milyar \$'a çıkmış dış ticaret açığı yükselmiştir. Programda, hedeflenen cari açık 2,8 milyar \$ iken bu rakam yıl ortasında 5 milyar \$ olarak revize edilmiş, ancak hedefin çok uzağında 9,8 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir.

Hükümet 2000 yılında 2,7 milyar \$ olarak gerçekleşen (7,6 milyar \$'lık hedefe rağmen) ciddi miktarda özelleştirme uygulamalarına giderek özelleştirmeden ilk defa bu kadar çok gelir elde edilmiştir. 2000 yılı sonu itibariyle doğrudan yabancı yatırımlar bir önceki yılın değerinden biraz fazla olmuşken, portföy yatırımları ise 1999 yılının yaklaşık olarak 1/3'ü kadar gerçekleşmiştir. Dış borç stokunda yaklaşık 15 milyar \$'lık bir artış gerçekleşmişken, KKBG/GSMH ise, bir önceki yıla oranla yüzde 3,8 puanlık bir azalmayla 2000 yılını kapatmıştır.

2000 yılı ikinci yarısında, yerli paranın değer kazanması sonucu ithalatın hızla artması ve dış açıkların ciddi boyutlara ulaşması, programın sürdürülebilirliği ile ilgili kaygılar yaratmaya başlamıştır. Sıkı maliye politikasına rağmen yapısal reformların beklenen hızda yapılmaması programın güvenilirliğini azaltmaya başlamış ve faizler artış sürecine girmiştir.

Bu gelişmeler aktiflerinin önemli bir bölümü Hazine kağıtlarından oluşan bankaların artan likidite talebi sonucu likidite sıkışıklığı had safhaya ulaşmıştır (TCMB, 2001: 72). Özel bankaların bir bölümünde bilançoların kırılganlığı daha da belirginleşmiştir. TCMB'nin piyasayı fonlaması sonucu sağlanan likidite, yabancı yatırımcılar ile yerleşiklerin döviz alımlarına yönelmesiyle TCMB rezervlerinde ciddi boyutta azalmaya neden olmuştur. Aylık ortalamalarla, gecelik basit faiz Ekim 2000'de yaklaşık yüzde 39'dan Kasım ayında yüzde 95'e Aralık ayında ise yüzde 183'e ulaşmış, faizlerdeki bu artışlara rağmen rezervlerdeki azalma devam etmiştir (TCMB, 2001: 84).

2000 yılı sonlarında IMF'den sağlanan "ek rezerv kolaylığı" türünden bir destekle döviz rezervleri arttırılıp mali piyasalar kısmen sakinleştirilmiştir. Gecelik basit faiz ortalaması Ocak 2001'de yüzde 43'e gerileyerek (DPT, 2002: 29), 2001 başında mali piyasalarda görece olarak kararlılık sağlanmasına rağmen programın güvenilirliği büyük ölçüde azalmıştır. Olumsuz beklentilerin arttığı bu ortamda 19 Şubatta yaşanan siyasi gerginlik mali piyasalarda panik yaşanmasına neden olmuştur.

Bu durum "piyasaların siyasi olgulara duyarlılığını" açık bir şekilde ortaya koymaktadır (Alper ve Öniş, 2001: 219). Bunun bir sonucu olarak başlayan süreç, yerli paranın değer kaybetmesini engellemek için (döviz hücumu engellemek için) gecelik faizlerin astronomik oranlara yükselmesine rağmen, (bankalararası para piyasasında gecelik faiz önce yüzde 3000'e sonra da yüzde 7500'e çıkarken, hazine bu tarihten bir ay kadar önce yüzde 65 ile borçlanırken, borçlanma faizleri yüzde 144 düzeyine çıkmıştı) yerleşiklerin artan döviz talepleri karşısında TCMB'nin piyasaya 5 milyar dolardan fazla döviz aktarmasıyla sonuçlanmıştır. Bu yüksek faizler döviz piyasalarında

kısa sürede görece bir denge sağlayarak TL'den kaçışı durdurmuştur (Tokgöz, 2001: 283).

Kamu bankalarının likidite ihtiyaçlarının karşılanamaması, ödemeler sistemini tıkayacak safhaya gelmiştir. Bankacılık sisteminin kırılma yapısı ile yüksek faiz oranlarının altından kalkamayacağı gerçeği, TCMB tarafından 2000 istikrar programında ortaya koyduğu kur politikasını terk edip, bankacılık sistemindeki büyük çöküşü önleyebilmek amacıyla 22 Şubat'ta TL yabancı paralar karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır (TCMB, 2001: 89). TL'de büyük oranda devalüasyon anlamına gelen "dalgalı kur rejimi", enflasyon oranında ani bir yükselişe neden olmuştur. Faiz oranlarındaki aşırı yükselişler bankacılık sektöründe ağır kayıplarla kredi daralmasına neden olmuştur. Bu da üretimdeki azalma ve işsizlikteki artışlarla reel ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir. Üretimdeki daralmalar kamu gelirlerini azaltırken, yüksek faizler bütçe açıklarının finansmanını zorlaştırmıştır (Alper ve Öniş, 2001: 218).

Dalgalı kura geçişin ilk günü TL yaklaşık yüzde 40 oranında değer kaybetmiştir. Bu da dış borç toplamının bir anda 29 milyar TL artmasına neden olmuştur (Tokgöz, 2001: 283). 2001 krizinin ardından, bankacılık sisteminin çöküşünü önlemek adına yapılan düzenlemeler, devletin mali yükümlülüklerini çok yüksek düzeylere yükseltmiştir. Ödemeler dengesinin sermaye hesabında büyük net çıkışlar gerçekleşmiş, reel ekonomi arz ve talep yönlü olumsuzlukların etkisiyle önemli oranda daralmıştır. Krizden çıkışın ise hızlı ve kolay olamayacağı görüşü yaygınlık kazanmıştır (Celasun, 2002: 17).

Tablo 2.5'ten izlenebileceği gibi 2001 yılı sonunda gerçekleşen makroekonomik göstergeler şöyledir: 2001 yılında bir önceki yıla göre enflasyon oranı aynı kalmışken, reel faiz oranları iki yıl aradan sonra yüksek pozitif değere ulaşmıştır. S/GSMH ve I/GSMH oranlarında düşme gerçekleşmişken, GSMH büyüme oranı -9,5 ile tarihinin en yüksek negatif değerini almıştır. İhracat miktarındaki bir miktar artışla birlikte ithalat miktarındaki ciddi düşüş neticesinde dış ticaret açığı bir önceki yıla kıyasla büyük miktarda azalışa sebep olarak 3,7 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, cari işlemler dengesi ise 3,3 milyar \$ fazla vermiştir. Dış borç stoku bir önceki yıla göre azalmışken, iç borç stoku bir önceki yılın yaklaşık üç katına ulaşmıştır. 2001 yılında KKBG/GSMH değeri ise yüzde 16,4 ile incelenen dönemin en yüksek değerine ulaşmıştır.

2000 Kasım Krizi sonrası faiz riski, 2001 Şubat Krizi sonrasında da hem kur hem de faiz riski sonucu katlandığı ciddi zararlarla çöküş sürecine giren bankacılık sektörünün, başta kamu bankaları olmak üzere güçlendirilmesi öncelik taşıyan konulardan birini oluşturmuştur. Diğer taraftan, mali kesimin yapısal sorunları, dış

borçlanma olanaklarının daralması ve yükselen faizler karşısında borçların çevrilebilmesinin güçlüğü nedeniyle, dış kaynak sağlamak ve reform programını uygulamaya koymak amacıyla IMF'in öncülüğünde ve denetiminde 14 Nisan ve 15 Mayıs tarihlerinde iki aşamada açıklanan bir istikrar programı uygulamaya konmuştur. İlk önce "Ulusal Program" (Uygur, 2001: 36) daha sonra da "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)" olarak adlandırılan programın amacı, kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eşanlı olarak bu duruma bir daha geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak şeklinde belirlenmiştir. Programın nihai amacı ise, ekonomide sürdürülebilir bir gelişme ortamını sağlayarak kaynak kullanma sürecindeki verimliliği artırmak, dışa açık bir yaklaşımla piyasa koşullarında rekabet gücümüzü geliştirmek ve böylece ekonomide büyümeyi, yatırım ve istihdamı artırmaktır (TCMB, 2001: 12-13).

GEGP yukarıdaki hedeflerini gerçekleştirebilmek için (Ay ve Karaçor, 2006); i) ekonominin yeniden yapılandırılması konusunda kesin bir siyasi taahhüdü ve desteği içerdiğini, kamuda şeffaflık ve hesap verilebilirliğin sağlanması, rasyonel olmayan müdahalelerin geri dönüşü olmayacak şekilde önlenmesi, ii) iyi yönetişimin ve yolsuzlukla mücadelenin güçlendirilmesini, iii) katlanılan fedakarlıkların boşa gitmesinin önlenmesi ve piyasalarda güven ortamının yeniden sağlanmasının amaçlandığını belirtmektedir.

Bu hedeflerin üçlü bir anlayışa dayandırılarak gerçekleştirilmesi öngörülmüştür (Ay ve Karaçor, 2006): Birincisi, bankacılık sektöründeki bozulmalar başta olmak üzere, son finansal krizin doğrudan temelinde yatan bozulmaların düzeltilmesi ve ekonomi yönetiminin şeffaflığının ve özel sektörün ekonominin yeniden yapılandırılması sürecindeki rolünün geliştirilmesine yönelik yapısal politikalar; ikincisi, finansal istikrarı sağlamaya ve enflasyonla mücadeleye devam edilmesine ilişkin maliye ve para politikaları; üçüncüsü ise, makroekonomik istikrar, büyüme ve toplumun en muhtaç kesimlerini koruma hedefleri ile örtüşen ücret ve maaş politikaları oluşturulması yönünde geliştirilmiş sosyal diyalog şeklinde sıralanmaktadır (HM, 2001: 21).

Ana hedef itibariyle, öncelikle parasal sermayenin krizden çıkış programı niteliğinde olmakla birlikte, GEGP'nin temel felsefesi, Türkiye'nin gerekli yapısal reformları yapması durumunda, küreselleşme sürecine daha sağlıklı bir biçimde uyum sağlayabileceği, dünya ekonomisinin sunduğu fırsatlardan daha etkin bir biçimde yararlanabileceği, daha hızlı büyüyebileceği ve gelişebileceğidir (Ongun, 2001: 6).

GEGP'in temel politika setine göre kamu net borç stokunun milli gelire oranı 2002'de gözlenen yüzde 81,3'lük değerinden, 2003-2006 yıllarında sırasıyla yüzde 73,3; 69,4; 66,5; ve 63,9'a düşürülecektir. Bunu sağlamak için büyüme hızının bu dönemde yüzde 5 olacağı varsayımı altında kamu kesiminde milli gelire oran olarak 2003-2005 arasında yüzde 6,5, 2006'da da yüzde 6,3 düzeyinde faiz dışı fazla verilmesi gerekecektir.

GEGP'in makroekonomik fiyatlara ilişkin varsayımları ise şu şekilde belirlenmiştir. 2001 yılında yüzde 54,4 olan enflasyon oranı 2002-2006 döneminde yıllar itibariyle yüzde 35, 20, 12, 8 ve yüzde 5 olarak aşamalı bir şekilde düşürülecektir. İç borçlanma nominal faiz oranı ise, 2001 yılındaki yüzde 99,7'lik seviyesinden, 2002-2006 döneminde yıllar itibariyle sırasıyla yüzde 69,6; 46; 32,4; 27,4 ve yüzde 23,9 olarak gerçekleşecektir. Benzer şekilde iç borç ex ante reel faiz oranı ise, 2002-2006 döneminde yüzde 29, 26, 20, 18 ve yüzde 18 olacaktır.

Bu çerçevede ekonominin yeniden yapılandırılması ve istikrarın kalıcı kılınması için; finansal sektörün yeniden yapılandırılması, kamuda şeffaflığın artırılması ve kamu finansmanının güçlendirilmesi, ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması ve sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi alanında yaklaşık 15 yasal düzenlemenin yapılması planlanmıştır (TCMB, 2001: 13).

GEGP'in uygulamaya konulması üretimdeki düşüşü önleyememesine rağmen krizin denetim altına alınmasında etkili olmuştur. Tüm güçlüklerine ve kimi olumsuz yönlerine karşın, serbest dalgalı kur rejimi piyasalarda aniden ortaya çıkabilecek bir panikleminin para krizlerine dönüşmesini önleyebilecek bir sistem olarak kabul edilmektedir (Celasun, 2001). Bu programda öncelik tanınan bankacılık sektörünün yeniden sermayelendirilmesi sürecinde, enflasyonun kontrolden çıkmaması için kamu borç yükünün artışı tercih edilerek, parasal büyüklükler denetim altında tutulmuştur.

Kamu maliyesinde faiz-dışı fazla hedefine ulaşılması ve IMF kredilerinin kullanımı, parasal hedeflerin aşılmamasına olanak sağlayan iki ana faktördür. Programda öngörülen yasal düzenlemelerin çoğunun yapılması, krizden çıkış çabalarına güven sağlama açısından yardımcı olmuştur. Merkez Bankasına araç bağımsızlığı sağlayan ve fiyat istikrarını öncelikli hedef olarak belirleyen yeni yasal düzenleme, makroekonomik politikaların tasarım yöntemini değiştirecek yeni ve önemli bir gelişmedir.

Tablo 2.6'da 2002 sonrası uygulanan GEGP dönemini kapsayan makroekonomik göstergeler yer almaktadır.

Tablo 2.6: Temel Makroekonomik Göstergeler (2002-2007)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Enflasyon Oranı | 45,0 | 25,3 | 10,6 | 10,1 | 10,5 | 8,8 |
| Reel Faiz Oranı | 3,2 | 3,3 | 11,4 | 10,2 | 13,2 | 12,7 |
| S/GSMH | 19,2 | 19,3 | 20,3 | 18,2 | 16,6 | |
| I/GSMH | 17,3 | 16,1 | 18,4 | 20,1 | | |
| Büyüme Oranı | 7,9 | 5,9 | 9,9 | 6,7 | 6,9 | 4,6 |
| İhracat (Mil. \$) | 40124 | 51206 | 67047 | 78365 | 93611 | 115307 |
| İthalat (Mil. \$) | 47407 | 65216 | 90925 | 111353 | 134552 | 162012 |
| Dış Ticaret Açığı (Mil. \$) | -7283 | -14010 | -23878 | -32988 | -40941 | -46705 |
| İhracat/İthalat | 84,6 | 78,5 | 73,7 | 70,3 | 69,5 | 71,1 |
| Cari Açık (Mil. \$) | -1524 | -8036 | -15601 | -22137 | -31893 | -37549 |
| Cari Açık/GSMH | -0,99 | -3,4 | -5,2 | -6,3 | -7,8 | -8,0 |
| Doğrudan Yatırımlar (Mil. \$) | 617 | 737 | 1191 | 8210 | 16789 | |
| Portföy Yatırımları (Mil. \$) | 1503 | 3851 | 9411 | 14670 | 11402 | 2780 |
| Özelleştirme (Mil. \$) | 538 | 187 | 1283 | 8222 | 8096 | 4259 |
| Dış Borç Stoku(Mil. \$) | 130005 | 144839 | 162231 | 170529 | 207325 | 248958 |
| İç Borç Stoku (Mil. TL) | 149869,1 | 194386,7 | 224482,9 | 244781,8 | 251470,0 | 255310,0 |
| KKBG/GSMH | 12,7 | 9,4 | 4,7 | -0,4 | -1,5 | 0,2 |

Kaynak: DPT, 2009; IFS, 2009; TÜİK, 2009

Programın uygulanmasıyla birlikte KKBG'nin kontrol altına alındığı görülmektedir. Benzer şekilde enflasyon oranının hedeflenen oranlara yakın bir şekilde gerçekleştiği anlaşılmakta, ekonomik büyümenin ise oldukça yüksek olduğu bir dönem yaşanmaktadır. Ancak cari açığın GSMH'ye oranındaki artış bu dönemde en önemli kırılganlık unsuru olarak kendini göstermektedir. İç ve dış borç stokundaki miktar olarak artışa karşın, bu değişkenlerin GSYİH'ye oranlarında önemli düşüşler görülmektedir. 2001'de yüzde 50,9 olan iç borç stokunun GSYİH içerisindeki payı, 2007 yılına kadar yıllar itibariyle, 42,8; 42,7;40,2; 37,7; 33,2; 29,8 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında dış borç stokunun GSYİH içerisindeki payı yüzde 39,9 olarak gerçekleşmişken, bundan sonra 2007 yılına kadar yıllar itibariyle 38,4; 31,6; 26,3; 20,4; 20,5; 20,2 olarak gerçekleşmiştir (HM, 2009). GEGP döneminde yakalanan yüksek büyüme hızının dış kaynak kullanımı ile gerçekleştiği anlaşılmaktadır. Dış kaynak kullanımının göstergesi olan cari açığın büyüklüğü ve bununla yüksek reel faiz oranları ile yurtdışından çekilen yabancı sermaye ile gerçekleştirildiği görülmektedir.

2.3. MAKROEKONOMİK İSTİKRARSIZLIKLAR VE FİNANSAL SEKTÖRÜN GELİŞİMİ

1980’de başlayan reformlarla, selektif kredi politikalarının kaldırılması, mevduat ve kredi faizlerinin piyasa güçleri tarafından belirlenmesi için serbest bırakılması, zorunlu karşılık ve disonibilite oranlarının düşürülmesi, finansal işlemler için uygulanan vergi oranlarının ve işlem maliyetlerinin azaltılması, kambiyo rejiminin liberalize edilmesi gibi düzenlemelerin yanı sıra, sektöre ilişkin yasal düzenlemelerin uluslararası normlar seviyesine yükseltilmeye çalışmaları, finansal piyasaların ve kurumların gelişiminde önemli bir rol oynamıştır. Dolayısıyla Türkiye’de finansal sistem 1980 yılından başlayarak uygulamaya konulan liberal politikalar sonucunda önemli ölçüde yapısal bir değişikliğe uğramış, daha rekabetçi bir ortamda piyasa güçlerinin harekete geçirilmesiyle dinamizm kazanmıştır. Türkiye’de liberal ekonomi politikalarının sağladığı makroekonomik çerçeveye rağmen, finansal sistem içinde bankacılık sektörü baskın bir konumda olmuş ve finansal sektör politikaları ilk etkilerini bankacılık sektörü üzerinde göstermişlerdir.

24 Ocak Kararları ile başlayan reform dalgasına (faizlerin serbest bırakılmasına) finansal piyasaların ilk tepkisi (centilmenlik anlaşması) olumsuz olmuş ve yukarıda açıklandığı üzere banker krizi ile sonuçlanmıştır. Buradan, eski alışkanlıklara göre hareket eden bankacılık sektörünün yeni ekonomik atmosfere uyum sağlamada güçlük yaşadığı anlaşılmaktadır. Banker krizinin ardından 1983-1984 yıllarında 6 bankanın faaliyetine son verilmiş ve bu çerçevede TMSF kurulmuştur.

Yabancı bankaların sayısında hızlı bir artış olmuş bir çok yeni ticaret bankası kurulmuştur. 1980-1990 döneminde kurulan ticaret bankası sayısı 19 olup bunlardan 8 tanesi yabancı sermayelidir. Bu dönemde ayrıca 4’ü yabancı sermayeli 8 kalkınma ve yatırım bankası kurulmuştur. Bu dönem sadece yabancı bankaların açılmasıyla kalmamış Türk bankaları da yurt dışına açılarak banka kurmuş, şube açmış, iştiraklerde bulunmuştur (Günel, 2007: 325).

Diğer taraftan 1980 sonrası uygulanan tutarsız politika seçenekleri makroekonomideki istikrarsızlığı artırmıştır. 1980-1986 döneminde hızlı bir ekonomik büyüme ve dış ticarete önemli gelişmelere karşın, başta enflasyon olmak üzere iç borçlanmada ve 1989 yılında sermaye hareketlerinde serbestliğin sağlanmasıyla da dış borçlanmada hızlı artışlar görülmüştür. Diğer bir ifadeyle kamunun ekonomi politikaları kamu maliyesi dengelerinin bozulmasına ve makroekonomik dengesizliklere kaynaklık

etmiştir. Bu makroekonomik atmosfer finansal sektörün özellikle de bankacılık sektörünün temel fonksiyonundan uzaklaşmasına neden olmuştur. Ayrıca bankacılık sektöründe kamu bankalarının payının azaltılması çabalarından bir sonuç alınamamış, kamu bankaları hala sektör içinde önemli bir paya sahiptirler. Bütün bunlar bankacılık sektörünün karakteristiklerinin incelenmesi ile daha kolay anlaşılacaktır.

Türk bankacılığının temel özelliklerine bakıldığında ilk göze çarpan sistemin oligopol piyasaları yapısına (rekabet yetersizliği) uygun bir görünüm arz etmiş olduğudur (Benli ve Sönmezler, 2002: 81; Günal, 2007: 333). Piyasadaki firmaların çok azı piyasayı etkileyebilecek güçtedir. Sektördeki fiyatlar (faiz), genel olarak birbirine yakın oluşmakta ve piyasada rekabet fiyat dışı alanlarda (reklamlar gibi) yaşanmaktadır. Sektörün bu şekildeki yapısı Türk bankacılığının etkinliğini azaltmaktadır.

Tablo 2.7: Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma (%)

| | 1990 | 1995 | 1997 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| İlk Beş Banka | | | | | | | | | | | | |
| Top. Aktif | 54 | 48 | 44 | 46 | 48 | 56 | 58 | 60 | 60 | 63 | 63 | 62 |
| Top. Mevdua. | 59 | 53 | 47 | 50 | 51 | 55 | 61 | 62 | 64 | 66 | 64 | 64 |
| Top. Kredi | 57 | 50 | 46 | 42 | 52 | 49 | 55 | 54 | 48 | 56 | 58 | 57 |
| İlk On Banka | | | | | | | | | | | | |
| Top. Aktif | 75 | 71 | 67 | 68 | 69 | 80 | 81 | 82 | 84 | 85 | 86 | 85 |
| Top. Mevduat | 85 | 73 | 70 | 69 | 72 | 80 | 86 | 86 | 88 | 89 | 90 | 89 |
| Top. Kredi | 78 | 75 | 72 | 73 | 71 | 82 | 74 | 75 | 77 | 80 | 83 | 83 |

Kaynak: TBB, 2001; 41; Köne, 2003: 243; TBB, 2008c.

Tablo 2.7'den izlenebileceği üzere sistemdeki ilk beş banka, sistemin büyük bir kısmını elinde bulundurmaktadır. Aktiflerin büyüklüğüne göre, 2000 yılına kadar ilk beş bankada ilk iki sırayı kamusal sermayeli ticaret bankası, ilk on bankada ise dört kamusal sermayeli ticaret bankası yer almaktadır (TBB, 2001: 41). Bankacılık sektöründe ilk beş ve ilk on bankanın toplam aktifler, toplam mevduatlar ve toplam krediler içindeki payı 1990'lı yıllar boyunca genel olarak azalmıştır. Yoğunlaşma düzeyinin azalmasında etkili olan faktörler, sektöre girişin hızlanması, yüksek enflasyon, yüksek kamu borçlanması, mevduat güvencesi ve yurt dışı piyasalardan kısa vadeli de olsa borçlanma imkanlarının artmasıdır (TBB, 2008c: 102). Ancak yoğunlaşma 2000'li yıllarda tekrar artmaya başlamıştır. Banka sayılarındaki dramatik düşüşler yoğunlaşma derecelerini de etkilemiştir (Ural ve Acar Balaylar, 2008: 19).

Türk bankacılık sektörünün ikinci özelliği, sektörde şube bankacılığının geçerli olduğudur. Ticaret bankalarının büyüebilmeleri için çok sayıda şubeye sahip olmak zorunda olmaları, küçük yerleşim birimlerinde bile bazen aynı cadde üzerinde birkaç farklı şubenin varlığını gerektirmektedir. Bununla birlikte enflasyonist bir ortam, mevduatın giderek daha pahalı bir kaynak halini alması, banka şubeleri için öngörülen sermaye miktarının artırılması ve şubelerin artan maliyetleri gibi bazı ekonomik şartların varlığı karşısında bankaların daha rasyonel bir şube politikası izlemeleri şube sayılarında bir azalışa yol açmıştır.

Tablo 2.8: Banka Sayıları (Adet)

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Banka Sayısı | 62 | 65 | 69 | 69 | 73 | 74 | 71 | 73 | 75 | 78 |
| Mevduat Bankaları | 52 | 53 | 56 | 55 | 57 | 58 | 55 | 55 | 56 | 59 |
| Kamu | 8 | 8 | 8 | 8 | 6 | 6 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| Özel | 25 | 24 | 25 | 26 | 31 | 32 | 29 | 32 | 33 | 36 |
| TMSF | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Yabancı | 19 | 21 | 23 | 21 | 20 | 20 | 20 | 18 | 18 | 18 |
| Kalkınma ve Yatırım Bank. | 8 | 9 | 10 | 10 | 12 | 12 | 12 | 13 | 13 | 13 |
| Katılım Bankaları | 2 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 5 | 6 | 6 |
| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Banka Sayısı | 81 | 87 | 84 | 66 | 59 | 55 | 53 | 52 | 50 | 50 |
| Mevduat Bankaları | 60 | 62 | 61 | 46 | 40 | 36 | 35 | 34 | 33 | 33 |
| Kamu | 4 | 4 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Özel | 38 | 31 | 28 | 22 | 20 | 18 | 18 | 17 | 14 | 11 |
| TMSF | 0 | 8 | 11 | 6 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Yabancı | 18 | 19 | 18 | 15 | 15 | 13 | 13 | 13 | 15 | 18 |
| Kalkınma ve Yatırım Bank. | 15 | 19 | 18 | 15 | 14 | 14 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Katılım Bankaları | 6 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 4 | 4 |

Kaynak: TBB, 2008a; TKBB, 2008a.

Bankacılık sektöründe ağırlık mevduat bankalarından yanadır. Tablo 2.8'den banka sayıları incelendiğinde, 1999 yılı banka sayısının en fazla olduğu yıl olarak görülmektedir. Bu durum hem mevduat bankaları, hem kalkınma ve yatırım bankaları ve hem de katılım bankaları için de geçerlidir. Ancak 1999 yılından sonra Türk Bankacılık sisteminde banka sayılarında azalma başlamıştır. 2000 yılında 61 olan mevduat bankaları sayısı 2001 yılında 46'ya düşmüştür. Bu düşüş sonraki yıllar için de geçerli olmuş ve 2007 yılı itibariyle, bankacılık sisteminde toplam 33 adet mevduat bankası faaliyetine devam etmektedir. Bunlardan 3 tanesi kamu sermayeli, 11'i özel

sermayeli, 1²⁰'i TMSF bünyesinde faaliyetini sürdürmektedir. Diğer yandan bankacılık sektöründe yabancı yatırımcıların ilgisi 2007 yılında da sürmüştür. 2006 yılında 15 adet olan yabancı sermayeli mevduat bankası sayısı, 2007 yılında 18 adede yükselmiştir.

Türk bankacılık sisteminin üçüncü özelliği, sistemdeki bankaların ticaret bankaları, kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları ve sektörel bankalar olarak bir ayrıma tabi tutulmasıdır. Görünüşün böyle olmasına rağmen bankacılık faaliyetleri itibariyle sistem kesin çizgilerle birbirinden ayrılmamaktadır. Örneğin, sektörel bankalar bağlı oldukları sektörlerde krediler vermelerinin yanında mevduat bankacılığı da yapmaktadırlar. Dahası ticaret bankaları mevduat bankacılığıyla birlikte ülke şartlarından dolayı orta ve uzun vadeli krediler de vermektedirler. Bununla birlikte Türkiye’de Bankacılık kesimi devlet iç borçlanma senetlerinin neredeyse tek alıcısı konumundadır (Köne, 2003: 240).

Tablo 2.9: Bankacılık Sisteminde Toplam Aktiflerin Dağılımı (%)

| | Mevduat Bankaları | Kamu Sermayeli Mevduat Bankaları | Özel Sermayeli Mev. Bank. | Fon'a Devred. Mev. Bank. | Yabancı Sermayeli Mev. Bank. | Kalkınma Yatırım Bankaları | SEK-TÖR TOP-LAMI |
|------|-------------------|----------------------------------|---------------------------|--------------------------|------------------------------|----------------------------|------------------|
| 1988 | 90,4 | 43,4 | 43,9 | - | 3,1 | 9,6 | 100 |
| 1989 | 90,8 | 45,6 | 42,5 | - | 2,7 | 9,2 | 100 |
| 1990 | 91,2 | 44,8 | 43,5 | - | 2,9 | 8,8 | 100 |
| 1991 | 91,5 | 42,4 | 45,9 | - | 3,1 | 8,5 | 100 |
| 1992 | 92,7 | 43,1 | 46,0 | - | 3,7 | 7,3 | 100 |
| 1993 | 92,9 | 36,9 | 52,3 | - | 3,8 | 7,1 | 100 |
| 1994 | 91,8 | 39,6 | 49,2 | - | 3,0 | 8,2 | 100 |
| 1995 | 92,6 | 37,7 | 52,0 | - | 2,9 | 7,4 | 100 |
| 1996 | 94,0 | 38,3 | 52,7 | 1,4 | 1,4 | 6,0 | 100 |
| 1997 | 94,6 | 34,6 | 55,4 | - | 4,7 | 5,4 | 100 |
| 1998 | 95,3 | 34,9 | 53,3 | 2,6 | 4,4 | 4,7 | 100 |
| 1999 | 95,2 | 34,9 | 49,5 | 9,1 | 5,2 | 4,8 | 100 |
| 2000 | 95,6 | 34,2 | 47,4 | 8,5 | 5,2 | 4,4 | 100 |
| 2001 | 95,4 | 31,2 | 57,3 | 3,9 | 3,0 | 4,6 | 100 |
| 2002 | 95,7 | 33,1 | 54,5 | 5,0 | 3,0 | 4,3 | 100 |
| 2003 | 95,9 | 33,3 | 57,0 | 2,9 | 2,8 | 4,1 | 100 |
| 2004 | 96,3 | 34,9 | 57,4 | 0,6 | 3,4 | 3,7 | 100 |
| 2005 | 96,8 | 31,4 | 59,7 | 0,5 | 5,2 | 3,2 | 100 |
| 2006 | 96,8 | 29,6 | 54,8 | 0,3 | 12,2 | 3,2 | 100 |
| 2007 | 96,6 | 29,2 | 52,3 | 0,2 | 15,0 | 3,4 | 100 |

Kaynak: TCMB, 2003; TBB 2001; TBB, 2008b.

²⁰ Tek banka olarak belirtilen Bayındırbank'ın bünyesinde, Etibank, İnterbank, Esbank, EGS Bank, Toprankbank, İktisat Bankası ve Kentbank'da bulunmaktadır.

Bankacılık sistemi toplam aktiflerinin dağılımında mevduat bankalarının payında yıllar itibariyle bir artış görülmekte iken, kalkınma ve yatırım bankalarının payında da bir azalma görülmektedir. İncelenen dönemin başında, kamu sermayeli mevduat bankaları ve özel sermayeli mevduat bankalarının toplam aktifler içerisindeki payı yaklaşık olarak birbirine eşitken, bu oran son yıllarda özel sermayeli mevduat bankaları lehine ciddi bir oranda değişme göstermektedir. 2007 itibariyle toplam aktifler içerisinde kamu sermayeli mevduat bankalarının payı yüzde 29,2; özel sermayeli mevduat bankalarının payı ise yüzde 52,3 olarak gerçekleşmiştir. Fona devredilen bankaların payı çok küçük bir miktar iken, yabancı sermayeli mevduat bankalarının toplam aktifler içerisindeki payında ise yüzde 15 gibi çok ciddi bir artış izlenmektedir. Kalkınma ve yatırım bankalarının payı da yüzde 3,4 olarak gerçekleşmiştir.

Diğer taraftan katılım bankalarının toplam aktifler içerisindeki payı ise 2005 yılında yüzde 2 civarında iken, 2006 ve 2007 yılında yüzde 3 civarına yükselmiştir (TKBB, 2008b).

Tablo 2.10: Bankacılık Sisteminde Toplam Mevduatların Dağılımı (%)

| Toplam Mevduat Payları | Mevduat Bankaları | Kamu Sermayeli Mev. Bank. | Özel Sermayeli Mevduat Bankaları | Fon'a Devredilen | Yabancı Sermayeli Mev. Bank. | SEKTÖR TOPLAMI |
|-------------------------------|--------------------------|----------------------------------|---|-------------------------|-------------------------------------|-----------------------|
| 1988 | 100 | 43,6 | 52,8 | - | 3,6 | 100 |
| 1989 | 100 | 47,2 | 50,0 | - | 2,8 | 100 |
| 1990 | 100 | 48,6 | 49,2 | - | 2,2 | 100 |
| 1991 | 100 | 46,3 | 51,7 | - | 2,0 | 100 |
| 1992 | 100 | 49,6 | 48,6 | - | 1,7 | 100 |
| 1993 | 100 | 43,6 | 54,9 | - | 1,6 | 100 |
| 1994 | 100 | 43,9 | 54,2 | - | 1,9 | 100 |
| 1995 | 100 | 43,3 | 54,0 | - | 2,7 | 100 |
| 1996 | 100 | 44,1 | 53,4 | - | 2,5 | 100 |
| 1997 | 100 | 39,9 | 56,7 | - | 3,4 | 100 |
| 1998 | 100 | 40,7 | 52,4 | 4,3 | 2,7 | 100 |
| 1999 | 100 | 39,8 | 46,4 | 15,1 | 2,7 | 100 |
| 2000 | 100 | 40,3 | 43,5 | 12,9 | 3,2 | 100 |
| 2001 | 100 | 33,7 | 60,9 | 3,4 | 2,0 | 100 |
| 2002 | 100 | 36,8 | 56,6 | 4,5 | 2,1 | 100 |
| 2003 | 100 | 37,5 | 57,3 | 3,0 | 2,2 | 100 |
| 2004 | 100 | 41,8 | 55,0 | 0,1 | 3,1 | 100 |
| 2005 | 100 | 37,7 | 54,7 | 0 | 4,8 | 100 |
| 2006 | 100 | 35,7 | 52,3 | 0 | 12,0 | 100 |
| 2007 | 100 | 35,8 | 49,7 | 0 | 14,4 | 100 |

Kaynak: TCMB, 2003; TBB 2001; TBB, 2008b.

Mevduat toplama ticaret bankalarının işidir. Kamu sermayeli ticaret bankalarının mevduatları içindeki payı yıllar itibariyle ve 2001 krizinde azalmıştır. Bu durumu kriz sonucu yeniden yapılanmalarıyla birlikte kısa vadeli yükümlülüklerinin tasfiye edilmesi ve rasyonel olmayan yapılarından kurtulma çabaları açıklamaktadır. 2001 yılında özel sermayeli bankaların toplam mevduatlardaki yaklaşık yüzde 17'lik artışını ise fona devredilen bankaların durumlarının çözüme kavuşturulup birleştirilmeleri ya da satılmaları sonucu iyileştirilmeleri oluşturmaktadır. 2007 itibariyle toplam mevduatların yaklaşık yarısını özel sermayeli ticaret bankaları oluştururken, bazı özel sermayeli bankaların yabancı sermayeli bankalara aktarılması sonucu yüzde 14,4'lük bir payı da yabancı sermayeli bankalar oluşturmaktadır. Toplam mevduatların yüzde 35,8'i ise kamusal sermayeli ticaret bankalarına aittir.

Toplam mevduatlardaki katılım bankalarının payı değerlendirildiğinde ise, 2005 yılında yüzde 3'ten 2006-2007 yılında yüzde 4'e yükseldiği görülmektedir (TKBB, 2008b).

Tablo 2.11: Bankacılık Sisteminde Toplam Kredilerin Dağılımı (%)

| Toplam Kredi Payları | Mevduat Bank. | Kamu Serm. Mev. Bank. | Özel Serm. Mevduat Bank. | Fon'a Devredilen | Yabancı Sermayeli Mev. Bank. | Kalkınma-Yatırım Bank. | SEKTÖR TOPLAMI |
|----------------------|---------------|-----------------------|--------------------------|------------------|------------------------------|------------------------|----------------|
| 1988 | 85,6 | 47,1 | 35,9 | - | 2,6 | 14,4 | 100 |
| 1989 | 86,5 | 47,3 | 36,5 | - | 2,8 | 13,5 | 100 |
| 1990 | 88,1 | 45,4 | 39,8 | - | 2,9 | 11,9 | 100 |
| 1991 | 88,1 | 43,3 | 41,7 | - | 3,2 | 11,9 | 100 |
| 1992 | 89,2 | 42,4 | 43,7 | - | 3,0 | 10,8 | 100 |
| 1993 | 89,5 | 35,5 | 51,2 | - | 2,8 | 10,5 | 100 |
| 1994 | 87,7 | 38,1 | 47,8 | - | 1,8 | 12,3 | 100 |
| 1995 | 89,0 | 39,2 | 47,9 | - | 1,9 | 11,0 | 100 |
| 1996 | 90,1 | 35,1 | 53,3 | - | 1,8 | 9,9 | 100 |
| 1997 | 91,8 | 34,7 | 54,4 | - | 2,7 | 8,2 | 100 |
| 1998 | 91,3 | 29,1 | 57,6 | 1,7 | 2,9 | 8,7 | 100 |
| 1999 | 89,6 | 28,2 | 55,1 | 7,1 | 2,9 | 10,4 | 100 |
| 2000 | 90,8 | 27,7 | 54,5 | 6,5 | 2,8 | 9,2 | 100 |
| 2001 | 91,2 | 19,8 | 66,5 | 1,4 | 3,5 | 8,8 | 100 |
| 2002 | 91,5 | 17,6 | 66,9 | 2,6 | 4,4 | 8,5 | 100 |
| 2003 | 90,6 | 18,2 | 67,1 | 1,3 | 4,0 | 9,4 | 100 |
| 2004 | 93,0 | 20,9 | 67,4 | 0 | 4,6 | 7,0 | 100 |
| 2005 | 95,0 | 20,6 | 67,5 | 0 | 6,8 | 5,0 | 100 |
| 2006 | 95,5 | 21,6 | 58,6 | 0 | 15,3 | 4,5 | 100 |
| 2007 | 95,9 | 22,5 | 58,4 | 0 | 18,8 | 4,1 | 100 |

Kaynak: TCMB, 2003; TBB, 2001; TBB, 2008b.

Toplam krediler incelendiğinde, kamusal sermayeli mevduat bankalarının yıllar itibariyle payının azaldığı, özel ve yabancı sermayeli mevduat bankalarının paylarının ise arttığı gözlenmektedir. Kalkınma ve yatırım bankalarının payında ise 1999 yılındaki artışın dışında sürekli azalma olmuştur. 2007 itibariyle toplam krediler içinde ticaret bankalarının payı yüzde 95,9; kalkınma ve yatırım bankalarının payı ise yüzde 4,1 olarak gerçekleşmiştir. Toplam krediler için katılım bankalarının durumu ise son yıllar için ortalama yüzde 5 civarındadır (TKBB, 2008b).

Tablo 2.9, 2.10 ve 2.11'den görüldüğü gibi 2007 yılı itibariyle kamu bankalarının toplam aktiflerde yüzde 29,2, toplam mevduatlarda yüzde 35,8 ve toplam kredilerde sektörün yüzde 22,5'ini kontrol ettiği görülmektedir. Günal'a (2007: 342) göre, kamu bankalarının toplam mevduatlar içindeki payıyla toplam krediler içindeki payı arasındaki fark, kamu bankalarının topladığı mevduatları krediye dönüştüremediğinin açık bir göstergesidir. Kamu bankalarının sisteme katkıları, bankacılık sisteminin saydamlıktan yoksun olması ve gizli teşviklerden ibarettir (Erzan ve diğerleri, 2001: 8).

Kamunun sektörde işgal ettiği yer sektörü müdahalelere açık bir konumda tutmaktadır. Dolayısıyla Türk Bankacılık Sektörünün rekabetçi bir yapıda çalıştığını söylemek güçtür. Kamu bankalarına yasal ve yönetsel farklılıklardan dolayı verilen bir takım ayrıcalıklar ve yükümlülükler sektörde haksız rekabete yol açmaktadır. Kamu bankalarına bankacılık dışında verilen bazı görevler, kamu bankalarının kaynak ve faaliyetlerinin karlı olmayan alanlara yönelmesine ve rekabet gücünün zayıflamasına yol açmaktadır (Benli ve Sönmezler, 2002: 82).

Finansal sistemde bankacılık sektörü ağırlıklı rolüne rağmen ülke ekonomisinin etkin işleyişi için gerekli olan fon arz ve talebinin bankacılık yoluyla yerine getirildiği söylenemez. Çünkü bankacılık sistemi toplamış olduğu mevduatlar ve diğer fonlarla ekonominin reel kesiminin fonlarını karşılamaktan çok, kamu kesiminin finansman açığını karşılamaya çalışmaktadır (Sarıkamış, 2001; TBB, 2003: 23). Özellikle 1990'lı yıllardan sonra makro ekonomik istikrarın sağlanamaması, finansal sektör ile hazineyi birbirine bağımlı hale getirmiş ve bu süreç bir borç- yüksek faiz kısır döngüsünün oluşmasına yol açmıştır. Diğer bir ifadeyle bankacılık sektörü topladığı mevduatları yatırımlar yerine riski az ve getirisi yüksek olan hazine bonolarında değerlendirmiştir (Akyüz ve Boratav, 2003).

Türk bankacılık sisteminin dördüncü özelliği, sistemin holding bankacılığı görünümü sergilemesidir. Türkiye'deki özel bankaların tamamına yakını yönetim ve sermaye yapısı bakımından belli kişiler, gruplar ve holdinglerin (Çukurova, Doğuş,

Sabancı, Süzer, Koç Holding gibi) kontrolündedir (Günel, 2007: 342). Gelişen sanayi kuruluşlarının kendi finansmanlarında likidite sorununu garanti altına alma arzuları, sistemi ekonomik büyüme için bankalara sahip olmaya, yani holding bankacılığına teşvik etmektedir. Bu durum bankaların etkinlikten (gerçek bankacılık faaliyetlerinden) uzaklaşarak kredi potansiyelini kendi grupları bünyesindeki firmalara yönlendirilmesine neden olmaktadır. Bu eğilim kamu bankalarının devleti finanse etmesiyle aynı etkiyi beraberinde getirmektedir (Benli ve Sönmezler, 2002: 81). Bu görünümün ekonomi açısından sakıncalı olan tarafı, yatırımların hem verimli alanlara yapılamaması hem de kaynakların daha pahalı olmasına sebep olarak kaynak dağılımındaki etkinliğin bozulmasına yol açmasıdır.

Bankacılık sektörünün karakteristiklerinden ve istikrarsız makroekonomik yapıdan kaynaklanan faktörler sonucu ortaya çıkan risklere karşı mevduat sahiplerini güvence altına almak ve bankacılık sektörüne güveni sağlamlaştırmak için 1983 yılında kurulan TMSF'nin yükü ve sorumluluğu 1994 krizinin ardından mevduata %100 güvence getirilmesiyle artmıştır. Bankacılık sektöründe yeterli ve etkin gözetim ve denetim mekanizmasının bulunmadığı 1990'lı yıllarda bir çok özel bankanın özellikle de holding bankalarının içinin boşaltılması ve TMSF'ye devredilmesi,²¹ güvence sisteminin yarattığı ahlaki tehlike (moral hazard) olgusuna yol açmıştır.

Makroekonomik istikrarsızlığın temel bir olgu olarak görüldüğü 1990'lı yıllarda bankalar daha riskli pozisyonlar almışlar, mevduat sigorta sistemine güvenerek bankacılık piyasa disiplininin önemli tavizler vermiştir (Tunay, 2005: 239). Etkin bir gözetim ve denetim mekanizmasının bulunmaması bir çok ülkede bankacılık sisteminde yapısal sorunların oluşmasına katkıda bulunmaktadır (Stiglitz, 2000; Williamson, 2000). Türkiye'nin 1980 sonrası yaşadığı krizlerin büyük çoğunluğunun finansal sektörden ve özellikle bankacılık sektöründen kaynaklandığı düşünülürse, etkin bir gözetim ve denetim biriminin oluşturulmasının gerekliliği daha iyi anlaşılabilir.

Bankacılık alanındaki yasal ve kurumsal düzenlemelerin değişen koşullara ve uluslararası standartlardaki gelişmelere uyumu konusunda da önemli adımlar atılmıştır. Bu çerçevede 1999'da yürürlüğe giren 4389 sayılı Bankalar Kanunu önemli bir dönüm noktasıdır. Bu kanunla uluslararası uygulamalara paralel olarak bankacılık sektörünün

²¹ 4389 sayılı kanunda yapılan düzenlemeyle 4491 sayılı kanun TMSF'nin bankalara el koymasını düzenlemiştir. Fon bundan önce el koyduğu 3 bankayla birlikte 5 bankanın yönetimine daha el koymuştur. Bu bankaların sorunlu kredileri ise Türk Bankacılık Sektörünü ciddi biçimde etkilemiştir. 2000 yılı sonunda fonun elindeki banka sayısı 11'e yükselmiştir. Bankalara el koyma süreci 2000 yılından sonra da devam etmiş fonun yönetimindeki banka sayısı artmıştır. 1997-2004 arasında fona devredilen toplam banka sayısı 22'dir.

düzenleme, gözetim ve denetimi idari ve mali özerkliğe sahip olan (siyasi otoritenin müdahalesinden bağımsız) Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumuna (BDDK) bırakılmıştır. BDDK Haziran 1999'da kurulmuş ve Ağustos 2000'de faaliyete başlamıştır. Bankaların sağlıklı bir yapıya kavuşturulması denetim ve gözetim sürecinin asıl amacını oluşturmaktadır.

Artan makroekonomik sorunlar ve başta bankacılık sistemi olmak üzere finansal sistemde kırılganlığın artması siyasi otoriteleri 1999 sonlarında, enflasyonun düşürülmesi, ekonomik istikrar ve sürdürülebilir bir büyümenin sağlanması amaçlarıyla bütçe disiplini ve yapısal reformlara dayalı bir ekonomik program uygulamaya itmiştir. Bu genel çerçevede makroekonomik önlemlerin yanında finansal sistemin (özellikle bankacılık) kırılganlığını azaltmak amacıyla radikal kararlar alınmış ve düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler bankaların finansal yapılarının ve bankacılık gözetim ve denetim sisteminin güçlendirilmesi alanlarında yoğunlaşmaktadır.

Bir ekonomide bankalar, hem ekonominin geneli hem de mali kesim açısından çok önemli olduğundan, bankacılık sektöründeki sorunlar ekonominin geneline çok çabuk yayılabilmektedir. Bankacılık sisteminde yaşanan sorunların temelini ise “eski” denetim sistemi oluşturmaktadır (Günel, 2007: 335). Eski denetim sisteminde bankacılık sisteminin gözetim ve denetimi TCMB, Hazine Müsteşarlığı, Hazine Müsteşarlığına bağlı Bankalar Yeminli Murakıpları Kurulu, bankaların her yıl yaptırımları gereken zorunlu denetimleri gerçekleştiren bağımsız denetim kuruluşları ve TCMB'ye bağlı TMSF tarafından yürütülmekteydi. Bankacılık sektöründe ortaya çıkan sorunlar üzerine denetim sonuçlarında ortaya çıkan tabloya yönelik uygun önlemler alınmadığı veya önlemlerin siyasi kaygılardan kaynaklandığı tartışmaları başlamıştır. Bu tartışmaların temelini ise, denetim ve yaptırım yetkilerinin farklı kurumlar tarafından gerçekleştirilmesi oluşturmaktadır.

Mayıs 2001'de yürürlüğe konulan GEGP çerçevesinde, kamu bankalarının yeniden yapılandırılması, özel bankaların daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, TMSF'ye devredilen bankaların çözüme kavuşturulması, gözetim ve denetim sisteminin güçlendirilmesi ve bankacılık sektöründeki etkinliğin artırılması için yasal ve kurumsal düzenlemelerin sağlanması amaçlarıyla Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı uygulamaya konulmuştur.

Bu dönemde programın temel prensiplerinin kararlılıkla uygulanması sonucu bankacılık sisteminde olumlu önemli gelişmeler olmuştur. Temel makroekonomik göstergeler bakımından ekonomik performans iyileşmiş, yüksek oranlı ve istikrarlı bir

büyümeyle birlikte enflasyon oranında bir düşüş trendi yakalanmıştır. Enflasyonla mücadelenin kurumsal altyapısı hazırlanmış, TCMB Kanununda yapılan değişikliklerle, bankanın görevinin fiyat istikrarı olduğu açıkça tanımlanmıştır. TCMB'ye araç bağımsızlığı sağlanmış ve Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur.

Bu dönemde bankacılık sistemi önemli bir yeniden yapılanma süreci yaşamıştır. Özel bankalar 2001 krizi sonrası kaybettikleri sermayelerini güçlendirmişlerdir. Bunu başaramayan bankalar ise ya birleşmiş ya da TMSF'ye devredilmiştir. Kamu bankaları yeniden yapılandırılarak mali bünyeleri güçlendirilmiştir. Bankacılık sektörünün takipteki alacaklarının bir kısmı için “finansal yeniden yapılandırma programı” uygulanmıştır.

Bu program kapsamında banka sisteminin mali yapısının güçlendirilmesi üç kanaldan yürütülmüştür (Celasun, 2002). Görev zararı stoklarını bilançolarından tasfiye etmek için, kamu bankalarına özel tertip Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) verilmiştir. Mali yükümlülüklerinin kapatılması ve özkaynakları ile döviz pozisyonlarının güçlendirilmesi için TMSF bünyesindeki bankalara özel tertip DİBS ve döviz cinsi senetler ihraç edilmiştir. Özel sermayeli ticari bankalara yabancı para pozisyon açıklarının kapatılmasına katkıda bulunmak ve Hazinesinin iç borçlanma vadesini uzatabilecek koşulları sağlamak için bu kesimle iç borç takası yapılmıştır (TCMB, 2002: 45-50; DPT, 2001: 89-92).

Bankacılık sisteminin mali bünyesinin güçlendirilmesinin yanı sıra, sistemin kurumsal yapısını ve denetimini etkinleştirecek yasal ve operasyonel düzenlemeler uygulamaya konulmuştur. Yeni yasal çerçevede kamu bankalarına görev verilmesi merkezi hükümet bütçesine ödenek konulması koşuluna bağlanmıştır. Türkiye'nin ekonomi politiği için önem taşıyan bu değişim, bütçenin siyasal işlevinin ve saydamlığının artmasına katkıda bulunacak bir olgudur. Ancak, 2001 yılında kamu bankalarını yeniden yapılandırırken kredilendirme kapasitelerinin daraltılmış olması, krizden çıkışı zorlaştırmıştır (Celasun, 2002). Ayrıca bir dizi yasal mevzuat sonucu denetim ve gözetim mekanizmasında görev dağılımı daha açık bir şekilde düzenlenmiştir. 1994 sonrasında TCMB'ye bağlı bir şekilde faaliyette bulunan TMSF'nin Haziran 1999 tarihinde BDDK tarafından idare ve temsil olunmasına hükmedilmiştir. Ancak, Aralık 2003 yılında Fon'un karar organının Fon Kurulu olduğu, genel yönetim ve temsilinin Fon Kurulu'nca düzenleneceği 5020 sayılı Bankalar Kanunu ile düzenlenerek özerk bir yapıya kavuşturulmuştur (TMSF, 2008a). Dolayısıyla gözetim ve denetim mekanizmasında etkinliği sağlamak ve kurumsal bir

yapı oluşturma anlamında önemli bir yol alınmış ve TMSF ile BDDK bu görev ve sorumluluklarını başarı ile sürdürmektedirler.

Türkiye Ekonomisi'ne ilişkin yukarıda yapılan tartışmalar, makroekonomik politikalarda iki temel özelliğin ön plana çıktığını göstermektedir. Birincisi, ithal ikameci bir sanayileşme anlayışına dayanmakta ve bu dönemde sanayileşme hedefinin korumacı ve müdahaleci politikalarla gerçekleştirilmesine çalışılmaktadır. Keynesyen iktisadi düşüncesinin de etkisiyle ithal ikameci ekonomi politika seçeneğini uygulayan ülkelerde, düşük faizlerin yatırımları artıracığı beklentisiyle yetkili otoriteler tarafından düşük tutulması durumunun Türkiye için de geçerli olduğu görülmektedir. İthal ikameci politikaların kalkınma planları ile uygulandığı dönemde, finansal sektörün bu planların hedeflerini gerçekleştirmeye dönük olarak dizayn edildiği ve özellikle kamu bankacılığının baskın bir rol oynadığı finansal sektörde, fonların planlar doğrultusunda kullandırılması çabasının ön plana çıktığı görülmektedir. Ayrıca makroekonomik politika çerçevesinin de etkisiyle finansal sektörde korumacı ve müdahaleci bir yapının olduğu anlaşılmaktadır. Bu bağlamda Türkiye'de finansal sektörde kredi tayinlaması, selektif kredi politikaları, sektöre girişlerin yasaklanması veya sıkı izne tabi tutulması ve faiz oranlarının yetkili otoriteler tarafından belirlenmesi gibi bir çok sınırlamanın ve kısıtın varlığı sözkonusudur. Uygulanan ithal ikameci politikaların 1970'lerin sonunda krizle sonuçlanması, Türkiye'yi yeni politika seçenekleri aramaya yönlendirmiştir.

Türkiye Ekonomisi'ni 1979'daki büyük krizinden çıkarmak için tercih edilen makroekonomik politika seçeneği, ekonominin dayandığı temel parametreleri değiştirmiş ve serbest piyasa ekonomisi ilkelerini öne çıkararak ihracata dönük bir sanayileşme anlayışını kabul etmiştir. Bu çerçevede özellikle devletin küçülmesine, özel sektörün teşvik edilmesine, fiyatların serbest piyasa koşullarında oluşmasını engelleyen kısıtların kaldırılmasına ve ekonominin dış dünya ile eklemlendirilmesine yönelik reformların yapıldığı görülmektedir. Bu ekonomi politika seçeneğinin finansal sektöre yansımaları ise, faizlerin piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin verilmesi, kredi ve mevduat faiz oranlarına ve miktarlarına ilişkin kısıtlayıcı unsurların kaldırılması, yabancı bankaların sektöre girişlerine izin verilmesi ve yerleşikler ile yabancıların döviz cinsinden ekonomik faaliyetlerine olanak sağlayan düzenlemelerin yapılması şeklinde olmuştur. Öncelikle finansal piyasalardaki her türlü kısıtın kaldırılmasına yönelik olarak başlayan finansal sektör reformları, 1989 yılında sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile dış finansal piyasalarla tamamen bütünleşmesiyle sonuçlanmıştır.

Finansal liberalizasyon ile birlikte tasarruf sahiplerinin atıl ve verimsiz bir şekilde değerlendirdikleri fonların kısmen finansal sektöre çekildiği görülse de, makroekonominin dayandığı politika seçeneğindeki tutarsızlıklar ve reformların hızlı bir şekilde yapılamaması finansal liberalizasyondan beklenen sonuçları sınırlandırmıştır. Özellikle kamuda mali disiplinin sağlanamaması sonucu artan borçlanma ihtiyacı önceleri iç piyasalardan ve 1989 sonrasında ise dış piyasalardan karşılanmaya başlanmıştır. Sürekli bütçe açıkları sonucu artan borçlanma ihtiyacı bir yandan faizleri yükseltirken bir yandan da finansal sektördeki fonların artan ölçüde kamu tarafından kullanılmasına neden olmuştur. Kamu maliyesindeki bu yapısal durum borcun borçla kapatılması sürecine girmesiyle de ekonominin krize girmesine katkıda bulunmuştur. Dolayısıyla dış dünya ile tamamen bütünleşmiş bir ekonomideki makroekonomik istikrarsızlıklar, finansal sektörü temel fonksiyonlarından uzaklaştırmıştır. Ayrıca liberal politika çerçevesine uygun yasal ve kurumsal altyapının zamanında oluşturulmaması da ayrı bir sorun olarak ortaya çıkmıştır. Özellikle etkin bir gözetim ve denetim mekanizmasının geliştirilememiş olması, bir çok özel bankanın TMSF'ye devredilmesiyle sonuçlanmıştır. Yine uygulanan popülist politikalar, kamu bankalarının görev zararlarının artmasına ve krizlerin faturasının ağırlaşmasına neden olmuştur.

Bütün bu tartışmalar, Türkiye'de finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye katkısı açısından önem arz etmektedir. Diğer bir ifadeyle Türkiye'de finansal gelişmeyi belirleyen faktörler incelenirken ekonominin temel özelliklerinin dikkate alınması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Finansal liberalizasyon sürecinde Türkiye'de makroekonomik göstergelerdeki değişimin incelendiği ikinci bölümden sonra, üçüncü bölümde finansal gelişmenin ölçülmesi ile ilgili tartışmalardan sonra, Türkiye'de finansal gelişme, geliştirilen farklı finansal gelişme göstergeleri kullanılarak betimsel olarak incelenecektir.

3. BÖLÜM: FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ

Bir değişkenin ölçülebilmesi, her şeyden önce onun iyi tanımlanmasını gerektirmektedir. Bu durum özellikle finansal gelişme için de söz konusudur. Finansal gelişmenin değerlendirilebilmesi için ölçülmesi, ölçülebilmesi için de tanımlanmasına ihtiyaç bulunmaktadır. Finansal gelişmenin ölçülmesindeki güçlük, bunun çok boyutlu bir özellik taşımasından kaynaklanmaktadır.

Finansal gelişme, bir ekonomide finans piyasasında kullanılan araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın olarak kullanılır hale gelmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Başka bir tanım olarak finansal gelişme, finansal piyasaların gelişmişliği olarak nitelendirilebilir. Bu ifadeden yola çıkarak finansal açıdan gelişmiş bir ekonomi için, finansal kurumların ve hizmetlerin çeşitliliğinin arttığı, finansal sistemde yaratılan fonların reel kesime aktarılma oranlarının yüksekliğinden bahsetmek olanaklıdır.

Bu bölümde öncelikle finansal gelişmenin ölçülmesine ilişkin tartışmalar ele alınacaktır. Tanımından da anlaşılacağı üzere, finansal gelişme çok boyutlu bir kavram olduğundan, ölçülmesine ilişkin de çok boyutlu bir durum söz konusudur. Bu çerçevede öncelikle literatürdeki sınıflandırmaya paralel olarak finansal gelişme ölçütlerinin tanımlanması ve ardından tanımlanan bu ölçütler açısından Türkiye'deki finansal gelişmenin bir değerlendirmesinin yapılması bu bölümün temel amacını oluşturmaktadır. Bu ölçütlerin bir kısmı ekonometrik analizlerin yapıldığı bölümde finansal gelişme değişkeni olarak kullanılacağından bu değişkenlerin zaman içindeki durumlarının incelenmesi önem arz etmektedir. Finansal gelişme ölçütlerinin değerlendirilmesi betimsel olarak yapılırken özellikle 1980 sonrası dönem dikkate alınmaktadır.

3.1. FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ

Finansal gelişme, ölçülmesi güç olan ya da hazır verisi olmayan bir değişkendir. Bu sebeple finansal gelişme ile ilgili alternatif ölçütlerin geliştirilmesi gerekmektedir. Ayrıca geliştirilen her gösterge, finansal sektördeki gelişmenin farklı yönlerindeki etkilerinin ölçülmesini yansıttığından analizler açısından önem arz etmektedir. Finansal gelişmenin ölçülebilmesi için iyi tanımlanmış bir göstergeler demetinin ekonomik politikaların hazırlanmasında, geliştirilmesinde ve uygulanmasında gerekli olduğu

açıktır. Bu yüzden finansal sektör için geliştirilen göstergeler demeti; parasal durumu, kredi akışını, likidite yönetimini ve finansal sektörün risk yönetim karakteristiklerini kapsamalıdır. Ayrıca finansal sistemin gelişimini ölçmek için fiyat belirleme ve fiyat esnekliği yönlerini içerecek şekilde finansal fiyatlandırma mekanizmasını da içermelidir (Kar ve Ağır, 2005: 55). Görüldüğü üzere finansal sektörün gelişimini gösterebilmek için tek bir gösterge yeterli olmamaktadır.

Ampirik çalışmalarda finansal gelişmenin göstergesi olarak farklı değişkenler kullanılmaktadır (Gupta, 1984; Odedokun, 1989; King ve Levine, 1993a; Levine, 1997; Gregorio ve Guidotti, 1995; Lynch, 1996; Arestis ve Demetriades, 1997; Gelbard ve Leite, 1999; Kar ve Pentacost, 2000). Bu bağlamda finansal gelişme göstergeleri, miktar ölçütleri, yapısal ölçütler, finansal fiyatlar, ürün çeşitliliği ve değişim maliyeti gibi farklı kategorilerde incelenebilmektedir (Lynch, 1996).

3.1.1. Miktar Ölçütleri

Ampirik çalışmalarda ölçülmesi güç olan bir değişken için, en iyi şekilde temsil edebilen değişkenler (proxies) seçilmektedir (Kar, 2001b: 157). Bu bağlamda parasal büyüklükler, kredilere ilişkin büyüklükler ve sermaye piyasalarına ilişkin göstergelere dayanan miktar ölçütleri, finansal gelişmenin geleneksel göstergeleri olarak hemen hemen tüm ampirik çalışmalarda ortak değişkenler olarak yer almaktadırlar. Bununla birlikte hem bankacılık göstergeleri hem de sermaye piyasaları ile ilgili göstergeleri içeren mali varlık stoğuna ilişkin gösterge de diğer bir miktar ölçütü olarak değerlendirilmektedir.

3.1.1.1. Parasal Büyüklükler

Parasal büyüklükler, taşıdığı bilgi dolayısıyla finansal kalkınma için kullanılan en yaygın göstergelerinden birisini oluşturmaktadır (Galetoviç, 1996; Gregorio ve Guidotti, 1995; Lynch, 1996). Parasal büyüklükler olarak gösterilen bu büyüklükler, dar tanımlı para arzı (M1), geniş tanımlı para arzı (M2, M2Y, M3) değişkenlerinden türetilen (M1/GSMH, M2/GSMH, M2Y/GSMH, M3/GSMH gibi) çeşitli göstergelerden oluşmaktadır (Gupta, 1984; Jung, 1986; Odedokun, 1989; Wood, 1994; Murinde ve Eng, 1994a; 1994b). Bir finansal gelişme göstergesi olarak M1/GSMH değerinin ekonominin parasallaşma sürecinin aşılmasından sonra finansal gelişmenin devam etmesiyle birlikte düşmesi beklenmektedir. Yani M1/GSMH oranının yüksek olması (dolaşımdaki para miktarının büyük olması) finansal az gelişmişliğin, düşük olması ise finansal piyasaların gelişmişliğinin bir göstergesidir. Diğer yandan ampirik çalışmalarda

en sık kullanılan finansal sektör göstergelerinden biri geniş tanımlı para arzının gelire oranıdır (M2/GSMH). Bu gösterge ekonomideki parasallaşmanın derecesinin ölçütüdür. M2/GSMH oranı halkın bankacılık sistemini kullanımı hakkında bilgi verir. Doğal olarak bu oranın yüksek olması finansal piyasaların gelişmişliğinin göstergesi sayılabilir. M2'den farklı olarak M2Y döviz tevdiat hesaplarını da bünyesinde barındırır. Bu oran bankacılık sistemindeki mevduatların bir bölümünün yabancı paralardan oluştuğu göz önüne alındığında kullanılması gerekli bir büyüklük olarak ifade edilebilir. Bankalar aracılığı ile borç verilebilecek fonları temsil ettiği varsayılan M3/GSMH (Erim ve Türk, 2005: 27) geniş tanımlı para arzı göstergesi parasal göstergelerden bir diğerini oluşturmaktadır. Finansal gelişmenin sağlandığı durumlarda M3/GSMH oranının arttığı ampirik olarak bulgulanmış bir değişkendir (McKinnon, 1991: 13). Dolayısıyla hızlı ekonomik büyümenin sağlandığı durumlarda M3/GSMH göstergesinin de yüksek olması beklenmektedir.

Parasal büyüklüklerin finansal gelişmenin bir göstergesi olarak kullanılabilmesinin bazı problemlere sebep olabileceği de tartışılmaktadır (Gregorio ve Guidotti, 1995; King ve Levine, 1993a). King ve Levine (1993a), farklı parasal büyüklüklerin finansal aracılığın farklı yönlerini temsil edeceğini ve farklı hareket edeceğini söylemektedir. Gregorio ve Guidotti (1995) ise, M2/GSMH oranının mevduatların kredi olarak kullanılabilmesini göz önünde bulundurarak bu oranın daha iyi bir finansal gösterge oranı olduğunu vurgulayarak, M1/GSMH'nin finansal gelişme göstergesi olarak kullanımını eleştirmektedir.

3.1.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler

Kredilere ilişkin büyüklükler olarak ise, yurt içi toplam kredi hacmi (YİKH) ile özel sektöre verilen krediler (ÖSKH) değişkenlerinden türetilebilecek (yurt içi kredi hacminin gelire oranı (YİKH/GSMH), özel sektöre verilen kredilerin gelir içerisindeki payı (ÖSKH/GSMH) veya özel sektöre verilen kredilerin toplam krediler içerisindeki payı (ÖSKH/YİKH gibi) göstergeler finansal gelişmenin ölçütü olarak kullanılmaktadır (Gupta, 1984; Odedokun, 1989; Agung ve Ford, 1998; Durham, 2002). King ve Levine (1993a)'in kullandığı kredilere ilişkin göstergelerden birisini, özel girişimcilere verilen kredilerin, merkezi ve yerel yönetimlere verilen kredilerle kamu ve özel girişimcilere verilen krediler toplamına oranı olarak elde edilen değişken oluşturmaktayken diğeri ise özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içerisindeki payı oluşturmaktadır.

Finansal gelişme sürecinin olumlu sonuçlarından bir tanesi kredi hacminin genişlemesidir. Yatırımlara aktarılan fonların artmasının ekonomik performansı etkilemesinden dolayı, finansal gelişmenin sağlanabildiği durumlarda yurt içi kredi hacminde ve özel sektöre verilen kredi hacminde bir artış beklenmektedir. Benzer bir şekilde, finansal gelişmeye paralel yurt içi kredi hacmi içerisinde özel sektöre verilen kredilerin payında da bir artış beklenmektedir.

3.1.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri

Finansal gelişmişliğin miktar ölçütlerinden bir diğeri de sermaye piyasasına ilişkin göstergelerden oluşmaktadır (Arestis ve Demetriades, 1997; Filer Honousek ve Campos, 1999; Mazur ve Alexander, 2000; Müslümov ve Aras, 2002). Bunlardan bir tanesi, sermaye piyasasının genişliğini ölçmek için kullanılan piyasa değeri oranı (market capitalization ratio), piyasadaki hisse senetleri değerlerinin (toplam piyasa değeri) GSMH'ye oranı yoluyla elde edilmektedir. Sermaye piyasasının genişliğinin ölçülmesi için kullanılan bir diğ gösterge ise piyasadaki şirketlerin sayısıdır.

Sermaye piyasalarının önemli fonksiyonlardan birisinin, piyasadaki likidite riskinin azaltılması olması sebebiyle piyasaların gelişmişlik göstergesi olarak, likidite göstergeleri kullanılmaktadır. Borsa gelişiminin önemli bir göstergesi olan likidite, borsaların fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getirmesini engelleyen işlem maliyetiyle ters orantılıdır. Bu göstergeler, hisse senedi işlem hacminin GSMH'ye oranı veya işlem hacminin piyasa değerine oranı şeklinde ifade edilmektedir (Arestis ve Demetriades, 1997: 786; Erim ve Türk, 2005: 34).

Levine ve Zervos'a (1996) göre gelişmiş menkul kıymet borsaları, yatırımlar ve büyüme üzerinde bankacılık sektöründen daha güçlü ve farklı bir etkiye sahiptir. Özellikle artan kapitalizasyon oranı bir ekonominin sermayeyi harekete geçirme ve riski dağıtma gücünü iyileştirebilir (Arestis ve Demetriades, 1997: 785). Menkul kıymet borsalarının performansına dair diğ önemli noktalar, volatilité, yoğunlaşma ve fiyatlamada etkinliğin olup olmamasıyla yakalanabilir. Fiyatlamada etkinliğin ölçümü ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarının dünya piyasalarına entegrasyonunun bir göstergesidir (Arestis ve Demetriades, 1997: 786).

Piyasanın gelişmişliği ile ters yönde ilişkili olduğu varsayılan göstergeler ise, yoğunlaşma ve dalgalılıktır (volatility). Yoğunlaşma piyasadaki en büyük 10 hisse senedinin piyasa değeri içindeki payıyla ölçülürken, dalgalılık hisse senetlerinin getirilerinin yıl içindeki standart sapmalarının hesaplanmalarıyla ölçülmektedir.

Bununla birlikte diğere bir gösterge olarak da, sermaye piyasaları için yukarıda ifade edilen tüm bu göstergelerin ortalamaları alınarak bir sermaye piyasası gelişmişlik indeksi de oluşturulabilmektedir (Erim ve Türk, 2005: 34).

Finansal gelişme süreci sermaye piyasalarının da gelişimini kapsamaktadır. Sermaye piyasalarının gelişimi ise firmalara doğrudan kredi edinebilme olanağı sunmaktadır. Doğal olarak kredi edinebilme olanağının bu yolla artması finansal gelişmenin sağlanmasıyla ilgilidir. Borsadaki işlem hacmi, piyasanın yönünü tespit etmede kullanılan önemli bir ölçüttür (Başoğlu vd., 2001: 512). Borsa kapitalizasyon oranının artması piyasanın gelişmişliğinin göstergesi olabilecek bir ölçüt olarak algılanabilmektedir. Piyasa işlem hacminin GSMH'ye oranındaki artış da kapitalizasyon oranına benzer bir gösterge olarak, finansal gelişmişliğin göstergesi olabilmektedir. Bununla birlikte sermaye piyasalarında borsaya kote ettirilen şirket sayılarındaki artış, finansal gelişmişliğin göstergelerinden birisidir.

3.1.1.4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Gösterge

Miktar göstergesi olarak kullanılacak diğere bir finansal gelişme göstergesi de hem parasal göstergelerin hem de sermaye piyasasına ilişkin göstergelerin bir arada bulunduğu, bir ekonominin tüm finansal varlıklarını ifade eden toplam mali varlık stoğu (total financial assets) (TMVS) TMVS/GSMH değişkenidir (Erim ve Türk, 2003: 23). Mali varlık stoğu içerisinde, parasal göstergeler, döviz tevdiat hesaplarını da içine alan bankacılık sistemi toplam mevduat miktarı ile birlikte kamu ve özel sektörün menkul kıymetleri ile finansal aracı kurumların toplam varlıkları bulunmaktadır. TMVS'nin finansal gelişme ile birlikte yükselmesi beklenmektedir.

3.1.2. Yapısal Ölçütler

İktisadi gelişme sürecinde, finansal sistem çok önemli bir rol oynamakta ve işlevlerini çok farklı kanallarla yerine getirmektedir. Bundan dolayı finansal sistemin gelişimi farklı ölçütlerin kullanılmasını gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda finansal sistemin yapısındaki değişikliklerin ve sistemi oluşturan alt birimlerin önemini belirlenmesi de oldukça önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Bu göstergelerden biri de, M2/M1 oranıdır. Bu göstergedeki artış, bir ekonominin finansal sisteminin gelişmişlik seviyesi ile doğru orantılıdır (Lynch, 1996).

Bu artış finansal sistemin gelişimiyle birlikte vadeli mevduat miktarının işlem amaçlı para miktarına göre daha hızlı artacağı anlamına gelmektedir. Diğere bir ifadeyle, M2/M1 oranındaki artış, eldeki paranın nasıl değerlendirildiğiyle yakından alakalı

bilgileri yansıttığından yapısal bir gösterge niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla finansal gelişmeye paralel olarak ekonomik birimlerin ellerindeki parayı işlem amaçlı da olsa atıl tutma yerine vadeli mevduat olarak değerlendirmeleri söz konusu olacak ve bu da finansal sistemdeki M2/M1 oranını artıracaktır (Kar ve Ağır, 2005: 60).

3.1.3. Finansal Fiyatlar

Gelişmiş finansal sistemlerde fiyatlar piyasa güçleri tarafından belirlendiğinden, pozitif olarak gerçekleşmektedir. Bu durum ekonomik birimlerin rasyonel kararlarının bir sonucudur. Çünkü bireyler, reel getirisi pozitif olmayan yatırımlardan kaçındıkları takdirde ekonominin büyüme olanakları sınırlandırılmamış olacaktır. Bu hem neo-klasik büyüme modellerinin hem de son zamanlarda geliştirilen içsel büyüme modellerinin bir sonucudur (Lynch, 1996). Bu aynı zamanda finansal sektörün liberalleşmesini savunan McKinnon ve Shaw'un argümanlarının temelini oluşturmaktadır. Faiz oranları, reel anlamda pozitif olmanın yanı sıra, ekonomik beklentileri de doğru yansıtmalıdır. Dolayısıyla faiz oranlarının seviyesi ve esnekliği çok önemlidir. Bu bağlamda bir ekonomideki finansal fiyatlar ve bunların esnekliği finansal gelişmenin bir göstergesi olarak alınabilir.

Reel faiz oranları en önemli finansal fiyatları oluşturmaktadır. Bu oranın pozitif olması finansal gelişmenin en temel ön şartıdır. Geri kalmış ekonomilerdeki parçalanmış (fragmented) piyasalarda genellikle negatif reel faiz oranı oluşmakta ve bu durum finansal varlıklar şeklindeki tasarrufları olumsuz etkilemektedir. Her ne kadar reel faiz oranları ile toplam tasarruflar arasındaki ilişkide belirsizlik olsa da²², finansal tasarruf ile reel faiz oranı arasında pozitif bir ilişki olduğu ileri sürülmektedir (Fry, 1995; Dornbusch ve Reynoso, 1989). Mevduatı sürekli hale getirebilmek için kredi faizlerinin de pozitif olması çok önemlidir. Bütünleştirilmiş finansal piyasalar beklentiler üzerine oluşturulduklarından pozitif reel faiz oranı üretirler (Kar ve Ağır, 2005: 61).

Değişen ekonomik şartlara fiyatların gösterdiği tepki de önemlidir. Etkin finansal sistemler, ekonomik şartlardaki değişmeden kaynaklanan yeni beklentilere uyumu kolaylaştırmaktadırlar. Ancak geri kalmış veya gelişmekte olan ülkelerde yıllar

²² Tasarruf ve yatırımın faiz esnekliği hakkında, çok sayıdaki ülkenin ele alındığı geniş bir ampirik literatür vardır. Fakat bu literatür birbiriyle çelişkili sonuçlar ortaya koymaktadır (Williamson ve Mahar, 2002: 83). Reel faiz oranlarının tasarruflar üzerindeki etkilerini inceleyen ve birbirlerinden farklı sonuçlara ulaşan çalışmalar için, bkz (Gelb, 1989; Grene ve Villanueva, 1991; Demetriades ve Devereux, 1992; Fry, 1978; 1980; 1995). Diğer taraftan bu tartışmanın Türkiye üzerine yapılan ampirik çalışmalar için de geçerli olduğu 4. Bölümde ayrıntılı bir şekilde vurgulanmaktadır.

içerisinde değişen ekonomik koşullar karşısında aynı tür politikaların uzun yıllar uygulandığı da bir gerçektir. Örneğin, birçok ülkede enflasyon oranlarındaki artışa rağmen, faiz oranları yetkili birimlerce uzun süre baskı altında tutulmuş ve sonuçta negatif reel faiz oranlarının oluşmasına neden olunmuştur. Buna karşılık liberal finansal sistemlerde faiz oranlarının değişen ekonomik konjoktüre ve beklentilere hızla uyum sağladığı bilinmektedir. Faiz oranlarını katı (sıkı) bir şekilde kontrol etmek, eğer enflasyon değişken ise, reel faiz oranı istikrarsızlığı pahasına, nominal olarak istikrarlı faiz oranı sağlar. Dolayısıyla, reel olarak yıkıcı ve zarar verici bir şekilde volatilitesi yüksek reel faiz oranı oluşturmadan, istikrarlı bir düşük nominal faiz oranı sağlamanın tek yolu, düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı gerçekleştirmektir (Kar ve Ağır, 2005: 61).

Piyasaya dönük finansal sistemler, fiyatların kontrol altında tutulduğu sistemlere göre, *ceteris paribus*, sırasıyla düşük reel faiz volatilitesi ve yüksek nominal faiz volatilitesi gösterirler (Kar ve Ağır, 2005: 61).

3.1.4. Ürün Çeşitliliği

Finansal gelişmişliğin göstergelerinden bir tanesini de finansal piyasalardaki araçların çeşitliliği oluşturmaktadır. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde piyasalardaki ürün çeşitliliği fazladır. Bu durum, piyasa aktörlerinin bir taraftan tasarruflarını birbirinden farklı yatırım enstrümanlarında değerlendirebilmelerine olanak sunmakta, diğer taraftan da fona ihtiyacı olan birimlerin alternatif borç alabilme kabiliyetleri gelişmiş olmakta, doğal olarak da sisteme daha fazla fon çekilebilmektedir.

Finansal araçlar para ve sermaye piyasası araçları olarak temelde iki farklı grup oluştururlar. Para piyasası araçları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, finansman bonoları, teminat mektupları vb., gibi vadeleri bir yılın altında, likit ve daha az maliyetli finansal araçlardan oluşmaktadır. Sermaye piyasası araçları ise vadeleri bir yılın üzerinde ve genellikle gelişmiş organize piyasalar olarak nitelendirilmektedir. Sermaye piyasasının araçları para piyasasının araçlarına göre çok daha değişkendir ve riskleri fazladır. Sermaye piyasası araçlarında vade yapıları uzun olduğundan dolayı daha az likittirler (Günel, 2006: 29). Sermaye piyasası araçları olarak da, hisse senetleri, devlet tahvilleri, ipotek senetleri, tüketici ve ticari krediler gibi araçlar sayılabilir.

Eğer bir finansal sistem, para ve sermaye piyasalarında işlem gören, finansal araçları çeşitlendirebilmiş ise gelişmiş bir finansal sistem olarak adlandırılabilir.

3.1.5. Değişim Maliyeti

Finansal sistemden yerine getirmesi beklenen fonksiyonların çoğu, fon değişiminden kaynaklanacak olan maliyetin de düşürülmesine katkı sağlayabilecektir. Hızla gelişen ekonomilerin ihtiyaçlarına cevap verebilecek yeni yatırım araçları ve piyasalarıyla finansal sistem, mal ve hizmet değişimini kolaylaştırmakta, fonlara daha çabuk ve daha ucuz ulaşılmasını sağlamaktadır. Sistemin bu özelliği finansal küreselleşmeyle birlikte daha da ön plana çıkmaktadır. Eskiden bir kıtadan diğerine gönderilen mal, hizmet ve sermaye aylar sonra yerine ulaşabilmekteyken günümüzde bu işlemler çok kısa sürelerle gerçekleştirilmektedir.

Finansal sektördeki gelişme sonucunda finansal kurumlar arasında sunulan hizmetlerde bir rekabetin olması beklenir. Beklenen bu rekabet ortamı borç alma ve borç verme arasındaki faiz oranları arasındaki farkı azaltarak maliyetlerin düşmesine de katkı sağlar. Bir finansal sistem, aracılığın maliyetini ne kadar azaltabiliyorsa tasarrufların daha büyük bir kısmının yüksek getirili yatırımlara tahsis edilmesine olanak verdiği için o kadar verimlidir (Llewellyn, 1997: 9).

Finansal sistem, tasarruf edenler ile yatırım yapmak için bu tasarrufları talep eden yatırımcıları karşı karşıya getirmektedir. Bu işlevini yerine getirirken yatırımcılardan aldığı kredi faiz oranı ile tasarruflara verdiği mevduat faiz oranı arasında kalan kısmı kendisi için alıyordur. Etkin bir finansal sistem bu aracılık sisteminde en az miktarı kendisi için alıyordur. Bu sayede yatırıma aktarılacak fon miktarının optimal seviyede tutulması olanaklı olur. Dolayısıyla bir finansal sistemin hedefi, işlem maliyetini azaltmak olmalıdır (Kar ve Ağır, 2005: 64).

Finansal sistemin değişim maliyetini etkin bir şekilde gerçekleştirebilmesi uzun dönemli sürdürülebilir bir büyümenin sağlanmasında kritik önem taşımaktadır. Bu işlevin etkin bir şekilde yerine getirilmesinde, aracılık maliyetlerinin düşürülmesi önemli bir önkoşul niteliğindedir (TBB, 2003). Finansal aracılığın işlem maliyeti genellikle faiz oranı (speads) ile ölçülmektedir. Bu ise kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farktan (faiz marjı) oluşmaktadır.

3.2. FİNANSAL GELİŞMENİN DEĞERLENDİRİLMESİ

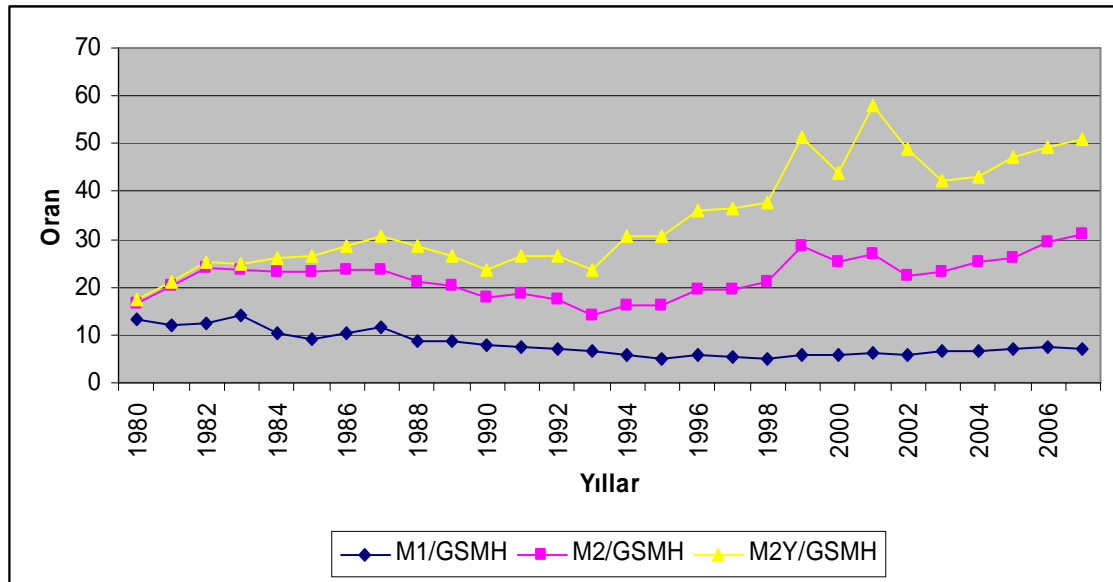
Türkiye’de finansal gelişme süreci, önceki başlıkta tartışılan teorik çerçeve içerisinde ele alınan ve finansal gelişmeyi açıklayabilen göstergelerden bazıları için değerlendirilecektir.

3.2.1. Miktar Ölçütlerine Göre

Miktar ölçütleri bakımından finansal gelişme süreci 1980-2007 dönemi yıllık verileri olarak parasal göstergeler, kredilere ilişkin göstergeler ve sermaye piyasasına ilişkin çeşitli göstergeler kullanılarak ve hem parasal göstergelerin hem de sermaye piyasasına ilişkin göstergelerin birlikte kullanıldığı TMVS'ye ilişkin gösterge ile değerlendirilecektir. Bu bölümde oluşturulan tüm şekiller TÜİK (2008) ve TCMB (2008)'den elde edilen veriler yardımıyla oluşturulmuştur.

3.2.1.1. Parasal Göstergeler Bakımından

Finansal gelişme sürecinde parasal göstergelere ilişkin olarak M1/GSMH, M2/GSMH ve M2Y/GSMH göstergelerinden yararlanılmaktadır.



Şekil 3.1: Parasal Göstergeler

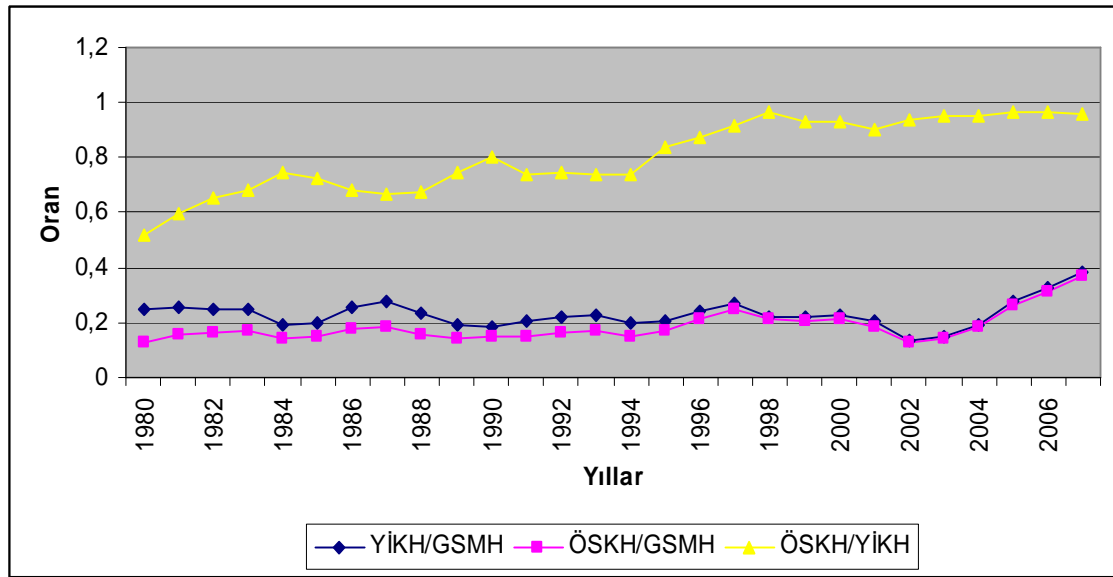
Şekil 3.1 incelendiğinde, M1/GSMH oranının yıllar itibariyle düştüğü gözlenmektedir. Finansal gelişme sürecinden beklenen olumlu gelişmelerden biri bu oranın düşmesi şeklindedir. Veri dönem, ortalama olarak yaklaşık yüzde 6 civarında seyretilmektedir. 2002 yılından sonra M1/GSMH oranı ortalamanın biraz üstünde seyretilmesiyle birlikte, dönem başlangıç değerlerine göre düşük seviyelerdedir. Makroekonomik istikrarsızlıklar belirsizlik yarattığı için varlıkların nakit olarak talep edilmesine neden olmakta ve dolayısıyla M1'i artırmaktadır. Diğer taraftan makroekonomik istikrar dolaşımdaki para miktarının ve vadesiz mevduat miktarının azalmasına neden olmaktadır (Kar ve Ağır, 2005: 57).

M2 geniş tanımlı para arzının GSMH içindeki payı 1993 yılına kadar azalmakla birlikte bu yıldan sonra 1999 ve 2001 yıllarındaki küçük düşmelerin dışında sürekli bir artış sergilemiştir. Bu artış son yıllarda en yüksek seviyelerine ulaşmış ve yüzde 30 oranını aşmıştır. M2/GSMH oranı halkın bankacılık sistemini kullanması hakkında bilgi vermektedir. Dolayısıyla son yıllarda tasarrufların bankacılık sistemine aktarıldığı söylenebilir. İstikrarlı bir makro ekonomik yapı finansal derinliğin oluşmasına önemli katkıda bulunmaktadır. Belirsizliğin azalması ekonomik birimlerin daha sağlıklı kararlar vermesinde önemli bir rol oynamaktadır.

Yıllardır Türkiye’de yaşanan kronik enflasyon, paranın değer muhafaza aracı olarak kullanımında tercihi dövize yöneltmiştir (Öztaş ve Sak, 2002). Mevduatlardaki döviz hesabının artmaya başlaması (para ikamesi), 1994 ekonomik krizinden sonra hissedilmeye başlamış ve özellikle 2000-2001 ekonomik krizleriyle birlikte en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. 1990’lı yıllarda Türkiye’de yaşanan dolarizasyon, M2Y oranında gözle görülür bir artışa neden olmakla birlikte bu artış ekonomik kriz öncesi dönemlerde bankacılık sisteminin döviz kaynaklarına bağımlılığını da göstermektedir (Günel, 2007: 327). Ekonominin istikrara kavuşmasıyla birlikte döviz hesaplarının TL’ye dönüştürülmesi (ters para ikamesi) gündeme gelebilmektedir. Bu gelişmeler M2Y/GSMH oranının azalması anlamına gelmektedir.

3.2.1.2. Kredi Ölçütleri Bakımından

Kredilere ilişkin göstergeler olarak YİKH/GSMH, ÖSKH/GSMH ve ÖSKH/YİKH verilerinden yararlanılacaktır. Yatırımlara aktarılan fonların artmasının ekonomik performansı etkilemesinden dolayı, finansal gelişmenin sağlanabildiği durumlarda bu oranların artması beklenmektedir. Finansal serbestleşme sürecinden beklenen olumlu sonuçlardan bir tanesi de kredi hacminin genişlemesidir. Finansal derinleşme finans sektöründe yaratılan fonların reel kesime aktarılma oranı olarak adlandırılmaktadır. Bu oran yüksek olursa finansal derinleşme de yüksek olacak ve ekonomik büyüme oranı artacaktır (Erim ve Türk, 2005: 23). Özellikle son yıllarda YİKH ve ÖSKH’de bir sıçramanın olduğu Şekil 3.2’den görülmekle birlikte Yeldan’a (2003) göre kredi hacmindeki genişlemede dünya ortalaması yüzde 130, gelişmekte olan ülkelerin ortalaması ise yüzde 64’tür. Bu sonuçlar Türkiye’nin kredi hacmini yeterince genişlemediğinin bir göstergesi olarak kabul edilebilir (Yeldan, 2003: 32).



Şekil 3.2: Kredilere İlişkin Göstergeler

YIKH/GSMH oranlarının gösterildiği Şekil 3.2 son yıllardaki istikrarlı bir artışın dışında dalgalı bir seyir izlemektedir. Dalgalanmalar özellikle kriz yıllarında artmakla beraber 2001 krizinde en yüksek seviyesine ulaştığı görülmektedir. Bu Türkiye'nin yaşadığı krizlerin finansal içerikli olduğu tartışmalarını destekler niteliktedir. Bankacılık kredileri tahsis edilirken ekonomik kriterlerden uzaklaşılması görev zararları ile sonuçlanmakta ve krizlere davetiye çıkararak YIKH'ni azaltmaktadır.

YIKH'deki artışa paralel bir seyir ÖSKH'de de gözlenmektedir. Finansal gelişmeyle birlikte özel sektörün borçlanma olanakları da artmaktadır. Bununla birlikte ÖSKH'de son yılların dışında ciddi bir artışın yaşanmadığı açıktır. ÖSKH 1997 yılında yüzde 24'lük değere ulaştıktan sonra sürekli ve şiddetli bir şekilde 2001 krizine kadar düşmüş ve veri dönemin en düşük seviyelerini görmüştür. 2002 yılında yüzde 12 olan ÖSKH bu yıldan sonra sürekli ve istikrarlı bir artışla yüzde 36 civarına kadar yükselmiştir.

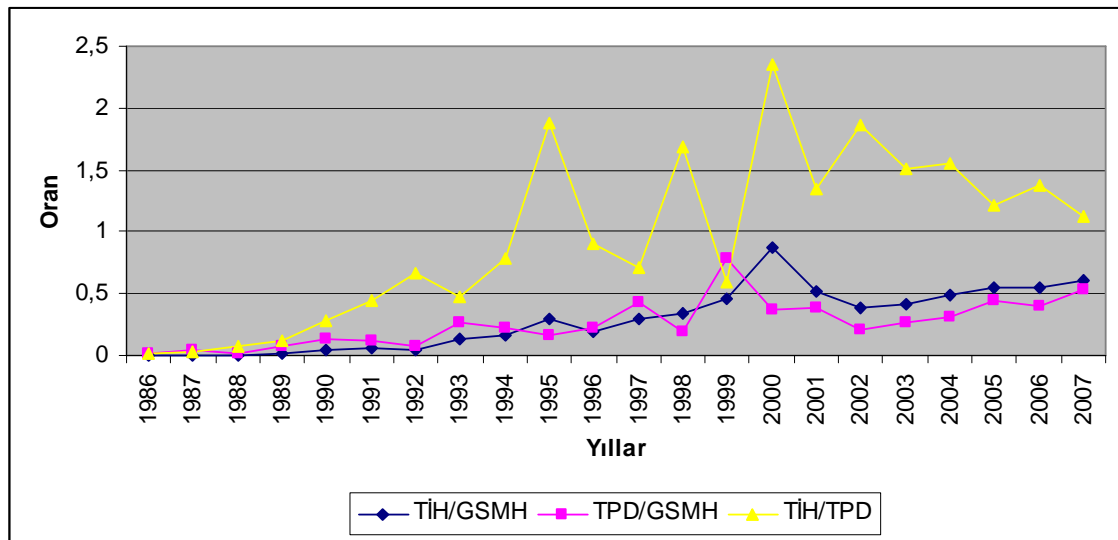
ÖSKH/YIKH oranı incelendiğinde, küçük düşmeler dışında YIKH içinde ÖSKH artış göstermektedir. 1998 yılındaki yüzde 96'lık oran bu yıldan sonra bir miktar düşüşe rağmen, yaklaşık olarak bu seviyelerde korunmuş, 1998 seviyelerine tekrar 2006 yılında ulaşılmıştır. Oranlardaki artış finansal gelişmeyle birlikte özel sektörün dış finansman kaynaklarının iyileşmesi şeklinde yorumlanabilmektedir.

3.2.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri Bakımından

Finansal gelişmenin diğer bir miktar ölçütü ise sermaye piyasası göstergelerinden oluşmaktadır. Sermaye piyasalarına ilişkin göstergeler olarak Şekil 3.3'de

sunulmaktadır. TİH ve TPD göstergeleri, borsaların ülke ekonomisi içerisindeki yerinin belirlenmesi açısından kullanılan göstergelerdir ve ekonomide borsanın payını göstermektedir. Bu göstergeler bakımından, finansal gelişmeyle birlikte bir artış beklenmektedir. Diğer taraftan TİH/TPD oranı bir borsanın hisse senedi devir hızını göstermektedir. Yüksek devir hızı, düşük likidite riskinin yanı sıra borsada kısa vadeli yatırımların daha ağırlıklı olduğunun bir göstergesidir (TSPAKB, 2004: 9). Şekil 3.3’de borsa devir hızının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte son yıllarda İMKB’de daha uzun vadeli yatırım yapan yabancı yatırımcıların ağırlığının artması devir hızını düşürmüştür (TSPAKB, 2008b: 42).

Şekil 3.3 borsa kapitalizasyon oranı olarak adlandırılan TPD/GSMH verilerinin incelenen dönem itibariyle dalgalı ama yukarı doğru bir eğilim içerisinde olduğunu göstermektedir. Bu dalgalanmaların istikrarlı bir seyir izleyememesinin nedeni, sermaye piyasalarının Türkiye’deki gelişmelerinin ve derinliğinin yeterli seviyelere ulaşamamış olmasındandır. GSMH içerisinde İMKB TPD’nin payının 2001 krizi etkisiyle 1995 yılı seviyelerine gerilediği ancak 2002 yılından itibaren yeniden yükselişe geçtiği gözlenmektedir. 2001 krizi sonucunda İMKB endekslerindeki düşüş, sınırlı sayıda halka arz ve borsa kotundan çıkarılan hisse senetleri nedeniyle toplam piyasa değeri düşüş göstermiştir (TSPAKB, 2004: 4).



Şekil 3.3: Sermaye Piyasası Göstergeleri

İMKB’nin faaliyete başladığı yıllardan günümüze işlem hacmi belirgin bir artış göstermektedir. Şekil 3.3 incelendiğinde borsadaki işlem hacminin 1997 yılında artmaya başladığı ve tarihinin en yüksek seviyelerini 1999-2000 periyodunda yakaladığı

daha sonra tekrar 1997 seviyelerine indiği ve 2002 yılıyla birlikte yeniden yükselişe geçtiği görülmektedir. Bu yükseliş geçmiş yıllara kıyasla daha fazla ancak 2000 yılı seviyelerinden de daha azdır.

Tablo 3.1: Sermaye Piyasası Göstergeleri (Adet)

| Yıllar | Borsa Kotunda Bulunan Şirket | Borsada İşlem Gören Şirket |
|--------|------------------------------|----------------------------|
| 1986 | 350 | 80 |
| 1987 | 414 | 82 |
| 1988 | 556 | 79 |
| 1989 | 730 | 76 |
| 1990 | 916 | 110 |
| 1991 | 1092 | 134 |
| 1992 | 1238 | 145 |
| 1993 | 1284 | 160 |
| 1994 | 1204 | 176 |
| 1995 | 922 | 205 |
| 1996 | 788 | 228 |
| 1997 | 743 | 258 |
| 1998 | 686 | 277 |
| 1999 | 319 | 285 |
| 2000 | 287 | 315 |
| 2001 | 278 | 310 |
| 2002 | 262 | 288 |
| 2003 | 265 | 285 |
| 2004 | 275 | 297 |
| 2005 | 282 | 304 |
| 2006 | 291 | 316 |
| 2007 | 292 | 319 |

Kaynak: İMKB, 2008.

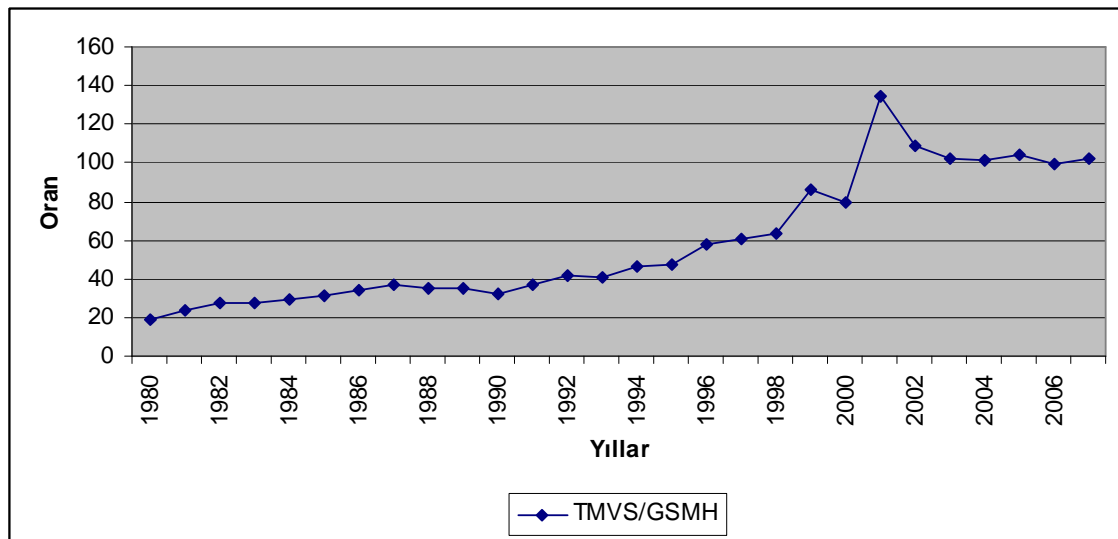
Borsa kotunda bulunan (borsada işlem görmesine izin verilen menkul kıymetler listesi) şirket sayıları incelendiğinde, 1990'lı yılların başında borsaya kote ettirilen şirket sayısında ciddi bir artış gözlenmekle birlikte bu durum 1990'ların ortalarından itibaren tersine dönmüş 2001 krizinden sonra da veri dönemdeki en az seviyesine gerilemiştir. İMKB'ye kote olan yabancı şirket bulunmamaktadır (TSPAKB, 2008b: 35). Borsada işlem gören şirket sayılarında ise 2001 krizine kadar bir artıştan bahsetmek mümkünken, krizden sonra borsada işlem gören şirket sayısında azalma olmuş, 2003 yılından sonra ise azalmalar artışa dönerek 2007 yılı itibariyle 319 olarak belirlenmiştir.

2000 yılında döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programının tasarrufları borsaya yönlendirdiği bu yıldaki artışa kaynaklık etmektedir (TBB, 2003: 23). Uygulanan programın belirlenen takvimin ortalarında çöküşü borsayı olumsuz olarak etkilemiş ve krizle başlayan düşüş TİH/GSMH değerini aşağılara çekmiştir. Özellikle 2001 yılı sonuna kadar, iç talepteki sınırlı artış nedeniyle, satışların sınırlı kalması, reel

faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesi, portföy amaçlı sermaye girişlerinin daralması, siyasi nedenlerle risklerin yüksek kalması, bankacılık kesiminde sermayenin güçlendirilmesi programı, borsanın performansını olumsuz yönde etkilemiştir (TBB, 2003: 23).

3.2.1.4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Göstergeler Bakımından

Finansal piyasaların gelişmişliğinin ölçülmesinde ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirme seviyesi önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Finansal piyasaların gelişmişliğini bu niteliği ile ölçen ve finansal derinleşme göstergesi olarak kabul edilen göstergelerden bir tanesi TMVS/GSMH'dir (Erim ve Türk, 2005: 23). Finansal gelişmişliğin bir göstergesi olarak bu oranın artması beklenmektedir (Günçavdı ve Küçükçifçi, 2005: 67). Bu oran, bir ekonomide yatırımlarda kullanılacak finansal kaynakların miktarı hakkında bilgi taşımaktadır.



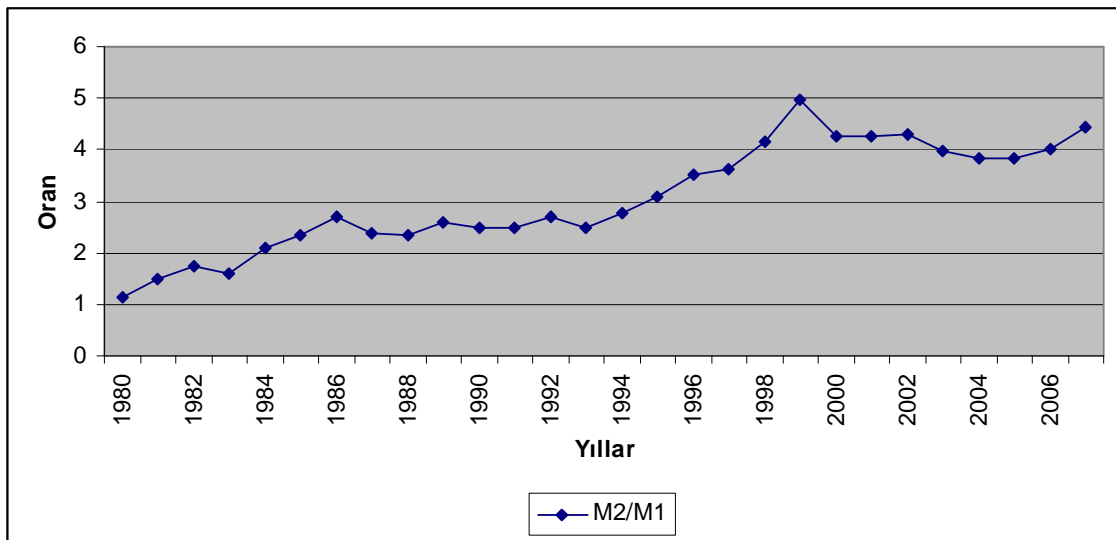
Şekil 3.4: TMVS/GSMH

Şekil 3.4 TMVS/GSMH oranının, inceleme döneminde ciddi bir artışa neden olduğunu göstermektedir. 1991 yılına kadar yüzde 40'ın altında seyreden TMVS/GSMH oranı, 1992-1999 periyodunda yaklaşık iki kat artış göstermiştir. 2001 yılında en yüksek seviyelerine ulaşan bu oran, 2000 yılı ortalarından itibaren GSMH'dan yüksek değerlere ulaşmıştır. TMVS/GSMH 2001 krizi etkisiyle bir azalmaya maruz kalmış bu azalma 2003 yılından sonra durmuştur.

Bu orandaki artış finansal derinleşmeye ve finansal sektördeki çıktı artışına atfedilebilir. Günçavdı ve Küçükçifçi'ye (2005: 68) göre, 1993 sonrasında bu oranda görülen artışın kaynağında kamu kesimi borçlanmaları önemli bir rol oynamaktadır.

3.2.2. Yapısal Ölçüt Bakımından

Yapısal ölçütler açısından finansal gelişme göstergesi olarak M2/M1 oranı kullanılacaktır. Bu oran halkın finansal kurumların kullanımını gösteren bir değişken olarak değerlendirilmektedir. Bu orandaki artış, bir ekonomide daha yüksek tasarruf oranlarıyla ya da finansal araçların rolünün gelişmesiyle ilişkilendirilebilir. Başka bir ifadeyle, oranın yükselmesi bankacılık sistemine duyulan güvenin de artması anlamına gelip ekonomide parasallaşmanın hızlandığının göstergesi olabilir.

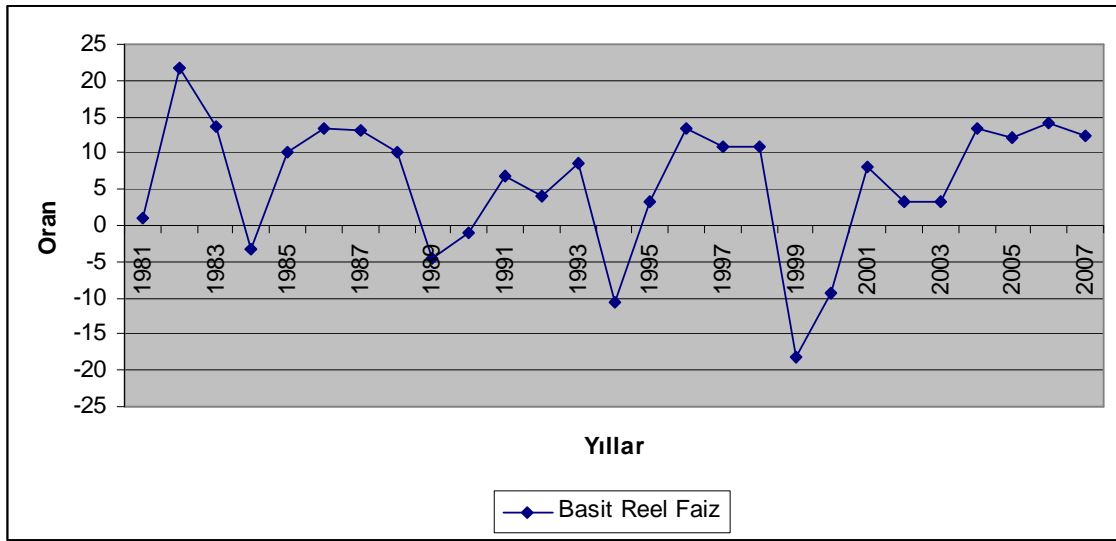


Şekil 3.5: Yapısal Gösterge

Şekil 3.5’de görüldüğü gibi M2/M1 oranında bir yükselme izlenmektedir. Gelişmiş bir finansal sisteme sahip ülkelerde M2/M1 oranının yüzde 4-6 arasında olduğu düşünülürse (Şıklar, 1992: 165), Türkiye’nin bu açıdan oldukça zayıf olduğu ifade edilebilir. M2/M1 oranı 1995 yılına kadar yüzde 3’ün altında seyretmişken, 1995 yılından sonra düzenli ve hızlı bir şekilde artarak 1998 yılından sonra yüzde 4’ün üstüne çıkmıştır. Bu oran son yıllarda ortalama olarak yüzde 4 olarak görülmektedir.

3.2.3. Finansal Fiyatlara Göre

Finansal fiyatlara göre finansal gelişme göstergesi olarak reel faiz oranları kullanılmaktadır. Reel faiz oranı, tasarruf mevduatı faiz oranının (12 ay vadeli ağırlıklandırılmış mevduat) enflasyon (TÜFE) oranından farkı olarak elde edilmiştir.



Şekil 3.6: Finansal Fiyatlar

Şekil 3.6’da incelenen dönem itibariyle reel faizlerdeki dalgalanmaların oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu dalgalanma finansal sektörde istikrarlı bir gelişmenin olmadığına göstergesi olarak algılanabilir. Bütçe açıkları, enflasyon ve yüksek iç borçlanma ile kendisini gösteren makroekonomik istikrarsızlık reel faizlerin istikrarlı bir yapı göstermemesinin en büyük nedenidir (Kar ve Ağır, 2005: 62).

3.2.4. Ürün Çeşitliliğine Göre

Finansal piyasa araçlarındaki çeşitlilik yapısı için, Türkiye’de menkul kıymet piyasalarında işlem gören menkul kıymet stokları 1986-2007 aralığı için incelenmektedir. Tablo 3.2’ye göre veri döneminde kamu kesiminin çıkarttığı menkul kıymetler, özel sektör menkul kıymetlerinden çok fazla bir paya sahiptir. 1986 yılında özel kesim menkul kıymetlerinin toplam menkul kıymet stoğundaki payı yüzde 23,2 iken, kamu kesimi menkul kıymetlerinin payı yüzde 76,8 olarak görülmektedir. Bu oranların yanında dikkati çeken diğer bir nokta ise, 1986 yılındaki menkul kıymet stokları içerisinde işlemi yapılan finansal araçlarda alternatif finansal araçların varlığının sınırlı olmasıdır. Toplamı oluşturan değerler birkaç finansal araç tarafından oluşturulmaktadır. Bu görünüm ele alınan dönem itibariyle de geçerliliğini korumuş, finansal araçlarda bir artış olmamıştır.

Toplam menkul kıymet stokları içerisinde özel sektörün payı, 1990’lı yılların başlarında ciddi bir ilerleme kaydetmiş olmasıyla birlikte, bu artış çok uzun sürmemiş 1990’lı yılların ortalarında veri döneminin başlangıç değerlerinin de altına inmiştir. Bu yıllardan sonra toplam menkul kıymetler içerisindeki payını arttıramayan özel kesim

menkul kıymet stokları, 2000 yılından sonra ciddi bir düşüşle karşılaşmıştır. 2001-2002-2003 ortalaması yaklaşık olarak yüzde 8'lerde kalmış, bu ise incelenen dönemdeki en düşük oranları oluşturmaktadır. Toplam menkul kıymet stoku içerisinde hisse senetleri oranlarının düşük olmasında talep yönünde yaşanan sorunlar ve firmaların halka açılmada isteksiz davranmaları yatmaktadır. 2003 yılından sonra özel kesim menkul kıymetlerinde bir artış olmuş bu artış 1996 yılından sonra ilk kez bu oranlara ulaşmıştır. 2007 yılında toplam menkul kıymet stokları içerisinde özel sektörün payı yüzde 17 olarak gerçekleşmiştir. Hisse senetleri piyasasının ekonomik şartlara duyarlılığı oldukça fazla olmasından dolayı herhangi bir ekonomik değişim, piyasanın aniden yön değiştirmesine neden olabilmektedir. Hisse senetleri piyasasının gelişimini engelleyen talepte yaşanan sorunların kaynağını, nakit kar payı ödemelerinin düzensizliği ve yatırımcının fonlarını daha fazla gelir elde etmek amacıyla kamu menkul kıymet stoklarına yöneltmesi vb. gibi piyasadaki volatilitenin fazla olması oluşturur.

Tablo 3.2: Ürün Çeşitliliği (1986-1996) (%)

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| I.Özel Sektör Menkul Kıymetleri | 23,2 | 28,3 | 31,1 | 34,2 | 38,9 | 43,9 | 31,0 | 29,3 | 18,0 | 19,7 | 13,4 |
| Hisse Senedi | 19,7 | 19,7 | 25,7 | 28,6 | 34,9 | 40,6 | 25,1 | 18,7 | 15,0 | 14,9 | 12,9 |
| Tahvil | 3,2 | 3,2 | 4,4 | 3,3 | 3,4 | 2,1 | 0,9 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| Finansman Bonosu | 0 | 0,7 | 1,0 | 2,2 | 0,5 | 0,7 | 0,4 | 0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |
| Varlığa Dayalı Menkul Kıymet | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4,6 | 9,6 | 2,7 | 4,5 | 0,2 |
| Banka Bonosu/Banka Garantili Bonu | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,6 | 0 | 0,3 | 0 | 0,1 | 0 |
| Kar Zarar Ortaklığı Belgesi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gayrimenkul Sertifikası | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 0,1 |
| II.Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri | 76,8 | 71,7 | 48,0 | 65,8 | 61,1 | 56,1 | 69,0 | 70,7 | 82,0 | 80,3 | 86,6 |
| Devlet Tahvili | 37,4 | 32,2 | 40,0 | 46,1 | 45,3 | 31,0 | 44,2 | 49,6 | 31,9 | 34,2 | 38,0 |
| Hazine Bonosu | 20,4 | 25,7 | 0,0 | 15,0 | 13,2 | 22,9 | 21,6 | 16,9 | 41,7 | 42,1 | 46,4 |
| Gelir Ortaklığı Senetleri | 9,2 | 8,4 | 4,8 | 2,9 | 1,9 | 0,1 | 0 | 0 | 2,8 | 0,8 | 0,1 |
| Döviz endeksli Senetler | 9,9 | 5,4 | 3,3 | 1,7 | 0,7 | 2,1 | 3,2 | 4,2 | 5,6 | 1,5 | 0,4 |
| Özelleştirme tahvili | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,7 | 1,6 |
| Toplam | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Kaynak: SPK, 2008a.

Özel sektör menkul kıymet stokları olarak gösterilen finansal araçlar incelendiğinde, toplamı oluşturan değerlerin neredeyse tamamını ortaklık ifade eden ve sermayenin tabana yayılmasını sağlayan özel sektörün hisse senetlerinin oluşturduğu görülmektedir. Özel kesim tahvillerinin payında başlangıç yıllarında bir değer görülmekteyken, bu durum son yıllarda, 1998 tarihinden sonra, ortadan kalkmıştır. Buna ilaveten, diğer finansal araçlar da aynı seyri sürdürmüştür. 1997'den günümüze, özel sektöre hakim menkul kıymet aracı özel sektörün payının tamamını oluşturan hisse senedi olarak görülmektedir. Görüldüğü gibi özel sektörün sermaye piyasalarından yararlanması kamu sektörüne oranla oldukça sınırlı kalmıştır.

Tablo 3.3: Ürün Çeşitliliği (1997-2007) (%)

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| I.Özel Sektör Menkul Kıymetleri | 13,3 | 13,9 | 14,0 | 15,7 | 7,9 | 8,0 | 8,4 | 10,0 | 11,4 | 14,0 | 17,0 |
| Hisse Senedi | 12,9 | 13,8 | 14,0 | 15,7 | 7,9 | 8,0 | 8,4 | 10,0 | 11,4 | 13,9 | 16,8 |
| Tahvil | 0,1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,1 |
| Finansman Bonosu | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,1 |
| Varlığa Dayalı Menkul Kıymet | 0,2 | 0,1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Banka Bonosu/Banka Garantili Bono | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kar Zarar Ortaklığı Belgesi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gayrimenkul Sertifikası | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| II.Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri | 86,7 | 86,1 | 86,0 | 84,3 | 92,1 | 92 | 91,6 | 90,0 | 88,6 | 86,0 | 83,0 |
| Devlet Tahvili | 50,8 | 42,2 | 72,6 | 78,7 | 76,6 | 68,2 | 79,0 | 76,9 | 80,9 | 82,4 | 81,0 |
| Hazine Bonosu | 33,8 | 42,7 | 11,9 | 4,7 | 15,0 | 22,6 | 11,9 | 12,0 | 6,3 | 3,3 | 2,0 |
| Gelir Ortaklığı Senetleri | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Döviz endeksli Senetler | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Özelleştirme tahvili | 2,1 | 1,3 | 1,4 | 0,9 | 0,5 | 0,7 | 0,8 | 1,2 | 1,4 | 0,3 | 0 |
| Toplam | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Kaynak: SPK, 2008a.

Özel sektörün hisse senetleri dışındaki uzun vadeli borç araçlarını bu kadar az tercih etmesinin sebebi kamu sektöründe çıkarılan buna benzer araçlarla aralarında rekabet gücünün olmamasıdır. Kamu sektörünün ihtiyacı olan fonları karşılamakta kullandığı uzun vadeli araçlarda vergi muafiyetlerinin olması kamu sektöründe çıkarılan bu

araçlara talebin fazla olmasını sağlarken aksine özel sektörün bu araçlarına talebi önlemiştir. Özel sektördeki bu durumun bir diğer önemli nedeni de yüksek enflasyondur. Yüksek enflasyon uzun dönemde kıymetlerin değerini düşürmekte, finansman maliyetlerini yükseltmekte ve bu durumda bu yatırımları caydırmaktadır.

Kamu kesimi menkul kıymetlerinin toplam menkul kıymet stokları içerisindeki payı her zaman çok yüksek seviyelerde seyretmiştir. Kamu kesimi, menkul kıymet stoklarının büyük bir kısmını kendisi kullanmaktadır. Bu durum özellikle 2001 krizinde kamu açıklarının artmasıyla beraber tehlikeli boyutlara ulaşmış adeta özel kesim için kullanılacak fon bırakılmamıştır. Diğer bir ifadeyle, kamu kesimi sermaye piyasalarındaki fonların çoğunu menkul kıymet yoluyla çekerek özel kesimi bu piyasadan adeta dışlamaktadır (Alp, 2000: 382).

Kamunun ihraç ettiği menkul kıymetler de sınırlı bir çerçevede kalmış fakat, incelenen dönemde 1996 yılına kadar neredeyse tüm finansal araçlar piyasada işlem görmüştür. Kamu menkul kıymet stokları içerisinde, başlangıçta devlet tahvili diğer finansal araçlardan daha çok kullanılmışken, 1996 yılına doğru hazine bonolarının payı devlet tahvilini geçmiş, gelir ortaklığı senetleri ve dövize endeksli senetlerin payı ise neredeyse kalmamıştır. 1997 sonrasında devlet tahvili diğer menkul kıymetler içerisinde en çok kullanılan araç haline gelmiştir. Kamu kesimi menkul kıymet stokları içerisinde devlet tahvili, toplam içerisinde son üç yılın ortalaması yüzde 80'in üzerinde seyretmektedir. Diğer taraftan, 1995 yılından itibaren özelleştirme tahvillerinin de piyasada yer bulduğu, ancak son yıllarda kullanılmadığı görülmektedir.

Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde finansal piyasalarda finansal araçların çeşitliliği fazladır. Yukarıdaki tartışmalar Türkiye'de finansal araçların çeşitlilik bakımından gelişmediğini göstermektedir. Finansal sistemde alternatif finansal ürünler geliştirilememiş, var olan finansal ürünler de birkaçı dışında zamanla ortadan kaybolmuştur.

Finansal gelişmenin göstergesi olabilecek çeşitli değişkenlerle Türkiye'de finansal gelişmenin seyrinin incelendiği bu bölümden sonra, dördüncü bölümde, Türkiye'de finansal liberalizasyon ve finansal gelişme üzerine yapılan ampirik literatür detaylı bir şekilde incelenecektir.

4. BÖLÜM: FİNANSAL LİBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNE YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Finansal liberalizasyon teorisi, özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarındaki her türlü kısıtın kaldırılmasıyla daha fazla fonun finansal sisteme çekilebileceğini ve bunun, girişimcilerin ihtiyaç duyduğu fonların artması anlamına geldiğinden yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumlu olarak etkileyeceğini ileri sürmektedir. Özet olarak bu politika önerisi, gelişmekte olan ülkeler için asıl önemli olanın yetersiz tasarrufları artırmak olduğunu kabul etmektedir. Tasarrufların da ancak reel pozitif faiz politikası ile artabileceğini ve dolayısıyla tasarrufların reel faizlere duyarlı olduğunu varsaymaktadır. Diğer taraftan pozitif reel faizlerin yatırımların kalitesini de artıracığı ileri sürülmektedir. Bunun sonucunda artan sermaye birikiminin ekonomik büyümeyi hızlandırması beklenmektedir.

Ekonomik büyüme literatüründeki son gelişmeler, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkısını yeniden gündeme getirmiştir. Özellikle içsel büyüme teorisi çerçevesinde gündeme gelen teorik çalışmalarda, finansal sektör ekonomik büyümeye; fonları yatırımlara kanalize ederek, sermayenin ortalama verimliliğini artırarak ve tasarrufların etkinliğini artırarak katkıda bulunduğu vurgulanmaktadır.

Finansal piyasaların serbestleştirilmesi, 1970'lerin başında Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların önerdikleri istikrar programlarının bir parçası olarak tüm dünyada gelişmekte olan ülkelerde görülmektedir. Türkiye'de de 24 Ocak Kararları olarak bilinen ve 1980'de uygulamaya konulan IMF destekli istikrar programının bir parçası olarak finansal piyasaların hızlı bir şekilde serbestleştirildiği görülmektedir.

Bu bölümde Türkiye'de finansal liberalizasyon deneyimine ilişkin yapılan ampirik çalışmalar sınıflandırılarak ele alınmaktadır. Finansal liberalizasyon deneyimine ilişkin ampirik literatürün taranması ve bu noktadaki eksikliklerin vurgulanması bundan sonraki çalışmalar açısından önem arz etmektedir. Dolayısıyla bu bölümün amacı, Türkiye için finansal liberalizasyon ile finansal gelişme üzerine yapılan çalışmaların eleştirel bir incelemesini yapmaktır. Bu çerçevede finansal liberalizasyonun tasarruflar ve yatırımlar üzerine etkileri ile ekonomik büyümeye katkısını konu olarak alan çalışmaların uyguladıkları yönteme göre bir taraması yapılacaktır.

4.1. FİNANSAL LIBERALİZASYON ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

Finansal liberalizasyonun ekonomik değişkenler üzerine etkilerini inceleyen çalışmalarda genellikle faiz oranlarındaki bir serbestleşmenin tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkileri ele alınmaktadır (Uygur, 1994; Yentürk, 1997). Ayrıca finansal sektörün serbestleşme sürecindeki performansı da araştırmalara konu olmaktadır (Toprak, 1993; Akyüz, 1990; Önder ve diğerleri, 1993).

4.1.1. Finansal Liberalizasyonun Tasarruflar ve Yatırımlar Üzerine Etkileri

Finansal liberalizasyonun tasarruflar ve yatırımlar üzerine etkisini analiz eden bir kısım çalışmalar, tasarruf ve yatırım fonksiyonlarını ayrı ayrı belirlemeye çalışırken, bazıları da eşanlı (simultaneus) modeller kurarak bir sistem içerisinde modeller tahmin etmişlerdir. Reel faiz oranlarının tasarruflar üzerine etkisinin olup olmadığı finansal liberalizasyon hipotezinin en önemli tartışma alanlarından birini oluşturmaktadır. Özellikle faiz oranlarının reel olarak pozitif hale gelmesinin tasarrufları artıracığı ileri sürülmektedir. Fry (1979), Rittenberg (1988), Celasun ve Tansel (1993), Uygur (1994) ve Önder vd. (1993), Türkiye’de faiz oranlarının tasarruflar üzerine etkisini ampirik olarak incelemişlerdir.

Fry (1979), ulusal, özel ve kamu tasarruf fonksiyonları olmak üzere üç tasarruf fonksiyonu tahmin etmiştir. Finansal baskı dönemine (1957-1977) ilişkin verilerin kullanıldığı analizlerde, açıklayıcı değişken olarak beklenen reel faiz oranı, kişi başına reel gelir ve dış tasarruf oranı kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, beklenen reel faiz oranlarının tasarruflar üzerine pozitif ve anlamlı etkide bulunduğu saptanmıştır.

Rittenberg (1988), 1960-1985 dönemine ilişkin olarak ulusal ve özel tasarruf fonksiyonları tahmin etmiştir. Ulusal tasarrufların gelire oranının bağımlı değişken olduğu modelde, reel GSYİH büyüme oranı, kişi başına GSYİH, yabancı tasarrufların GSYİH’ye oranı, reel mevduat faiz oranı ve tasarruf oranının gecikmeli değeri açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Benzer şekilde özel tasarrufların özel harcanabilir gelire oranının bağımlı değişken olduğu fonksiyonda ise, özel harcanabilir gelir, yabancı tasarrufların özel harcanabilir gelire oranı, kamu tasarruflarının özel harcanabilir gelire oranı ve reel mevduat faiz oranı açıklayıcı değişkenler olarak seçilmiştir. Yapılan ampirik analizler sonucunda reel mevduat faiz oranının katsayısının her iki fonksiyonda da pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar finansal liberalizasyon literatürünün öngörülerini destekler niteliktedir.

Celasun ve Tansel (1993), 1972-1988 dönemi için özel ve toplam tasarruf fonksiyonları tahmin etmişlerdir. Özel harcanabilir gelir ve GSMH'nin trend değerleri, geçici gelir, reel faiz oranı, ücret dışı gelirin ücret gelirlerine oranı ve enflasyon oranı açıklayıcı değişkenler olarak ele alınmıştır. Yapılan ampirik analizler enflasyon ve faiz oranı değişkenlerinin işaretlerinin pozitif olduğunu ortaya koymuştur. Ancak toplam tasarruf fonksiyonunda bu katsayılar anlamsız iken özel tasarruf fonksiyonunda istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür.

Uygur (1994), özel tasarrufların özel harcanabilir gelire oranının faiz oranlarına duyarlılığını 1965-1990 dönemi için analiz etmiştir. Kişi başına reel özel harcanabilir gelir, reel harcanabilir gelirin büyüme oranı, reel mevduat faiz oranı, toplam vadeli mevduatların GSMH'ye oranının gecikmesi, özel emlak yatırımlarının toplam yatırımlar içerisindeki payı ve cari açığın gelire oranı, açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmıştır. Reel faiz oranının katsayısı beklenen işarete sahipken istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu sonuç Türkiye datasının McKinnon-Shaw hipotezinin öngörülerini desteklemediğini göstermektedir.

Önder vd. (1993), 1980-1992 dönemi için tahmin ettikleri özel tasarruf fonksiyonunda, üstel trend denkleminde elde edilen *normal* özel harcanabilir gelir ve özel harcanabilir gelirin trendden sapması, *geçici* geliri, açıklayıcı değişken olarak kullanmışlardır. Ekonometrik analizde, reel faiz haddi, enflasyon hızı ve özel gelirin emek ve emek dışı gelirler arasında paylaşımını temsil eden değişkenler için istatistiksel olarak anlamlı katsayılar bulunmadığı, üstelik faiz haddinin bölüşüm değişkenleri tahmin denkleminde umulanın tersine negatif işaretle yer aldığını saptamışlardır.

Finansal liberalizasyonun yatırımlar üzerine olan etkisi de ampirik çalışmalara konu olmaktadır. Anand vd. (1990), Türkiye için, 1970-1986 dönemi verilerini kullanarak özel yatırımların belirleyicilerini bulmaya çalışmışlardır. Özel sektöre verilen kredilerin çıktıya oranı, çıktının gecikmesi, vergi sonrası reel borçlanma oranı (fon maliyeti), imalat sanayinde kapasite kullanımı ve toplam kamu yatırımlarında alt yapı yatırımlarının payı açıklayıcı değişkenler olarak seçilmiştir. Yapılan ekonometrik analizler sonucunda, kredilerin maliyetinin ve miktarının özel sektör sermaye birikimi üzerinde güçlü ve anlamlı bir etkisinin olduğunu göstermişlerdir.

Conway (1990), 1963-1983 dönemi için, özel yatırımların bağımlı değişken olduğu, beklenen reel çıktı, reel döviz kurundaki değişmelerin reel faiz oranına eklenmesiyle elde edilen karma (composite) değişken, açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmıştır.

Yapılan tahminler sonucunda karma değişkenin negatif ve anlamlı olduğu görülmüştür. Bu bulgu, reel faizlerin reel yatırımları olumsuz etkilediğini ortaya koymaktadır.

Rittenberg (1991), faiz oranlarının yatırımlar üzerine etkisini, 1964-1986 dönemi için incelemektedir. Üç sektörde (emlak dışı (non-housing), imalat ve ulaştırma) yatırımların logaritmik formda bağımlı değişken olarak yer aldığı fonksiyonlarda, reel gelir büyüme oranı, reel döviz kuru, reel mevduat faiz oranı, kukla değişkenler ve bağımlı değişkenlerin gecikmeleri, bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Ampirik bulgular bu üç sektördeki yatırımların reel faiz oranlarındaki değişimlere duyarlı olduğunu ortaya koymaktadır.

Celasun ve Tansel (1993), 1972-1988 dönemine ilişkin, özel sabit yatırımların belirleyicilerini araştırmışlardır. Gelirin gecikmesi, borçlanma maliyeti, reel ithalat, reel banka kredileri, enflasyon, ücret dışı gelirlerin ücret gelirlerine oranı ve reel kamu yatırımlarındaki değişme ile bunun gecikmesi açıklayıcı değişken olarak modelde yer almıştır. Faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisinin anlamlı olduğu görülürken, reel kredilerin etkisinin anlamsız olduğu görülmektedir.

Uygur (1994), 1965-1990 dönemine ilişkin emlak dışı özel yatırımların gelire oranını belirleyen faktörleri analiz etmiştir. Reel GSMH büyüme oranının üç yıl ortalaması, faiz sonrası reel mevduat faiz oranı, toplam yatırımlarda özel emlak yatırımlarının payı, kamu sabit yatırımlarının GSMH içerisindeki payı, özel sektöre verilen reel kredi stokundaki değişme, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının GSMH içerisindeki payı açıklayıcı değişkenler olarak modele dahil edilmiştir. Reel kredilerin yatırımları anlamlı olarak etkilediği saptanırken reel mevduat faiz oranlarının yatırımlar üzerinde pozitif bir etkisi görülmemiştir.

Günçavdı vd. (1998), 1963-1992 dönemi için, toplam özel yatırımlarda bir kayma olup olmadığını test etmişlerdir. Çalışmada finansal liberalizasyonun uzun dönemde yatırım, çıktı ve sermayenin görece maliyeti arasındaki uzun dönemli ilişkiyi etkilemediği, ancak yatırımların kısa dönem dinamiklerini etkilediği bir hata düzeltme modeli tercih edilmiştir. Gelir, kuklalar, sermayenin maliyeti ve özel sektöre verilen krediler açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar, finansal liberalizasyonun yatırımların kısa dönem dinamiklerini değiştirdiğini göstermiştir. Özellikle, liberalizasyondan sonra, yatırımların kredi mevcudiyetine daha az duyarlı hale geldiği tespit edilmiştir.

Demirbaş (2000), 1980-1997 dönemi için tahmin ettiği basit yatırım fonksiyonunda, özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları ve özel kesim imalat sanayii sabit sermaye

yatırımlarının açıklanabilmesi için, reel GSMH ve reel kredi faiz oranlarının açıklayıcı değişkenler olarak kullanıldığı modeller, EKK yöntemiyle regresyon analizine tabi tutulmuştur. Tahmin sonuçları, özel kesim imalat sanayii ve özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları ile faiz oranları arasında ters yönlü ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişkiye işaret etmektedir.

Sancak (2002), firma ve toplulaştırılmış verilerle, finansal liberalizasyonun yatırımlar üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. 1983-1986 dönemine ilişkin 1036 firmanın verilerinin dinamik panel metodolojisiyle analiz edilmesinden elde edilen sonuçlar, imalat sektöründe, liberalizasyon sonrası dönemde orta ölçekli firmaların artan faizler ve kredi tayinlamasıyla karşı karşıya kaldıklarını, büyük firmaların ise artan faizlerle karşılaşırken kredi tayinlamasına maruz kalmadıklarını göstermektedir. Tekstil sektöründe ise firmalar artan faizlerle karşılaşırken kredi tayinlaması görülmemektedir. Diğer taraftan 1971-1991 dönemine ilişkin toplam yatırımlarda bir kaymanın olup olmadığı zaman serileri analizi kullanılarak incelenmiş ve kredi kısıtlarıyla ilgili katsayıların liberalizasyon öncesinde ve sonrasında anlamlı olduğu, dolayısıyla 1980 sonrasında yapısal bir değişimin olmadığı belirlenmiştir.

Günçavdı ve McKay (2003), 1950-1995 dönemi yıllık verilerini kullanarak tahmin ettiği imalat sanayi için yatırım fonksiyonunda, diğer değişkenlere ek olarak özel sektöre verilen kredileri bağımsız değişken olarak alıp kısıtsız (unrestricted) hata düzeltme modeliyle yapmış olduğu tahminlerde, kredi varlığının yatırımları belirleyen önemli faktörlerden biri olduğunu göstermektedir.

Yukarıda anılan yatırım ve tasarruf fonksiyonlarını ayrı ayrı tahmin eden ekonometrik çalışmaların yanı sıra literatürde yatırım ve tasarruf fonksiyonlarını birlikte tahmin eden, eşanlı çalışmaların varlığı da görülmektedir. Erol (1992), 1960-1980 ve 1980:3-1986:4 dönemleri için iki ayrı yatırım fonksiyonları tahmin etmiştir. Yıllık verilerin kullanıldığı modelde, gelirdeki değişiklikler, enflasyon ve reel kredi hacmi bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Üçer aylık verilerin kullanıldığı ikinci modelde ise gelirdeki değişimler, enflasyon, faiz oranı ve yatırımların gecikmesi açıklayıcı değişkenler olarak tercih edilmiştir. Leff ve Sato (1980), tarafından önerilen ve yatırımlar ile tasarrufları birlikte analiz eden modelin genişletildiği çalışmada, eşanlı denklem sistemleri vasıtasıyla kurulan modellerle, tasarruf ve yatırımların faiz oranlarındaki değişimlere duyarlı olduğunu ve ayrıca reel kredi hacminin yatırımları olumlu olarak etkilediğini tespit etmiştir.

Benzer şekilde Koçyiğit (2000), Leff ve Sato'nun (1980) eşanlı modelini Türkiye dahil 16 gelişmekte olan ülke için 1970-1991 dönemine uygulamıştır. Finansal liberalizasyonun etkisini ölçecek bir açıklayıcı değişkenin tasarruf fonksiyonunda yer almamasına rağmen, yatırım fonksiyonunun yabancı sermaye akışı ve M2 tarafından belirlendiği model kullanılmıştır. Türkiye için elde edilen sonuçlara göre tasarruflar bir önceki tasarruflar tarafından belirlenmekte ve gelirdeki değişim yatırımları belirleyen tek anlamlı değişken olarak ortaya çıkmaktadır.

Kar (2000), Johansen eşbütünleşme yöntemini ve vektör hata düzeltme mekanizmasını kullanarak, 1963-1995 dönemi için yatırım ve tasarrufların potansiyel belirleyicilerinden oluşan değişkenleri bir sistem yaklaşımıyla incelemiştir. Ampirik analizler uzun dönemde kredi mevcudiyetinin toplam yatırımlar üzerinde pozitif bir etkisinin olduğunu ortaya koymakta, ancak, bu etkinin kısa dönemde tespit edilemediğini belirtmektedir.

4.1.2. Finansal Liberalizasyonun Büyüme Üzerine Etkileri

1970'lerin başlarında ortaya atılan finansal liberalizasyon hipotezinden etkilenen Fry (1978, 1979 ve 1980), finansal baskının ekonomik büyümeye etkisini göstermeye çalışmıştır. Fry, bu üç çalışmada ekonomik büyüme oranını bağımlı değişken olarak ele almış ve faiz oranlarının değişik versiyonlarını (reel faiz oranı, beklenen faiz oranı gibi) açıklayıcı değişkenler olarak kullanmıştır. Ampirik bulgular pozitif faiz oranlarının ekonomik büyümeye katkısının olumlu olduğunu göstermiştir. Ayrıca piyasa güçleri dışında belirlenen negatif reel faizlerin de ekonomik büyümeyi azalttığını ortaya koymuştur.

Benzer bir çalışma, Lanyi ve Saraçoğlu (1983) tarafından Türkiye'yi de içine alan 21 ülke için, faiz oranları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerine yapılmıştır. Ülkeleri faiz oranlarına göre sınıflandırarak ve her bir sınıfı uygun kukla değişkenlerle modele katarak, sonuçların "reel pozitif faiz oranlarının uzun dönemde ekonomik büyümeye katkısının olduğu" görüşünü doğruladığını ileri sürmüşlerdir (Lanyi ve Saraçoğlu, 1983: 28).

Özatay ve Sak (2002) tarafından yapılan çalışmada ise, Türkiye'de finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye katkısının sınırlı olduğu ortaya konulmuştur. Araştırmacılar, 20 yıldan fazla süredir uygulanan liberal politikaların finansal sektörün derinleşmesine, toplam varlıklar ve toplam mevduatlar bağlamında katkıda bulunduğunu, ancak kredi stokunda buna paralel bir uyumun görülmediğini ifade

etmektedirler. Bu sürece 1990-1999 döneminde artan riskin yarattığı atmosferin olumsuz olarak katkıda bulunduğunu ileri sürmektedirler. Faiz oranlarında, döviz kurlarında ve büyümedeki dalgalanma hızlı bir şekilde bu dönemde artmıştır. Artan riskli atmosfer, dalgalanmaları artırmış ve bu, bankaların kredi arzı kararlarını olumsuz olarak etkilemiştir. Ayrıca bankacılık sektörünün bilançolarının incelenmesi, bankaların bir yandan değişen ekonomik atmosfere uyum sağlamaya çalışırken, diğer yandan gelirlerini artırmaya çalıştıklarını göstermiştir (Özatay ve Sak, 2002: 20).

Aynı şekilde, Ersel (2002), Türkiye'deki özel bankaların karar alma sürecinde makroekonomik bilgileri dikkate aldıklarını ortaya koymaktadır. Özellikle büyük makro ekonomik değişikliklerin olduğu veya olacağı bilgisini almada bankaların diğer ekonomik birimlere göre üstünlükleri bulunmaktadır. Burada bankaların politika değişikliklerini kendi karar alma mekanizmalarında değerlendirmemeleri, kendileri kadar müşterilerinin de yeni ekonomik ortama uyumunu geciktirmesi sonucunu doğurabilmektedir. Bu sorunun oluşması, bankacılık sektörünün etkin denetim ve gözetim ile engellenebileceği ileri sürülmektedir (Ersel, 2002: 20).

Onur (2005), 1980-2003 periyodu için, finansal liberalizasyon ve GSMH büyümesi arasındaki ilişkiyi, Granger nedenselliği ve otoregresif bir modelle araştırmış, finansal liberalizasyonun, açıklığın ve finansal kalkınmanın ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğini ortaya koymuştur. Finansal kalkınma göstergesi olarak M2 para arzı, açıklığın göstergesi olarak dış ticaret hacmi ve finansal liberalizasyon göstergesi olarak da sermaye hareketleri değişkenleri kullanılmıştır. Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre, finansal liberalizasyon, finansal kalkınma ve açıklığın GSMH'nin nedeni olmadığı, ancak GSMH'nin bunların nedeni olduğu bulgulanmıştır. Diğer taraftan tahmin edilen otoregresif model sonucuna göre ise, finansal liberalizasyon GSMH'yi azaltmasına rağmen, finansal kalkınma ve açıklık GSMH'yi arttırmaktadır.

Tokat (2007), geniş tanımlı finansal liberalizasyon sürecinin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini, 1980:1- 2003:9 dönemi verilerini kullanarak analiz etmiştir. Yurt içi sanayi üretim indeksi, yurt içi faiz oranı, reel döviz kuru ve yurt dışı sanayi üretim indeksi ile yurtdışı faiz oranı arasındaki etkileşim belirlenmeye çalışılmıştır. Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler iki ayrı dönem için (1980:1-1989:12 ile 1990:1-2003:9) Johansen eşbütünleşme testi ile belirlendikten sonra görünüşte ilişkisiz regresyonlara (seemingly unrelated regressions) uyarlanmış hata düzeltme mekanizması yardımıyla kısa dönem dinamikleri belirlenmeye çalışılmıştır. Finansal liberalizasyon sonrası dönemde değişkenler arasında artan bir bağımlılık söz

konusudur. Yapılan nedensellik testleri de finansal liberalizasyon seviyesindeki artışa paralel olarak 1989 sonrası dış ülkelere ait değişkenlerin yurt içi değişkenlerine Granger bağlamında neden olduğunu ortaya koymuştur. Diğer bir ifadeyle finansal liberalizasyon Türkiye'yi dış dinamiklere bağımlı hale getirmiştir.

4.1.3. Finansal Liberalizasyonun Makroekonomik Etkileri: Hesaplanabilir Genel Denge Çalışmaları

Finansal piyasaların analizlere dahil edilmesiyle birlikte finansal baskı ve liberalizasyonun etkileri hesaplanabilir genel denge modelleri yardımıyla da incelenmiştir. Lewis (1992) bir çok gelişmekte olan ülkenin karakteristiği olan sınırlı finansal gelişmişliği yansıtacak kredi ve para unsurlarını dikkate alan finansal piyasaları kapsayan bir hesaplanabilir genel denge modeli geliştirmiştir. Türkiye için finansal baskı özelliklerinin dominant olduğu 1978 yılı verileri kullanılarak finansal liberalizasyonun sonuçları alternatif tasarruf-yatırım dengesi gözetilerek incelenmeye çalışılmıştır. Karşılaştırmalı statik simülasyonlar sonucunda ulaşılan bulgular, finansal liberalizasyonun beklendiği kadar etkili olmadığını göstermiştir. Diğer bir ifadeyle finansal liberalizasyonun sorunların çözümünde *mucizevi bir çare* olmadığı görülmüştür (Lewis, 1992: 158).

Yeldan'ın (1998), 1980-1990 dönemi için geliştirdiği hesaplanabilir genel denge modeli, faizlerin yüksek olduğu, geniş bütçe açıklarının bulunduğu, rekabetçi olmayan fiyat kurallarının hüküm sürdüğü, borçluluğun arttığı, sürekli devalüasyon ve daimi yüksek enflasyonun yaşandığı, finansal piyasalar aracılığıyla açıkların finanse edilmesinin yurtiçi fonları azaltmasına neden olduğu bir ekonomik atmosferin özel yatırımların dışlanması ve kredi piyasalarının istikrarsızlaşması ile sonuçlandığını göstermiştir. Diğer bir ifadeyle, incelenen dönemde Türkiye Ekonomisi'nin makro ekonomik sorunlarının varlığı liberalizasyondan beklenen katkıları sınırlandırmıştır.

4.2. FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

Ekonometrik çalışmaların çoğunluğunda finansal gelişmenin ekonomik büyümedeki rolüne ilişkin olarak ileri sürülen hipotezler arasında seçim yapmada eşbütünleşme analizleri ve Granger nedenselliği teknikleri kullanılmaktadır. Eşbütünleşme analizleri finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönem veya denge ilişkisinin kanıtını ortaya koymaya çalışmaktadır. Granger nedenselliği ise, finansal gelişmenin ekonomik büyüme oranını belirleyip, etkileyip etkilemediğinin araştırılmasında

kullanılan bir yöntemdir (Doğan, 2002: 63). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, finansal sektör-ekonomik büyüme ilişkisi üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır.²³ Burada konuya ilişkin Türkiye üzerine yapılan çalışmalar aşağıdaki sınıflandırma çerçevesinde ayrıntılı olarak incelenecektir.

4.2.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Nedensellik Analizi

Patrick (1966) tarafından ortaya atılan ve ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında var olabilecek olası bir nedenselliğin yönü Türkiye için çok sayıda çalışmanın konusu olmuştur. Şıklar (1992), bu çalışmalardan ilkinini oluşturmaktadır. Yazar, 1970-1990 dönemi için üçer aylık verilerle yaptığı çalışmada iki adet ekonomik büyüme değişkeniyle birlikte çok sayıda finansal gelişme göstergesi kullanmıştır. Ekonomik büyüme değişkenleri olarak kişi başı reel GSYİH (KBRGSYİH) ve GSYİH değişkenleri, finansal gelişme göstergeleri olarak da dar tanımlı para arzı (M1), geniş tanımlı para arzı (M2, M1'e ilaveten TL ve döviz üzerine açılan vadeli mevduatlardan oluşmaktadır), özel kesime kullandırılan toplam krediler (PCR, kamu kaynaklı özel kesim kredileri ve özel kesimin kendi içerisinde kullandığı kredilerin toplamından oluşmaktadır), finansal sektörün toplam kredi hacmi (CR, kamu kesimine kullandırılan toplam krediler, özel kesime kullandırılan toplam krediler ve diğer kredilerin toplamından oluşmaktadır) ve yurtiçi toplam finansal büyüklük (FIN, geniş tanımlı para arzı, finansal sistemdeki toplam tahvil miktarı ve finansal kesimin toplam sermaye hesapları toplamından oluşmaktadır) değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, ekonomik büyüme değişkenleri ile CR ve FIN değişkenleri arasında bir ilişki tespit edilememiştir. M1 ve GSYİH arasındaki ilişki talebin takip ettiği şeklinde bulgulanmışken, M1 ile diğer ekonomik büyüme değişkeni olan KBRGSYİH arasında arzın öncülük ettiği şeklinde bir sonuç bulgulanmıştır. M2 ile GSYİH ve PCR ile KBRGSYİH değişkenleri arasında arzın öncülük ettiği ilişki bulgulanmışken, M2 ile KBRGSYİH değişkenleri arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Bununla birlikte GSYİH değişkeni ile PCR değişkeni arasında ise iki yönlü bir ilişki bulgulanmıştır. Diğer bir ifadeyle nedenselliğin yönünün finansal kalkınma göstergesine duyarlı olduğunu ve her iki değişken arasında karşılıklı etkileşimin olduğunu ortaya koymuştur.

²³ Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi diğer ülke örnekleri için inceleyen bir çok çalışma bulunmaktadır. Bu konudaki literatür özetleri için bakınız: Hermes (1994), Theil (2001), Lawrence (2006), Shan ve Jianhong (2006), Ang (2007).

Akçoraoğlu (2000) finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi dışşallık (exogeneity) analizi yaklaşımı ile 1968-1995 dönemi için incelemiştir. Kişi başına reel GSMH, finansal gelişme, reel toplam yatırımlar ve dış ticaretin GSMH'ye oranı değişkenlerini, zayıf (weak) güçlü (strong) ve süper (super) dışşallık testleri kullanarak, test edilmiştir. Finansal gelişme için, özel sektöre verilen kredilerin toplam krediler içindeki payı ve toplam finansal varlıkların GSMH'ye oranı kullanılmıştır. Tüm değişkenlerin birinci farkları alınarak, kişi başına GSMH ve finansal gelişmenin bağımlı değişken olarak alındığı iki model tahmin edilmiştir. Yapılan dışşallık testleri sonucu finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında, finansın ya da reel sektörün öncülük ettiği görüşlerini destekleyici bulgulara rastlanmamıştır. Dolayısıyla yazar finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkıda bulunmadığını ifade etmektedir.

Kar ve Pentecost (2000) ise, YİKH/GSMH, M2/GSMH, bankacılık mevduat yükümlülüklerinin gelire oranı, ÖSKH/YİKH, ÖSKH/GSMH değişkenlerini 1963-1995 dönemi için kullanarak, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Öncelikle her bir finansal gelişme göstergesi ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı Johansen eşbütünleşme yöntemiyle ortaya konmuş ve ardından da değişkenler arasındaki ilişkinin yönü Granger nedenselliği anlamında test edilmiştir. Ampirik sonuçlar, ekonomik büyüme ile finansal kalkınma arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün seçilen finansal kalkınma ölçütüne duyarlı olduğunu göstermişlerdir.

Doğan (2002), toplulaştırılmış parasal göstergeler kullanarak 1982:1- 1998:4 dönemi için üçer aylık verilerle yaptığı çalışmada, Engle-Granger eşbütünleşme ve Granger nedensellik testi uygulaması yapmıştır. Ekonomik büyüme değişkeni olarak reel GSYİH, finansal gelişme göstergeleri olarak da reel M2, reel M2Y ve reel M3 değişkenlerinin GSYİH'ya oran değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre, her bir finansal gelişme göstergesi ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle söz konusu değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğunu gözlemlemiştir.

Aslan ve Korap (2006), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini 1987:1-2004:4 dönemi üçer aylık verileriyle Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik açısından incelemiştir. Ekonomik büyüme değişkeni olarak reel GSYİH (RGSYİH), finansal gelişme değişkenleri olarak da, mevduat ve yatırım kalkınma bankalarının özel sektöre sunduğu kredi hacminin GSYİH oranı (ÖSKH/GSYİH) ile M2Y/GSYİH oranı

kullanılmıştır. Johansen eşbütünleşme yöntemi sonucuna göre, ekonomik büyüme ölçütü RGSYİH ile her iki finansal gelişme ölçütü (M2Y/GSYİH ve ÖSKH/GSYİH) arasında uzun dönemli ve istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Granger nedensellik sınaması sonuçlarına göre ise, ekonomik büyümeden M2Y/GSYİH ilişkisiyle temsil edilen finansal gelişmişlik ölçütüne doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisini ortaya koymuşlardır. Diğer bir ifadeyle, reel ekonomik büyüme parasal gösterge kullanılarak ortaya konulan finansal gelişmişlik ölçütündeki değişmelerin bir nedeni olarak ortaya konulmaktadır. Diğer taraftan, finansal gelişme göstergesi olarak ÖSKH/GSYİH kullanıldığında ise, nedenselliğin yönünün değiştiği ve bu finansal gelişme ölçütüne göre finansal gelişme ekonomik büyümenin nedeni olarak bulgulanmıştır.

Aslan ve Küçükaksoy (2006), 1970-2004 yıllık verilerini kullanarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini VAR temelli Granger nedensellik sınamasıyla test etmişlerdir. Ekonomik büyüme göstergesi kişi başına GSYİH verilerinden elde edilmiş finansal gelişme göstergesi olarak ise, özel sektör kredi hacmi (ÖSKH)'nin logaritması kullanılmıştır. Buna göre, finansal gelişme ekonomik büyümenin nedeni olarak ortaya konmaktadır. Diğer bir ifadeyle, nedensellik ilişkisinin yönü finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğrudur.

Taş ve Örnek (2003), 1987:1- 2000:2 üç aylık verileriyle hata düzeltme modeline dayalı Granger nedensellik testi uygulamışlardır. Ekonomik büyüme değişkeni olarak kişi başına GSYİH, finansal gelişme değişkenleri olarak ise, parasal göstergelerden M1/GSYİH ve M2/GSYİH oranları kullanılmışken; yurt içi kredilere ilişkin, bankacılık sektörü toplam kredi hacminin GSYİH'ya oranı ve bankacılık sektörü mevduat hacminin GSYİH'ya oranını kullanmışlardır. Eşbütünleşme testleri sonucunda finansal gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişkilerin varlığı ortaya konulmuştur. Ekonomik büyümeden dar tanımlı para arzına doğru bir nedensellik, geniş tanımlı para arzı ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü bir nedensellik ve ekonomik büyümeden toplam kredi hacmine doğru nedensellikler rapor edilmiştir. Diğer bir ifadeyle yazarlar, gerek finansal gelişmeden ekonomik büyümeye gerekse ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru çift yönlü bir nedensellik ilişkisini bulgulamışlardır.

Ünalınış (2002), 1970-2001 yıllık verilerini kullanarak finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini eşbütünleşmeye dayalı Granger nedenselliği ile test etmiştir. Yazar,

ekonomik büyüme değişkeni olarak kişi başına GSYİH verilerini kullanmıştır. Finansal gelişme göstergelerinde ise sadece parasal göstergeler ya da kredilere ilişkin büyüklükler yerine bir çeşitlilik göze çarpmaktadır: Yurt içi kredi hacminin GSYİH'ya oranı; özel sektöre verilen kredi hacmini GSYİH'ya oranı; özel sektöre verilen kredilerin yurt içi toplam kredi hacmine oranı; geniş tanımlı para arzının GSYİH'ya oranı; toplam tasarrufların (deposit) GSYİH'ya oranı. Yazar, kısa dönemde arzın öncülük ettiği terminolojisini destekler sonuçlar bulgulanmışken, uzun dönemde ise hem arzın öncülük ettiği hem de talebin takip ettiği terminolojilerini destekleyen sonuçlar elde edilmiş. Diğer bir ifadeyle uzun dönemde hem finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olmakta hem de ekonomik büyümenin nedeni finansal gelişme olmaktadır.

Acaravcı vd. (2007), 1986:1-2006:4 dönemine ilişkin üçer aylık verilerle finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini incelemişlerdir. Reel GSYİH'nın logaritmasının bağımlı değişken olarak ele alındığı çalışmada tek açıklayıcı değişken olarak finansal gelişme göstergesi olan yurt içi kredileri kullanmışlardır. Johansen eşbütünleşme yöntemiyle değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı araştırılmış ancak iki değişken arasında herhangi bir ilişki belirlenememiştir. Bunun üzerine VAR modeliyle değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi standart Granger nedenselliği bağlamında incelenmiş ve değişkenler arasında finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle finansal sektördeki gelişmeler ekonomik büyümeye neden olmaktadır.

Halıcıoğlu (2007), 1968-2005 dönemi yıllık verilerini kullanarak finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi sınır testi yaklaşımıyla (Pesaran vd., 2001) incelemiştir. Kişi başına reel gelirin logaritmasının bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde, M2/GSMH ve toplam bankacılık yükümlülüklerinin (liabilities) GSMH'ye oranının logaritmaları açıklayıcı değişkenler olarak yer almıştır. Ampirik sonuçlara göre alternatif finansal gelişme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında yalnızca bir uzun dönemli ilişki tespit edilmiştir. Granger nedensellik testi sonuçları ise, uzun dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru hata düzeltme terimi aracılığıyla bir nedensellik ilişkisinin olduğunu ve kısa dönemde değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisinin olmadığını bulgulanmıştır. Yazar bu sonucu, eğer finansal gelişme ekonomik

büyümeye neden oluyor ise, finansal sektöre ilişkin düzenleme ve denetlemelerin yapılmasının gerekliliğine vurgu yaparak yorumlamaktadır.

Öztürk (2008), 1975-2005 dönemi için finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Reel GSYİH'deki büyüme oranı ile ÖSKH/GSYİH arasındaki ilişkiyi Johansen eşbütünleşme yöntemiyle belirledikten sonra değişkenler arasında nedensellik ilişkisini incelemiş ve ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir ilişkinin varlığını saptamıştır.

4.2.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Üretim Fonksiyonu Yaklaşımı

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi sadece iki değişkenin kullanıldığı modellerle değil, çok değişkenli modellerle de incelenmiştir. Bu tür çalışmalarda daha çok finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkısının olup olmadığı üretim fonksiyonu çerçevesinde ele alınmakta ve gelir bağımlı değişken olurken, sermaye birikimi, istihdam edilen işgücü ve beşeri sermaye ile finansal gelişme göstergeleri bağımsız değişkenler olarak kullanılmaktadır.

Darrat (1999), Türkiye dahil üç Orta Doğu ülkesi (Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri) için 1964-1993 dönemi verileri kullanarak finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerine etkisinin olup olmadığını Johansen eşbütünleşme yöntemi ve Granger nedensellik analizi ile incelemiştir. Ekonomik büyüme oranının bağımlı değişken olduğu modelde enflasyon oranı kontrol değişkeni olarak seçilmiştir. Finansal gelişme göstergesi olarak da dolaşımdaki paranın dar anlamdaki para stoğuna (M1) oranı ve M2/GSYİH (Türkiye için GSMH) değişkenleri kullanılmıştır. Ampirik sonuçlara göre, Türkiye'de finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkısı pozitifdir.

Kar (2000), büyüme literatüründeki gelişmeye paralel olarak finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkısını içsel büyüme modelleri çerçevesinde ele almıştır. Bu çerçevede 1963-1995 dönemi için, sermaye birikimi (I/Y), beşeri sermaye göstergesi (bütçe içerisinde eğitime ayrılan pay) ve istihdam edilen işgücü gibi geleneksel değişkenlerin yanı sıra, geliştirdiği finansal gelişme göstergelerini de açıklayıcı değişken olarak kullanarak gerçekleştirdiği çalışmasında, beşeri sermaye birikimine ek olarak finansal sektördeki gelişmelerin, içsel büyüme teorileri bağlamında *artan getiriye* kaynaklık ettiğini göstermiştir.

Günçavdı ve Küçükçifçi (2005), 1973-1996 dönemi için gerçekleştirdiği analizde, finansal sektörün üretimindeki değişmelerin, makroekonomik kaynaklarını incelemekte ve finansal çıktılarının kaynağındaki değişim ile makroekonomik politikaları ilişkilendirmektedirler. Finansal reformların etkisi konusunda temel beklentiler ekonomide finansal kaynakların varlığının artmasıdır. Leontief'in girdi çıktı modellerine dayalı bir metodolojinin kullanıldığı çalışmada Türk ekonomisinin üretim sektörü özellikle reform sonrası dönemde artan bir hızla bankacılık ve sigortacılık sektörleri tarafından sağlanan finansal hizmetlerin kullanımından bağımsız hale geldiği bulgulanmıştır.

Ardıç ve Damar (2006), 1996-2001 dönemi için Türkiye'de 81 ilin il bazında verilerini kullanarak finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini panel veri analizi yardımıyla test etmiştir. Bağımlı değişken olarak reel kişi başına GSYİH büyüme oranını, bağımsız değişkenler olarak da, reel GSYİH büyüme oranının gecikmesi, nüfus artış hızı, eğitim (öğretmen öğrenci oranı), sağlık (her yüz bin kişiye düşen hastane yatak sayısı) ve dışa açıklık (ithalat ve ihracat toplamının GSYİH'ye oranı) değişkenlerini il bazında kullanmıştır. Bu geleneksel açıklayıcı değişkenlere ek olarak, toplam banka mevduatlarının GSYİH'ye oranı, kredilerin GSYİH'ye oranı, ticari bankaların varlıklarının ticari banka ve merkez bankası varlıklarına oranını kullanmışlardır. Yazarlar çalışmalarının sonunda finansal derinleşme ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir negatif ilişki test etmişlerdir. Araştırmadaki bu sonucu incelenen dönemle ilişkilendirildiğinde yeterince düzenlemenin ve etkin bir denetimin olmadığı döneme rastlaması ve Türk Bankacılık sektörünün temel fonksiyonun hazineyi fonlamaya odaklaştığı döneme rast geldiğinden bu sonuçları sürpriz olarak yorumlamamaktadırlar.

Ege vd. (2008), 1987:1- 2007:1 dönemine ilişkin üç aylık verilerle Türkiye için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Sınır Testi yaklaşımıyla incelemişlerdir. Bağımlı değişken olarak reel GSYİH'nin kullanıldığı modelde bağımsız değişkenler olarak geleneksel değişkenlerden brüt sabit sermaye birikiminin GSYİH'ye oranı ve reel mevduat faiz oranları alınmıştır. Finansal gelişmeye ilişkin altı alternatif gösterge kullanılmıştır: $M2/GSYİH$, bankacılık mevduat yükümlülükleri/ $GSYİH$, yurt içi krediler/ $GSYİH$, özel sektöre verilen krediler/ $GSYİH$, özel sektöre verilen kredilerin yurt içi kredi hacmindeki payı ve bankacılık sistemi alacaklarının $GSYİH$ 'ye oranı. Ampirik sonuçlara göre değişkenler arasında uzun dönemli ilişkili olduğu bir finansal

gösterge hariç diğer finansal gelişme göstergelerinin ekonomik büyüme üzerinde kısa ve uzun dönemde anlamlı ve negatif bir ilişkiye sahip olduğu görülmüş. Bir gösterge hariç finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik tespit edilememiş ve son olarak ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü (uni) bir ilişki tespit edilmiştir.

Altıntaş ve Ayrıçay (2009), finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, 1987-2007 dönemi için üç aylık verileriyle ve ARDL yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Yazarlar kurdukları modelde, ekonomik büyüme göstergesi olarak reel GSMH değişkenini kullanırken, finansal gelişme göstergesi olarakta M2/Y değişkenini kullanmışlardır. Modele kontrol değişkeni olarak da, dış açıklık oranı ($X+M/Y$) ve reel faz oranı değişkenlerinden yararlanmışlardır. Ampirik sonuçlar, kullanılan değişkenlerin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği yönünde bulunmuş, ancak dış açıklık oranı istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Yazarlar bulgularını, Türkiye Ekonomisi göstergelerinin McKinnon ve Shaw hipotezini desteklediği şeklinde yorumlamışlardır.

4.2.3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Sermaye Piyasalarının Rolü

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi, sermaye piyasası göstergelerinin de kullanıldığı çalışmalarda ampirik olarak incelenmiştir. Sermaye piyasalarının ekonomik büyümeye olan katkılarının incelendiği ve oldukça kısa bir zaman serisi kullanılarak yaptıkları çalışmada, Esen ve Seyrek (1998), menkul kıymetler piyasası ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin varlığını göstermişler ve yapılan ekonometrik çalışmaların çok kısa bir dönemi kapsadığından dolayı da bunun dikkatli bir şekilde yorumlanmasını önermişlerdir.

Gökdeniz vd. (2003), 1989-2002 dönemi üç aylık verilerini kullanarak, GSYİH, M2, hisse senedi piyasasının toplam değeri, özel bankaların varlık artışları, enflasyon oranı ve tahvil değerleri değişkenleri aracılığıyla finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerine etkisini en küçük kareler yöntemiyle incelemişlerdir. Yazarların elde ettiği ampirik bulgular, hisse senedi piyasasının, özel tahvillerin ve toplam ticari banka varlıkları oranındaki bir artışın büyümeyi desteklemediğini buna karşılık para arzının büyümeyi açıkladığını göstermektedir. Enflasyonun da büyümeyi olumsuz etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Karagöz ve Armutlu (2007), 1988-2006 dönemini kapsayan üçer aylık veriler ve GSYİH ve İMKB-100 değişkenlerini kullanarak, hisse senedi piyasasının gelişimi ve

ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Granger nedenselliği yöntemiyle araştırmışlardır. Buna göre, ekonomik büyümenin hisse senedi piyasasının gelişmesine neden olduğu, buna karşılık hisse senedi piyasasının gelişiminin ekonomik büyümeye neden olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Demir vd. (2007), Ocak 1995- Aralık 2005 dönemi aylık verileriyle bankacılık sisteminin gelişimi, hisse senedi piyasasının gelişimi ve ekonomik performans arasındaki ilişkinin varlığını, Johansen eşbütünleşme testi ve Granger nedensellik testi aracılığıyla test etmişlerdir. Bağımlı değişken olarak reel GSYİH değişkeni kullanılmışken, bağımsız değişkenler olarak da, hisse senedi piyasalarının gelişmişlik düzeyi göstergesi olarak borsaya kote ettirilmiş hisse senedi değerlerinin milli gelire oranı olan piyasa kapitalizasyonu değişkeni (TPK), endüstriyel sektörün hisse senedi piyasası göstergesi olarak da borsaya kayıtlı endüstriyel firmaların hisse senetleri değerinin gelire oranı olarak alınan endüstriyel piyasa kapitalizasyonu değişkeni (SMK) kullanılmıştır. Bankacılık sistemi gelişmişlik göstergesi olarak, özel sektöre verilen ticari banka kredilerinin gelire oranı değişkeni (TBK) ve endüstriye verilen ticari banka kredilerinin gelire oranı değişkeni (EBK) kullanılmıştır. Johansen eşbütünleşme testi sonuçlarına göre, uzun dönemde ekonomik faaliyetlerin özel sektöre verilen banka kredileri ve piyasa kapitalizasyonundan etkilendiği ortaya çıkmaktadır. İki farklı modelle ortaya konulmaya çalışılan ECM testi sonuçlarına göre ise: Birinci modelde, reel GSYİH, TBK ve TPK'dan etkilenmektedir. Başka bir ifadeyle, TBK ve TPK reel GSYİH'nin Granger nedenidir. İkinci modelde ise, kullanılan değişkenler arasındaki nedensellik açık değildir. EBK ve SMK istatistiksel olarak GSYİH'nin açıklanmasında yetersiz kalmaktadır. Diğer taraftan, EBK ve SMK'daki değişmelerin açıklanmasında özellikle GSYİH etkili olmaktadır.

Doğan (2008), bankacılık ve hisse senedi piyasası gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, 1999:1- 2006:12 dönemini içeren aylık verileri kullanarak ve Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik testleriyle analiz etmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkenini reel GSYİH oluştururken, bağımsız değişkenler olarak ise, bankacılık sisteminin gelişme göstergesi olarak alınan, özel sektöre yönelik ticari banka kredisinin reel GSYİH içindeki payı (TBK) ve hisse senedi piyasasının gelişim göstergesi olarak da, hisse senedi piyasa değerinin GSYİH içindeki payı olarak, toplam hisse senedi piyasa kapitalizasyonu değeri (TKAP), kullanılmıştır. Uygulama

sonucunda elde edilen bulgular, ağırlıklı olarak ekonomik büyümeden finansala gelişmeye doğru işleyen tek yönlü bir nedenselliği göstermektedir.

Yücel (2009), sermaye piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1997:1- 2007:8 aylık verilerini kullanarak, temel bileşenler analizi yardımıyla, sermaye piyasası kalkınma düzeyinin dört farklı yönünü temsil edebilecek gölge değişkenler (analiz dönemi için piyasa değeri verilerine ulaşılamadığı için İMKB tüm endeks verileri piyasa değeri değişkeni yerine gölge değişken olarak kullanılmıştır) oluşturularak VAR temelli Johansen eşbütünleşme testiyle analiz etmiştir. Hisse senedi yatırımlarının İMKB tüm endeksine bölünmesiyle elde edilen uluslararası entegrasyon gölge değişkeni, İMKB işlem hacminin nominal GSYİH içerisindeki payını gösteren Likidite 1 gölge değişkeni, İMKB işlem hacminin İMKB tüm endeksine bölünmesiyle elde edilen Likidite 2 gölge değişkeni ve İMKB tüm endeksinin GSYİH'ye bölünmesiyle elde edilen piyasa değeri gölge değişkenleridir. Ampirik bulgular, sermaye piyasası gelişiminin uzun dönem ekonomik büyüme üzerine pozitif etkisi olduğunu göstermektedir.

Finansal liberalizasyonun etkileri ve diğer makroekonomik değişkenlerle ilişkisinin bir çok ampirik çalışmanın konusunu oluşturduğu anlaşılmaktadır. Çalışmaların özellikle finansal liberalizasyonun tasarruflar, yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerine etkileri alanlarında yoğunlaştığı görülmektedir. Ayrıca içsel büyüme teorisi çerçevesinde, finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisinin incelenmesi de çalışmalara konu edilmektedir.

Bu bölümde asıl vurgulanmak istenilen şey, Türkiye için finansal liberalizasyon ile finansal gelişme ilişkisinin daha önce hiçbir çalışmanın konusunu oluşturmadığını göstermektir. Dolayısıyla finansal liberalizasyonun gerçekten finansal gelişmeye katkı yapıp yapmadığının incelenmesi bu alandaki boşluğu doldurmaya çalışacaktır. Ayrıca finansal gelişme üzerinde etkili olan diğer faktörlerin belirlenmesi de bu tez çerçevesinde ilk defa incelenecektir. Sonraki bölümde, bu amaç doğrultusunda finansal liberalizasyon ve finansal gelişme ilişkisinin teorik çerçevesi sunulularak, finansal gelişmenin belirleyicilerinin neler olabileceği tartışılacaktır. Daha sonra bu altyapı çerçevesinde Türkiye Ekonomisi için ekonometrik analiz yapılacaktır.

5. BÖLÜM: FİNANSAL LIBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK İNCELEMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Finansal piyasalar ve kurumların ekonomik gelişme sürecinde çok önemli bir fonksiyon yerine getirdikleri literatürde geniş bir şekilde vurgulanmakta ve değişik ekonometrik teknikler kullanılarak ampirik olarak incelenmektedir. Ampirik çalışmalarda, genel olarak iyi işleyen finansal kurumların ve piyasaların uzun dönemde ekonomik büyümeye katkı yapacağına ilişkin bir uzlaşma bulunmaktadır.

McKinnon ve Shaw, finansal piyasaların serbestleştirilmesiyle, kaynakların mobilizasyonunu daha etkin şekilde sağlayan bir finansal yapının kendiliğinden ve mekanik bir şekilde ortaya çıkacağını zımnen ileri sürmektedirler. Oysa 1970'lerin ikinci yarısından itibaren bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının sonuçları arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar yüzünden finansal liberalizasyon politikaları her geçen gün daha da çok eleştirilmektedir.

Diğer taraftan ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarını açıklamada finansal gelişmenin önemli bir faktör olduğuna ilişkin geniş bir ampirik literatür bulunmaktadır. Ancak bu literatürde ülkeler arasında finansal açıdan gelişmişlik farklılığının nereden kaynaklandığı açıklanamamaktadır. Diğer bir ifadeyle “neden bazı ülkeler diğerlerine göre gelişmiş finansal kurumlara ve piyasalara sahip?” sorusuna verilecek cevap hala büyük önem arz etmektedir. Dolayısıyla son zamanlarda yapılan çalışmaların finansal gelişmeyi etkileyen (belirleyen) faktörlerin incelenmesine yoğunlaştığı görülmektedir.

Dolayısıyla bu bölüm, finansal liberalizasyon ile finansal gelişme ilişkisinin teorik ve kavramsal altyapısını oluşturarak, finansal gelişmeyi belirleyen temel faktörleri Türkiye Ekonomisi'nin özgün karakteristiklerini de dikkate alarak ortaya koymayı amaçlamaktadır.

5.1. FİNANSAL LIBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ

Finansal sistemin gelişimi bir çok unsura bağlıdır. Finansal gelişmenin en önemli belirleyicilerinin ise reel gelir ve reel faiz oranları olduğu kabul edilmektedir (Ang ve McKibbin, 2007; Girma ve Shortland, 2004). Finansal gelişme hem gelirin hem de reel faiz oranlarının pozitif bir fonksiyonudur. Pozitif reel faiz oranlarındaki bir artışın finansal sektör tarafından aracılık edilecek olan tasarruf miktarında bir artışa katkı yapacağı öngörülmektedir. Krediler verimli projelere göre tahsis edildiğinde ve yüksek reel faizlerin düşük getirili projeleri engellediğinde ekonomik büyümenin hızlanması beklenmektedir. Ekonomik gelişme de finans için talep yaratmaktadır. Dolayısıyla değişkenler arasında iki yönlü bir nedensellik etkisi muhtemeldir. Bununla birlikte son zamanlarda ampirik literatür bazı ülkelerde ekonomik ve finansal gelişme arasındaki döngünün neden hızlandırılmadığını açıklamaya yönelmiştir.

Literatürde bu sorunun cevabına ilişkin çeşitli hipotezler geliştirilmiştir. Finansal gelişmenin belirleyicileri şu şekilde sıralanabilir:

- Yasal orijin (La Porta vd., 1997; Demetriades, 2008).
- Kamunun banka sahipliği (La Porta vd., 2002; Andrianova vd., 2008; Demetriades, 2008).
- Başlangıç durumu, politika ve ekonomik kurumlar (Acemoglu vd., 2001; 2004; Demetriades, 2008).
- Dış ticaretin liberalizasyonu (Rajan ve Zingales, 2003; Do ve Levchenko, 2006; Huang, 2006; Demetriades, 2008).
- Sermaye hesabının liberalizasyonu (Chinn ve Ito, 2002, 2006; Law ve Demetriades, 2006; Klein ve Olivei, 2008).
- Etkin gözetim ve denetim mekanizması (Cuadro vd., 2003; Brownbridge vd., 2005).
- Mevduat sigortası (Cull vd., 2001).
- Zorunlu karşılıklar (Di Giorgio, 1999; Arestis vd. 2002).
- Makroekonomik politikalar (Montiel, 2003; Cuadro vd., 2003; Bittencourt, 2008; Ben Naceur vd., 2008).

5.1.1. Yasal Orijin

Hukuk ve finans üzerine yapılan çalışmalar, bazı yasal düzenlemelerin finansal sistemlerin ve kurumların başarılı gelişimi için gerekli önkoşulları yaratmaya uygun olmadıklarını ifade etmektedirler (Beck vd., 2001). Finansal gelişme mülkiyet haklarının korunmasıyla ilgili düzenlemelerle yakından ilgilidir. Bu konudaki durağan (static) görüş, bireysel yatırımcıların devlete karşı görece hakları konusunda yasal geleneklerdeki farklılıklara bakmaktadır. La Porte vd. (1997), İngiliz hukukundan kaynaklanan ortak hukuk temelli sistemlerin (common law based systems) Fransız hukukundan beslenen medeni hukuk temelli sistemlere (civil law based systems) göre sermaye piyasalarının gelişimi için daha iyi olduğu düşüncesini ileri sürmektedir. İngiliz Hukuk Sistemi, yatırımcıların haklarını devlete karşı koruyarak bireylerin güven içinde işlem yapacakları bir ortam yaratacak şekilde düzenlenmiştir. Diğer taraftan Fransız Medeni Hukuk Sistemi, devleti mahkemenin üzerine koymakta ve devletin gücünü artırmaya yönelik düzenlenmiştir. Burada firmaların yöneticilerinin politik çıkarları, bireysel yatırımcıların üzerindedir. Zaman içerisinde İngiliz hukukundan kaynaklanan yasal düzenlemelerin Fransız hukukundan beslenen düzenlemelere göre küçük yatırımcıları daha fazla koruduğu görülmektedir. Dolayısıyla İngiliz hukukundan esinlenen ülkelerde sermaye piyasaları, Fransız hukukundan beslenen ülkelere göre daha hızlı gelişmektedir (Demetriades, 2008: 5).

Hukuk ve finansın dinamik görüşü ise, değişen koşullara hukukun uyum sağlamasına bakmaktadır. Bu durumda esnek yasal sistemler finansal gelişmenin hızlanmasında bir avantaja sahiptirler. İngiliz hukuku örnek olay temelli olup ekonominin ihtiyaçlarıyla hukuk arasındaki boşluk hızlıca doldurulmaktadır. Fransız medeni hukukunda ise değiştirilemez yasal ilkeler bulunmaktadır. Yasal sistemdeki reformların yapılmasındaki zorluk finansal yeniliklerin ve yatırımcı haklarının hızla düzenlenmesini engellemekte ve bu da finansal gelişmeyi yavaşlatmaktadır (Girma ve Shortland, 2004: 4).

Literatürde hukuk geleneği ile finansal gelişme arasında var olduğu ileri sürülen yukarıdaki tartışmalar, çeşitli açılardan eleştirilmektedir. Cambridge Üniversitesi'ndeki akademik hukukçular tarafından yapılan bir araştırmada hukuk geleneği ile yatırımcıların haklarının korunması arasındaki ilişki beş ülke (ABD, İngiltere, Fransa, Almanya ve Hindistan) ve otuz yılın üzerinde bir dönem için incelenmiştir (Lele ve Siems, 2007). La Porta vd. (1997) tarafından 49 ülke için geliştirilen ölçümlerde sekiz

gösterge kullanılırken, Lele ve Siems (2007)'in yaptıkları çalışmada yatırımcıların korunmasına ilişkin 60 farklı unsura yer verilmiştir. Bu yeni çalışmada, bütün ülkelerde yatırımcıların korunması anlamında önemli ilerlemelerin olduğu görülmüş ve bu noktada daha da önemlisi, hukuk geleneği farklılığının yatırımcıların haklarının korunması anlamında önemli bir farklılık göstermediği ortaya konulmuştur. Örneğin, İngiliz yasal sistemi Nijerya, Pakistan ve Zimbabve gibi ülkelerin finansal sistemlerinin gelişimine ilaç olmamışken, Fransız yasal sistemi de Lüksemburg, Belçika ve Hollanda'nın finansal sisteminin gelişimini engelleyememiştir (Girma ve Shortland, 2004: 4). Hukuk kaynağının yatırımcı haklarını koruma noktasında önemli olmadığına örnek olarak Fransa, Almanya ve Güney Kore de verilebilir.

Bütün bunlar finansal gelişme için hukukun önemli olmadığı anlamına gelmemektedir. Geniş temelli mülkiyet haklarının korunması yatırımcılar için çok kritik ve dolayısıyla finansal gelişme için de önemlidir. Sonuç olarak düzenli bir şekilde işleyen ve yatırımcıların mülkiyet haklarını etkin bir şekilde koruyan yasal sistemlerin finansal gelişme (ve büyüme) için önemli olduğu konusunda geniş bir konsensüs bulunmaktadır (Demetriades, 2008: 6).

5.1.2. Kamunun Banka Sahipliği

Finansal gelişmede, kamunun ya da özel sektörün bankalara sahipliğinin de rolünün olduğu öne sürülmektedir. Bu görüşe göre, siyasiler kendi çıkarlarını maksimize edecek şekilde finansal sektöre müdahalede bulunabilirler. Diğer bir ifadeyle siyasiler, siyasal destek sağlamak için kredileri istihdam ve sübvansiyon amaçlı kullanabilirler. Böyle bir durum, yolsuzluğa karışmış politikacıların yeniden seçilmesine olanak sağlayan bir kısır döngüyü oluşturabilmektedir. Bu kısır döngü, elbette ki ekonomik büyümeyi açıkça amaçlamamaktadır. Çünkü krediler, ekonomik önceliklerden ziyade politik tercihler doğrultusunda firmalara ve sektörlerimize yönlendirilmektedir. Diğer yandan, kamu bankaları yetersiz ve motivasyonsuz çalışanları nedeniyle özel bankalara göre daha az yaratıcı ve daha az etkindirler. Dolayısıyla kamu bankaları özel bankalar kadar etkin bir şekilde finansal gelişmeyi teşvik edememektedirler (Demetriades, 2008: 6).

La Porta vd. (2002)'nin 92 ülkede banka sahipliği ile ilgili yatay kesit çalışmalarının sonucuna göre, bankaların sahipliği ile ilgili teoriye ilişkin bulgular bulunmaktadır. Yazarlar bütün dünyada kamu bankacılığının geniş ve yaygın olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca fakir ülkelerde kamu bankacılığının daha yaygın olduğu; finansal olarak gelişmiş veya güçlü mülkiyet haklarına sahip ülkelerde ise daha az

yaygın olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Buna ilaveten, yazarlar kamu bankacılığının finansal gelişme ve ekonomik büyüme üzerine olan etkilerini incelemişlerdir. Yazarların finansal gelişme regresyonlarının ikisinde kamu bankacılığı negatif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermişken, üç finansal gelişme denkleminde ise anlamsız sonuçlar elde etmişlerdir. La Porta vd. (2002: 284), çalışmalarını “ülkelerin finansal sistemlerinde başlangıçta kamu bankacılığı yüksek olanların daha yavaş büyüdükleri” şeklinde sonuçlandırsalar da, regresyonlarına yeni kontrol değişkenlerinin eklenmesiyle kamu bankacılığı değişkeni istatistiksel olarak anlamsızlaşmaktadır. Bu da yazarların sonuçlarının çok güçlü olmadığını göstermektedir.

Andrianova vd., (2008), kamu bankacılığı sahipliğini açıklamada kurumların rolüne odaklanarak hem teorik bir model sunmakta hem de ampirik sonuçlar ortaya koymaktadır. Çalışmaya göre bankaların kamu tarafından sahipliği zayıf kurumlar için etkin bir ikame olabilir. Ayrıca yazarlar, banka başarısızlıklarından mevduat sahiplerini koruyacak kurumsal altyapıyı güçlendirmeden, kamu bankalarının özelleştirilmesinin, muhtemelen finansal gelişmenin azalmasıyla sonuçlanacağını ifade etmektedirler. Bu yazarlar, kamu ve özel bankaların birlikte faaliyet gösterdiği ve zayıf kurumsal bir yapının bulunduğu sistemlerde, özel bankaların fırsatçı bir yapı sergilediği durumlarda, bireylerin mevduatlarını mevduat faiz oranlarının düşük olmasına rağmen kamu bankasına yatıracaklarını ileri sürmektedirler. Bu duruma, Rusya’daki devlet tasarrufları bankası (Sberbank) düşük faiz oranına rağmen mevduatların büyük bir kısmını toplaması iyi bir örnek oluşturmaktadır. Son zamanlarda Romanya ve Çin’de, 1980’lerde ise Kore’de benzer örneklere rastlanmaktadır.

Andrianova vd., (2008)’ın probit regresyonlardan elde ettikleri sonuçlara göre, kurumların zayıf olduğu yerlerde kamu bankalarının özelleştirilmesi bankacılık sisteminin gelişimi için bir yol olmayabilir ve dolayısıyla kurumsallaşmaya öncelik verilmesi gerekmektedir.

Demetriades vd. (2007), Çin’de finans büyüme ilişkisi analizlerinde, kamu bankacılığı için ilave kanıtlar ortaya koymaktadırlar. Çin’de bankacılık sistemi içinde kamu bankaları baskın bir yer tutarken son yirmi yılda yüksek büyüme oranları gerçekleştirilmiştir. Ekonometrik sonuçlar Çin bankacılık sisteminin, firmaların katma değerlerinin ve toplam faktör verimliliğinin büyümesini teşvik etmede yardımcı olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca banka kredilerinin firma büyümesi üzerine etkileri, tamamen özel bankalar söz konusu olduğunda daha güçlü olduğu; kamu ve ortak

sahipliğin olduğu durumlarda da pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar, literatürde Çin bankacılık sisteminin ekonomik büyümesiyle fazla bir ilişkisinin olmadığı şeklindeki yaygın görüşe karşı gelmektedir. Dolayısıyla bu bulgular kamu bankacılığının zayıf ekonomik performans ile tipik olarak ilişkilendirilmesi görüşüne şüphe uyandırmaktadır.

5.1.3. Başlangıç Durumu, Politikalar ve Ekonomik Kurumlar

İkinci dünya savaşı sonrası, özellikle 1950-1960'larda gelişmiş ülkelerin yanı sıra bir çok gelişmekte olan ülkenin hızlı bir iktisadi büyüme sürecinden geçmiş olmalarına rağmen, kalkınma ile ilgili temel sorunlarını (yoksulluk, işsizlik, gelir dağılımı vb) çözememiş olmaları kalkınma sürecine bakış açısını değiştirmiş ve iktisadi büyümenin belirleyicileri üzerine daha ayrıntılı çalışmalara yönelinmiştir. Bu süreç içerisinde kalkınma sadece iktisadi değil, toplumsal ve kurumsal yapıda ortaya çıkan bir değişim süreci olarak görülmeye başlanmıştır.

Bireyler veya insan toplulukları arasındaki davranışsal ilişkileri düzenleyen kurallar dizisi olarak tanımlanabilen kurumların, insanlar arasındaki ilişkileri belirli kurallar çerçevesinde düzenleme özelliğine sahip olduğu söylenebilir (Mıhçı, 2005: 57). Öyle ki, kurumlar insan ilişkileri ve davranışlarındaki kararlılığı sağlayan en önemli etkenlerden biri olarak ortaya çıkmakta ve bu özellikleriyle “var olan durumun” sürdürülmesine hizmet etmekte veya değişime karşı direnç gösteren yapılara dönüşmektedirler. Ancak buna rağmen kurumlar zaman içerisinde değişmektedirler. Bu değişimin devrimci bir şekilde değil de daha çok evrimci bir nitelikte olduğu genellikle kabul edilmektedir.

Acemoğlu vd., (2001), refahı arttıracak kurumların kurulmasının önündeki temel engelin geçen yüzyıllarda Avrupa'nın kolonyalist güçleri tarafından çevresel faktörler olduğunu ileri sürmektedirler. Bu güçler kolonilerde uzun dönem ekonomik büyüme için uygun olmayan kurumsal yapılar oluşturmuşlardır. Ayrıca burada, oluşturulan bu kurumsal yapıların gelişimini desteklemeyen bir çevre mevcuttur. Bu açıklamayla ilgili temel problem statik ve ülkelerin birkaç yüzyıl önceki görece durumlarını değerlendirme yapmasıdır.

Burada asıl önemli olan, benzer yasal sisteme sahip ülkelerin ekonomik performanslarındaki farklılığın, ekonomi politikaları hakkındaki kararların verildiği siyasal sistemin incelenmesidir. Diğer bir ifadeyle, çıkar grupları etkinliklerini genellikle toplumsal zenginliği arttırmak yerine, grup üyelerini mevcut zenginlikten

daha fazla pay almak konusunda yoğunlaştırmaktadırlar (Olson, 1982: 41-47). Dahası gücü elinde bulunduranlar, güçlerini korumak ve kendilerinin zenginleşmesini sürdürebilmek için politikaları ve kurumları şekillendirmektedirler (North, 1990; Olson, 1993). Buna karşılık savaş veya devrim gibi toplumsal çalkantıların sonucunda özel çıkar gruplarının ortadan kaldırıldığı, özgür ve kararlı bir yasal düzenin kurulduğu toplumlarda iktisadi büyüme hızlanma eğilimindedir. Kısacası, tekelci güce sahip çıkar gruplarının varlığı ülkelerin iktisadi büyümesini engelleyici etkiler yaratırken, bu tür grupların dışsal veya içsel nedenler sonucunda ortadan kaldırılmasıyla iktisadi büyüme ivme kazanmaktadır (Mihçı, 2005: 72-73).

Ekonomik büyüme ile kurumsal yapı arasındaki ilişkiye dikkat çeken çalışmaların, finansal gelişme ile kurumsal değişimi yeterince ilişkilendirmedikleri görülmektedir (Demetriades, 2008: 11). Bu konuyla ilgili çalışmaların kurumsal yapı, kurumsal değişim, ekonomik ve siyasal özgürlükler ve mülkiyet haklarının iktisadi büyüme ve kalkınma sürecindeki rolleri ve etkileri üzerine yoğunlaştığı görülmektedir (Mihçı, 2005).

Yukarıdaki tartışmalar, bazı kurumsal yapıların finansal sistemin gelişimini engelleme yönünde bilinçli bir politika tercihleri olabilir. Kurumsal, endüstriyel ve/veya askeri elit, yabancıların finansal sermayeye erişimlerinin sınırlandırılmasıyla yeni firmaların girişini kısıtlayacak bir sistemde avantajlar elde edebilirler. Finansal sistemin devlet veya belli elit çevrelerce kontrol altında tutulması ve kendi çıkar ile tercihleri doğrultusunda kullanması sağlıksız bir finansal yapının oluşumuna katkı sağlar. Böyle bir sistem içerisinde başarılı bir finansal gelişme için gerekli olan kurumsal önkoşulların (düzenleyici ve denetleyici kurumlar) yaratılması konusunda isteksizlik olacaktır.

Acemoğlu vd., (2004)'un ekonomik kurumlar hipotezi, başlangıç koşullarına ilişkin analizlerin zayıflıklarını vurgulayarak dinamik bir politik ekonomi çerçevesi sunmaktadırlar. Buna göre, ekonomik kurumlardaki farklılıklar ekonomik gelişmedeki farklılıkların temel nedenlerini oluşturmaktadır. Ekonomik birimlerin kısıtlarını ve tercihlerini belirleyen ekonomik kurumlar, sonuçları için seçilen sosyal kararlardır. Politik kurumlar ve gelir dağılımı, ekonomik kurumları şekillendiren dinamik güçlerdir. Genellikle politik kurumlar, gücü geniş menfaat gruplarına tahsis ettiğinde, gücü elinde bulunduranlar üzerinde etkin kısıtlar yarattığı ve güç sahiplerinin menfaatlanacakları rant azaldığı zaman büyümeyi yükseltecek ekonomik kurumların ortaya çıkacağı ileri sürülmektedir (Demetriades, 2008: 12).

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki etkileri kurumsal yapıyı da içine alarak inceleyen çalışmalarda, kurumsal yapıların kalitesinin ve yasal altyapının bu süreçte oldukça önemli bir rol oynadığı görülmektedir (Arestis ve Demetriades, 1999; Rioja ve Valev, 2004; Demetriades ve Law, 2006; Ito, 2006; Chinn ve Ito, 2006; Baltagi, Demetriades ve Law, 2007).

5.1.4. Dış Ticaretin Liberalizasyonu

Rajan ve Zingales (2003), dış ticaretin finansal gelişme üzerindeki etkisini “baskı grubu yaklaşımı” çerçevesinde ele almaktadır. Yazarlara göre, dış ticaretin serbestleştirilmesi, rekabetçi bir ortam yaratacak ve bundan önceki ekonomik atmosferde, finansal piyasaları kendi çıkarları için kullanan mevcut firmalar için bir tehdit oluşturacaktır. Dışa kapalı ekonomik bir yapı içerisinde faaliyette bulunan firmalar mevcut finansal kaynakları istedikleri gibi kullandıklarından finansal gelişmeyle fazla ilgilenmemektedirler. Ekonominin dışa açılmasıyla birlikte oluşacak rekabetçi yapı mevcut firmaların politik gücünü azaltacaktır (Demetriades, 2008: 13). Dolayısıyla yazarlara göre, dış ticaretin liberalize edilmesinin finansal gelişme üzerine olumlu etkisi bulunmaktadır.

Braun ve Raddatz (2005)’a göre, dış ticaretin serbestleşmesi finansal gelişmeyi bloke eden menfaat gruplarının gücünü azaltacağından finansal sistemin iyileşmesine katkıda bulunacaktır. Diğer taraftan, dışa açıklık bu grupların konumunu güçlendirirse dış finans sıkıntıyla düşebilecektir. Bu iki çalışma ticaretin, dış finansmanın arzını nasıl etkilediğini açıklamaya çalışmaktadır.

Dış ticaret, finansal gelişmeyi bir çok başka kanalla da etkileyebilmektedir. Newbery ve Stiglitz (1984), dış ticaretin fiyat esnekliklerini etkileyerek belirsizlikleri ve gelir dalgalanmasını arttırıcı potansiyeli olduğunu ileri sürmektedir. Öte yandan artan sigorta talebi nedeniyle dış ticaret, finansal gelişmeye katkı sağlayabilir. Yazarlar, daha çok tüketimdeki risklerin sigorta edilmesiyle finansal gelişmenin olabileceği argümanına yoğunlaşmaktadırlar. Diğer taraftan, Do ve Levchenko (2006), finansal sistemin üretim tarafında oynayabileceği rolü gündeme getirmektedir. Bu yazarlara göre, finansal farklılıklar karşılaştırmalı avantajların (comparative advantage) kaynağını oluşturmakta ve dolayısıyla ticaret yapılarını şekillendirmektedir. Yani, finansal gelişmenin karşılaştırmalı avantajlardan etkilendiği şeklindeki bir bağlantı ön plana çıkmaktadır. Çalışma, bir ülkenin finansal gelişmesi ekonominin üretken yapısının bir

sonucu olarak ifade edilen bir modele dayanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal olarak yoğun sektörlere sahip ülkelerde finansal sistemler daha gelişmiştir. Ticaretin serbestleşmesinden sonra finansal olarak yoğun mallarda uzmanlaşan bir ülkede dış finans için talep ve dolayısıyla finansal gelişme daha yüksek olacaktır. Buna karşın, dış finansmana dayanmayan malları genel olarak ihraç eden ülkelerde ise finansal gelişme düşük seviyededir.

5.1.5. Sermaye Hesabının Liberalizasyonu

Bir çok çalışma, sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun finansal gelişme yoluyla ekonomik büyümeyi etkileyeceğini ileri sürmektedir (Chinn ve Ito, 2002, 2006; Huang, 2006; Law ve Demetriades, 2006; Klein ve Olivei, 2008). Teori, sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun değişik kanallardan finansal sistemin gelişmesine yol açabileceğini ifade etmektedir (Chinn ve Ito, 2006: 164): Birinci olarak, finansal liberalizasyon korunan finansal piyasalarda finansal baskıyı azaltarak reel faizlerin rekabetçi piyasa seviyesine yükselmesine izin verebilir (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). İkinci olarak, sermaye kontrollerinin kaldırılması yurt içi ve yurt dışı yatırımcıların daha fazla portföy çeşitlendirmesine olanak tanımakta ve yükselen bir piyasanın dünyaya entegrasyonu ile sermayenin maliyeti azalmaktadır (Bekaert ve Harvey, 2000; Henry, 2000). Bu iki nokta finansal liberalizasyonun sermayenin maliyetini azaltacağı ve borçlular için fonların varlığını arttıracacağı şeklinde özetlenebilir. Üçüncü olarak, liberalizasyon süreci genellikle etkin olmayan finansal kuruluşların piyasadan çekilmesine ve finansal altyapının reformu için daha fazla baskı yaratarak finansal sistemin seviyesinin etkinliğini yükseltmektedir (Ito, 2006: 304; Huang, 2006: 2). Finansal altyapıdaki böyle bir iyileşme bilgi asimetrisini (ters seçim ve ahlaki tehlikeyi azaltarak ve kredi varlığını arttırdığından) hafifletir (Chinn ve Ito, 2006: 164). Dördüncü olarak, uluslararası rekabete açılma, uluslararası standartların yabancı firmalar aracılığı ile tanıtımı yoluyla yurt içi finansal sistemdeki etkinliği iyileştirebilir (Klein ve Olivei, 2008: 862). Beşinci olarak, yabancı bankaların şubeleri ve bağlı kuruluşları ulusal bankacılık sisteminin büyüklüğünü genişletebilir ve piyasanın daha önce ihmal edilen sınırlarına hizmet edebilir, finansal yenilikler getirerek finansal hizmetlerin alanını doğrudan genişletebilir. Etkinlikteki ve finansal sektör alanındaki bu kazançlar, mevcut tasarruf hacmini daha yüksek yurt içi tasarruflar sağlayarak ve sermaye girişini arttırarak yükseltebilir. Dolayısıyla artan tasarruflar, aracılardan ölçek

ekonomilerinden yararlanarak etkinliği daha fazla arttırmalarına olanak sağlar (Klein ve Olivei, 2008: 862).

Bununla birlikte finansal liberalizasyon ile finansal gelişme arasındaki bağlantı muğlaktır. Daha açık sınır ötesi finansal işlemlerden yararlanmak için finansal sistemler makul yasal ve kurumsal altyapıyla desteklenmelidir (Chinn ve Ito, 2006: 164). Özellikle yasal sistemin mülkiyet haklarını açıkça tanımlamadığı ve sözleşmelerin uygulamasını garanti altına almadığı ekonomilerde borç verme aktiviteleri için teşvikler sınırlanabilir. Kredi verenler için yasal korunma, kredibilite seviyesi ve muhasebe kurullarındaki şeffaflık da ekonomik birimlerin finansal kararlarını etkilemesi muhtemeldir (Beck ve Levine, 2004). Sonuç olarak, belirsizliklere rağmen, finansal liberalizasyon ancak bir ekonomik sistemin makul yasal ve kurumsal altyapıyla donatıldığı durumlarda finansal gelişmeye yol açabileceği ifade edilebilir.

5.1.6. Etkin Gözetim ve Denetim Mekanizması

Piyasa ekonomilerinde finansal sistem kaynakların tahsisinde oldukça önemli bir rol oynarken, kriz ve istikrarsızlıklara da aşırı derecede duyarlıdır. Finansal krizler, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik çıktı ve toplumsal refah açısından oldukça maliyetli olabilirler. Bu yüzden son zamanlarda finansal sektör politikalarına ilişkin reform çalışmalarında etkin düzenleme ve denetleme mekanizmalarının oluşturulması veya güçlendirilmesi gerekliliği ifade edilmektedir (Llewellyn, 2005).

Hükümetlerin düzenlemeleri genellikle piyasa başarısızlıklarının hafifletilmesiyle ilişkilendirilmektedir. 1960'lerden 1980'lere kadar piyasa başarısızlıkları, gelişmekte olan ülkelerde üretken faaliyetlerde devletin doğrudan müdahalesini meşrulaştırmak için kullanılmıştır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde liberalizasyon programlarının açık başarısı ve gelişmekte olan ülkelerde kamu öncülüğündeki planlamanın başarısızlığı üzerine artan kanıtlardan sonra, devletin rolü yeniden tanımlanmaya başlanmış ve 1980'lerde küçültülmeye yönelinmiştir (Brownbridge vd., 2005: 154). Bu çerçevede piyasaların liberalizasyonu ile kaynakların dağılımı ve akışkanlığı için etkin bir mekanizmanın işlemesine olanak sağlanmışır. Bu politika değişikliği genellikle yapısal uyum programlarının bir parçası olarak gerçekleştirilmiş ve piyasa ekonomisi üzerinde düzenlemelerin yükünü hafifletmeyi amaçlamıştır. Fakat 1990'ların başından itibaren piyasaların etkin bir şekilde işleyişi için kamunun düzenleme çerçevesini oluşturmada anahtar bir role sahip olduğu kabul edilmeye başlanmışır.

Piyasa başarısızlıkları çok sayıda farklı piyasa tipleri için kullanılmaktadır. Finansal sektör özellikle de bankalar, bir ekonomideki diğer bütün sektörlerden daha ağır düzenlemelere tabidir. Bunun bir çok nedeni bulunmaktadır (Brownbridge vd., 2005: 156): Birincisi, bankalar başarısızlığa aşırı derecede duyarlıdır. Bankalar herhangi bir endüstrideki firmalar gibi yanlış yönetimden veya makro ekonomik şoklar nedeniyle zor duruma düşebilirler. Ayrıca yükümlülüklerinin doğası (varlıklarının şeffaf ve likit olmaması, çoğunun kısa dönemli ve sabit değerli olması) gereği, eğer mevduat sahipleri doğru ya da yanlış kendi bankalarının finansal istikrarsızlıkların yaşandığı dönemlerde yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğine inanarak bankalardan mevduatlarını çekmeye koşarlarsa bankalar likidite yetersizliğiyle karşılaşılır (Diamond ve Dybvig, 1983; Gorton, 1988). Böyle bir durumdaki bankalar kolaylıkla iflasa sürüklenebilirler. Mevduat sigortası banka hücumları (bank run) riskini azaltabilir ancak bu ahlaki tehlike yaratma maliyetiyle gerçekleştirilir.

İkincisi, banka başarısızlıkları ciddi negatif dışsallıklara neden olur. Birinci olarak bankaların yükümlülükleri ödeme amaçlı kullanılabilir. Bankalar kendileri de ödeme sistemi içerisinde merkezi rol oynarlar. Dolayısıyla banka başarısızlıkları modern bir ekonominin işleyişi için hayati olan ödeme sistemini kesintiye uğratabilir. İkinci olarak, bankalar kredi piyasasında müşterileri hakkında özel bilgilere sahip oldukları için görece üstünlüğe sahiptirler. Bu özel bilgi, banka başarısızlığı ile kaybedilmesi sonucu bazı müşterilerin kredilere erişimi güçleşebilir. Sistemik banka başarısızlıkları ciddi makroekonomik olumsuzluklarla birlikte kredi daralmasına yol açabilir. Üçüncü olarak, banka başarısızlıkları insanların tasarruflarının kaybolmasıyla sonuçlanması durumunda önemli sosyal maliyetlere neden olur (Brownbridge vd., 2005: 156).

Üçüncüsü, banka sahipleriyle onların müşterileri arasındaki eksik bilgiden kaynaklanan önemli asil-vekil (principal-agent) problemleri²⁴ bulunmaktadır. Banka hissedarları için sınırlı yükümlülükle birlikte mevduat sözleşmelerinin sabit değerli doğası ve asimetric bilginin (bir banka kendisinin finansal durumu ve geleceği hakkında

²⁴ Asil-vekil sorunu (principal-agent problem) gözetim mekanizmalarının etkin bir şekilde devreye girmemesinin sebeplerini (kurumun sorumlu tutulmaktan kaçınması, kurumda çalışanların kariyerleri için etkili olabilecek kişi ve kurumların baskıları, kanun koyucunun finans lobilerince, gözetim organlarının etkin çalışmasını sağlayacak mevzuatı çıkarmaktan kaçınmaları gibi) açıklayan bir hipotezdir. Hipotez, asiller yani seçmenler ve vergi mükellefleri ile bunların vekilleri konumundaki politikacı-bürokrat kesim arasındaki çıkar çatışmasından hareket etmektedir. Asillerin çıkarı, sıkı bir gözetim ve denetim ile finansal kurumların aşırı risk taşıyan girişimlerini frenlemeleri, onlara yaptırımlar getirmeleri, gerekmektedir. Yoksa riskli girişimlerin olumsuzlukları vergi mükelleflerinin paraları ile aşılabacaktır. Diğer yandan politikacıların ve bürokratların yaptırımlardan kaçındıkları, zora düşen firmaların durumunu saklamaya yöneldikleri şeklindedir (Paya, 1998: 47-48).

mevduat sahiplerine göre daha fazla bilgiye sahip olması) bileşiminden dolayı banka sahipleriyle mevduat sahipleri arasında vekillik problemlerine neden olur. Bu bankaların mevduat sahiplerinin fonlarıyla aşırı risk almaları için ters teşvikler sağlayabilir: Riskler mevduat sahipleri için düzenli bir şekilde telafi edilmez ve ayrıca mevduat sahipleri tarafından optimal bir şekilde gözetlenemez ve kontrol edilemez (Ncube ve Senbet, 1997).

Sonuncusu ise, finansal piyasaların optimal düzenlenmesinin mümkün olmamasıdır. Bankacılık düzenleme kurumları, mevduat sahiplerinin menfaatlerini korumaktadırlar. Çok sayıdaki banka mevduat sahipleri, beleşçilik (free-rider)²⁵ probleminin varlığı ve bunu yapacak uzmanlıkları bulunmadığından dolayı, bankaları optimal bir şekilde takip edecek dürtülere sahip değillerdir. Hemen bütün ülkelerde banka düzenlemesi bir kamu düzenleyici otoritesi tarafından gerçekleştirilmektedir.

Yapılan ampirik çalışmalar düzenleyici rejimlerin kalitesinin piyasaların işlevlerinde ve ekonomik performans üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda Barth vd., (2001), kaliteli düzenleme ve denetlemenin bankacılık krizinin olabirliğini azalttığını göstermektedir. Quintyn ve Taylor (2002) de, denetleyicilerin bağımsızlığına yoğunlaşarak bunun finansal istikrar için gerekli olduğunu ifade etmektedirler. Ayrıca Cuadro vd., (2003), gelişmiş ve gelişmekte olan 79 ülke için bankacılık düzenleme ve denetleme uygulamalarının özellikle gelişmiş ülkelerde finansal gelişmeyi belirleyen faktörlerinden biri olduğunu göstermiştir.

5.1.7. Mevduat Sigortası

Mevduat sigortası, mevduatın riskinin belli oranda garanti edilmesinden doğan mali külfetin, bankacılık sistemi tarafından karşılanması esasına dayanmaktadır. Diğer bir ifadeyle mevduat sigortası, tasarruf sahipleri tarafından bankalara yatırılan mevduatın geri ödenmesini güvence altına almak amacıyla oluşturulan bir sigorta sistemidir. Bu sistem, tasarruf sahiplerine mevduatının her halükarda geri ödeneceği hususunda bir güvence sağlayarak özellikle finansal panikler sonucu bankacılık sisteminin çökmesini engellemeyi amaçlamaktadır. Mevduat sahiplerinin birikimlerini aynı anda çekmek istemeleri bankacılık sistemindeki en önemli sorunlardan birisini oluşturmaktadır. Diğer taraftan yayılma etkisiyle bankalardan birinde ortaya çıkan bir sorun diğer bankaları da etkileyebilecek ve tüm sistem için genel bir problem oluşturabilecektir. Bundan dolayı

²⁵ Beleşçilik (free rider), kamusal bir maldan fayda edilmesine karşın, kamusal malın finansmanında herhangi bir maliyet yüklenmekten kaçınmadır. Örneğin, sendikaya üye olmayan ve dolayısıyla aidat ödemeyen bir kişinin sendikanın gerçekleştirdiği toplu pazarlığın sonuçlarından yararlanması.

birçok ekonomi banka mevduatlarına güvence sağlamakta ve mevduatın korunmasına yönelik güvenlik çemberi oluşturmaktadır (Girgin vd., 2008: 11).

Bir ekonominin mevduat sigortası sistemine yönelmesinin bir çok nedeni olabilir (Garcia, 2000: 8): Birincisi, mevduat sigortası hesap sahiplerinin sigortalı mevduatlarının geri ödenmesini sağlayacak bir müşteri koruması sağlaması; ikincisi, kamu düzeni ve finansal istikrarın korunması amacıyla banka iflaslarının çözümlenmesi ve yayılmasının önlenmesi; üçüncüsü, tasarrufların artırılarak ekonomik kalkınmanın teşvik edilmesi; dördüncüsü, küçük ve yeni kurulan bankalara, daha büyük bankalar ve kamu bankaları ile rekabet etme imkanı vermesi; beşincisi ise, hükümetin banka iflasları karşısında üstleneceği maliyetlerin sınırlarının belirlenmesi ve öteki bankaların çözümlenme sürecindeki bankalara katkıda bulunmasının sağlanması olarak sıralanabilir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan bir çok ekonomide hükümetler, bankaların sistematik başarısızlıkları riskini azaltma ümidiyle resmi mevduat sigortacılığı uygulayarak finansal sistemi ve ödemeleri istikrarlı halde tutmak istemektedirler. Geçmişte bazı durumlarda banka hücumları ödemeler sistemini yıkmış ve ekonomi depresyonla karşı karşıya kalmıştır. Güvenilir mevduat sigortacılığının banka hücumlarını engellemesi öngörülmektedir. Ayrıca mevduat sigortacılığı mevduat sahiplerinin sistemin istikrarına olan inancını destekleyerek daha derinleşmiş bir finansal sisteme yol açabilir (Cull vd., 2001: 2).

Bununla birlikte eğer sistem iyi yapılandırılmazsa mevduat sigortacılığı sosyal olarak ters etkili olabilir. Eğer mevduat kabul eden bir kurum iflas ederse, mevduat sigortacılığı uygulamalarının çoğunda hükümet, mevduat sahiplerinin kayıplarının neredeyse tamamını karşılamaktadır. Bu, piyasa disiplini (banka hissedarlarının ve mevduat sahipleri tarafından banka aktivitelerinin izlenmesi anlamında) zayıflatmakta ve ahlaki tehlike problemi yaratmaktadır. Çünkü böyle bir durumda mevduat kabul eden bankalar için, aşırı derecede yüksek risk faaliyetleriyle uğraşmak için bir dürtü bulunmaktadır. Özellikle sıkı olmayan düzenleyici çevrelerin bulunduğu durumlarda bu dürtüler muhtemelen sistemin bütününe etkileyen daha büyük istikrarsızlığa yol açacaktır (Cull vd., 2001: 3).

Cull vd., (2001), 57 ülke için mevduat sigortacılığının finansal gelişme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Yazarlar, zayıf düzenleyici çevreye sahip ülkelerde mevduat sigortasının finansal istikrarsızlığa yol açtığını ve güçlü düzenleyici yapıların olduğu

ekonomilerde ise mevduat sigortası uygulamalarının finansal gelişme üzerinde arzulan etkilere sahip olduğunu göstermişlerdir.

5.1.8. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar merkez bankaları tarafından uygulanan, ticari bankaların merkez bankası bünyesinde bulundurmaları zorunda oldukları mevduat karşılığını belirleyen ve ekonominin kredi hacminin ayarlanmasını sağlayan bir para politikası aracıdır. Diğer bir ifadeyle zorunlu karşılıklar, bankacılık sektöründe açılan her mevduat için bankaların ayırmaları zorunda olduğu karşılıktır.

Zorunlu karşılıklar, geleneksel olarak iki nedenden dolayı önemli kabul edilirler: Mevduat sahiplerini banka hücumlarından ve krizlerinden koruyan bir enstrüman ve para politikasının önemli bir aracı olması. Zorunlu karşılıklar, para politikası aracı olarak oldukça kullanışlıdır. Çünkü, rezervler için daha fazla talep yaratmakta ve merkez bankasının para piyasası faiz oranlarını istikrara kavuşturmak için müdahale ihtiyacını azaltmaktadır. Ayrıca zorunlu karşılıklar para piyasası çarpanını daha istikrarlı ve öngörülebilir yapmakta ve böylelikle para ve kredi genişlemesinin kontrol edilmesine yardımcı olmaktadır. Son olarak, zorunlu karşılıklar merkez bankası için bir gelir kaynağı (senyoraj)²⁶ işlevi görmektedirler.

Bununla birlikte 1990'larda sanayileşmiş ülkelerde zorunlu karşılıkların kullanımının yaygın bir şekilde azaldığı görülmektedir. Avrupa'da Belçika, Danimarka, İsveç, Kanada ve Yeni Zelanda gibi ülkeler zorunlu karşılıkları tamamen kaldırmışlardır. İngiltere ve Hollanda'da uygulamaya devam edilse de oldukça düşük seviyelerde tutulmaktadır. Geleneksel olarak zorunlu karşılıkların uygulandığı diğer ülkelerde (ABD, İtalya, Almanya, Fransa ve İspanya), bu konuyla ilgili yasal düzenlemelerin seviyesi oldukça azaltılmıştır (Di Giorgio, 1999: 1032).

Zorunlu karşılıkların para politikası aracı olarak azalan rolünün iki nedeni bulunmaktadır: Birincisi, 1990'lı yıllarda merkez bankalarının bir çoğu banka rezervlerinden çok, kısa dönem faiz oranlarını kontrol edecek uygulamalara yönelmiştir. Karşılıklar, doğal olarak bir rezerv stratejisinin parçası olup, faiz oranları stratejisinin önemli bir parçası değildir (Borio, 1997). İkincisi ise, bir çok ülkede parasal otoriteler, kamu açıklarının daimi finansmanı için yüksek güçlü para yaratılmasına izin

²⁶ Paranın üretim maliyetleri ile itibari değeri arasındaki farka senyoraj (seignorage) denir. Senyoraj, devletin para basarak yarattığı satılma gücü olarak da tanımlanmaktadır (Paya, 1998: 45).

vermemeye başlamıştır. Parasal tabanı emecek uygun kanalların sağlanması ihtiyacı, merkez bankası para arzının üzerinde tam kontrolü yeniden elde ettiği zaman azalmaktadır.

Zorunlu karşılıklar bankalar üzerinde bir vergi gibi işlem gördüğünden, bankaları diğer finansal araçlara göre haksız rekabet durumuyla karşılaşmasına neden olabilir. Bir çok ülkede bu durum banka dışı finansal araçların zaman içerisinde gelişmesi ve kredi piyasasında belli bir yer edinmesi yetkililerin dikkatini çekmiştir. Son olarak finansal yeniliğin kendisi de yeni enstrümanlar yaratarak karşılıkların etkinliğini azaltmıştır (Di Giorgio, 1999: 1033).

Finansal liberalizasyon taraftarları, zorunlu karşılıkları finansal aracılık üzerinde mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki farkı genişlettiğinden ve finansal sistemin büyüklüğünü küçülttüğünden bir vergi olarak kabul etmektedirler (Fry, 1988). Nitekim, zorunlu karşılıkların kaldırılması finansal aracılığın büyüklüğünü arttırarak ve verginin olumsuz etkilerini azaltarak muhtemelen daha derin bir finansal sisteme ulaşılmasına katkı yapacaktır. Bu argüman zımni bir şekilde zorunlu karşılıklardan elde edilen hükümet gelirlerinin verimsiz bir şekilde ve muhtemelen kamu tüketimini finanse etmek için kullanıldığı varsayımına dayanmaktadır. Eğer bu kaynaklar, verimli kamu yatırımlarını finanse etmek için kullanılırsa bu sonuç gerçekleşmeyebilir. Eğer durum böyle ise, zorunlu karşılıklar ekonomik büyümeyi ve dolayısıyla muhtemelen finansal gelişmeye katkıda bulunacaktır.

Ayrıca zorunlu karşılık politikaları, eğer düzenli bir şekilde uygulanırsa, mevduat sahiplerinin bankalardan günlük para çekme ihtiyaçlarını karşılamak için yeterli likiditeyi buldurmasını sağlayarak finansal sistemin gelişmesi üzerine doğrudan bir etkiye sahiptir (Arestis vd. 2002: 6). Minimum karşılıklar, gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla görülen para piyasalarının yeterince derin ve gelişmemiş olduğu durumlarda özellikle çok kullanışlıdır. “Derin” finansal piyasaların olduğu ekonomilerde de bir bankanın finansal durumu hakkında eksik bilgi olması nedeniyle zorunlu karşılıklar önemli rol oynayabilir. Uygulamada bir banka kısa dönem ödemeleri ve kısa dönem geliri arasında bir dengesizlikle karşılaşarak ödeme güçlüğü yaşayabilir. Bankanın likidite ihtiyacını kapatmak için bankalararası piyasadan borçlanması olanaklıdır. Ancak, böyle bir durumda sürekli likidite azlığının bankalararası piyasadan karşılanması bankanın ödeme güçlüğü olduğu konusunda çevreye kötü sinyaller verebilir. Sonuç olarak, bankalar likidite sıkıntısı çeken böyle bir bankanın ihtiyaç

duyduğu fonları sağlamayı kabul etmeyebilirler. Bu da zor duruma düşen bankayı uzun dönem varlıklarını düşük fiyattan satmaya zorlayabilir. Bu da varlıklarının değerini düşürür (Arestis vd. 2002: 6). Dolayısıyla zorunlu karşılık uygulamaları bankaların likidite sıkıntısına düşme olasılıklarını azalttığından finansal sektör üzerinde olumlu etkiler yaratması beklenebilir. Ancak burada zorunlu karşılıklarla ilgili optimal oranın ne olması gerektiği önem arz etmektedir. Çünkü, zorunlu karşılıklar bir yandan finansal sistemin istikrarı ve gelişimi için gerekli iken, bu oranların yüksek olması bankalar üzerinde bir vergi gibi işlem görmesi nedeniyle olumsuzluklara da yol açabilecektir.

Ang (2007), zorunlu karşılık oranlarının finansal gelişme üzerindeki etkisini Malezya için 1959-2005 döneminde incelemiş ve yüksek zorunlu karşılıkların Malezya finansal sisteminin gelişimi için zararlı etkilere neden olduğunu göstermiştir. Yazar, bu sonucun McKinnon ve Shaw hipotezini desteklediğini ve yüksek zorunlu karşılık uygulamalarının finansal gelişmeyi engelleyici bir işlev gördüğünü ifade etmektedir.

5.1.9. Makroekonomik Politikalar

Makroekonomik politikalarla finansal gelişmenin bir çok değişik yolla birbirlerini etkilemeleri muhtemeldir. Makroekonomik politikalar, bir taraftan finansal piyasaların gelişim süreci üzerinde güçlü etkilere sahiptir. Örneğin son zamanlarda finansal sektörün artan büyümesinin, orta dönemli istikrar ve piyasa güçlerinin etkilerini genişletmeye daha fazla vurgu yapan makroekonomik politikaların yaygınlaşmasıyla birlikte görülmesi tesadüf değildir. Diğer taraftan, finansal gelişme ve büyümeden, makroekonomik politikaların çalışma aralığını genişleten bir etki yapması beklenebilir. Özetle, finansal sektörün oynadığı makroekonomik rol nedeniyle, yurtiçi finansal sistemin fonksiyonlarında ve şeklindeki değişiklikler, makroekonomik anlamda ekonominin işleyiş yolu üzerinde önemli etkilere sahiptir. Diğer bir ifadeyle finansal gelişmeyle birlikte yurt içi finansal sektörün yapısı değişirken, yurt içi ekonomi için uygun makroekonomik model de değişecektir. Bu, makroekonomik politikaların ve ekonomi üzerinde dışsal makroekonomik şokların etkilerinin finansal yapı evrimleştikçe zaman içerisinde değişeceği anlamına gelmektedir. Bu önemli bir noktadır. Çünkü, finansal sistemin evrimiyle şokların ve politikaların etkilerinin nasıl olacağının belirlenmesindeki başarısızlıklar, finansal gelişme ve yenilik sürecinin kendisini bir makro ekonomik istikrarsızlık kaynağı yapabilir (Montiel, 2003: ii14).

Finansal gelişmeyi etkilediği kabul edilen en yaygın makroekonomik faktörler; belirsizlikler, gelir, enflasyon, bütçe açığı, özelleştirme ve döviz kuru çerçevesinde ele

alınabilir: Belirsizlik, genellikle istikrarsız makroekonomik atmosferle ilişkilendirilmektedir. Makro ekonomik atmosferdeki istikrarsızlık ekonomideki bütün firmalar için bir belirsizlik yaratır. Firmalar geleceğe ilişkin belirsizliklerin arttığı ölçüde yeni yatırımlar yapmaktan kaçınabilirler. Bu da ekonominin arzu edilen şekilde büyümesinin gerçekleşmemesiyle sonuçlanabilir. Hükümetler makroekonomik politikalar aracılığıyla belirsizliği azalttığı ölçüde firmaların önlerini görebilmelerine olanak sağlamış olurlar. Finansal piyasalar açısından belirsizlik, daha ayrı ve önemli bir işlev görmektedir. Çünkü belirsizlik, finansal aracılığın maliyetini yükseltmekte ve bu da finansal gelişme sürecini sekteye uğratmaktadır. Ayrıca belirsizlik gelişmekte olan ülkelerde sıkça görülen genişleme ve daralma (boom and bust) dönemlerinde finansal araçların kredi verdiği müşterilerini izleme ve değerlendirmesini daha da zorlaştıracak ve finansal sistemin sağlığını bozacaktır (Montiel, 2003: ii18-ii19).

Kişi başına gelirin artışıyla birlikte finansal gelişme de artmaktadır (Chinn ve Ito, 2002: 4). Düşük gelir seviyelerinde borç alacakların net değeri düşük ve destekleyici kurumlar formalite düzeyinde olduğundan, aracılık işlevi güven ve sosyal ilişkilere dayanan formel olmayan finansal yapılar tarafından belirlenir. Varlıklı borç alacakların artması ve finansal altyapının birazcık iyileşmesi bankaların ortaya çıkmasını ve bunlardan borçlanmayı olanaklı hale getirecektir. Yüksek kişi başına gelir çok sayıda borçlanacak kişi/kurum ürettiği zaman, finansal sistem artan ihtiyaçları karşılamak için yeni finansal araçlar geliştirme yoluna gidecek ve finansal sistemde bankaların yanı sıra sermaye piyasaları da oluşacaktır. Bu tartışmalar gelirin artmasıyla birlikte finansal sektörün de zaman içerisinde kendisini geliştirdiğini göstermektedir (Montiel, 2003: ii19).

Enflasyon, her şeyden önce bir belirsizlik göstergesidir. Yüksek enflasyon bir taraftan yatırımların gerçekleştirilmesini engellerken diğer taraftan tasarrufların erimesine de neden olur (Moore, 1986). Enflasyon devamlı olarak yükselen genel fiyat düzeyi olması bakımından mahiyeti itibariyle zorunlu bir tasarruftur (Türk, 1998: 86). Çünkü, yükselen genel fiyat seviyesi oranında aynı gelirle tüketiciler daha az mal ve hizmet satın alabileceklerdir. Ayrıca enflasyon, gelir dağılımını da sabit gelirli aleyhine etkilemektedir. Bu özelliği ile enflasyon milli gelirin kişiler arasında dağılımını, girişimci ya da işadamları sınıfı lehine değiştirmektedir. Diğer taraftan enflasyonun aşırı derecede yükseldiği durumlarda, girişimci sınıf, tasarruflarını reel yatırımlardan ziyade spekülatif karakter taşıyan alanlara yönlendirmektedir. Dolayısıyla

yüksek enflasyon tasarrufları azalttığından yatırımlar için gerekli olan fonların azalmasına neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle enflasyonist ortamlarda ekonomik birimler kendilerini koruma kaygısıyla hareket ettiklerinden tasarruflarını verimsiz alanlarda değerlendirmekte ve bankacılık sektöründeki kredi miktarında bir azalma yaşanmaktadır. Ayrıca Huybens ve Smith (1999), yüksek enflasyonlu ekonomilerde durağan durum için gerekli sermaye stoğuna yaklaşamayacağını belirtmektedir. Çünkü bu ekonomilerde yüksek faiz oranları yüksek enflasyon oranlarını takip ettiğinden finansal piyasaların etkin olmasını engellemektedir. Bütün bu tartışmalar enflasyonun finansal piyasalar üzerinde olumsuz etkileri olduğunu göstermektedir.

Enflasyonun finansal piyasalar üzerine etkilerini ampirik olarak inceleyen çalışmalarda, enflasyondaki artışın finansal gelişmeyi negatif etkilediği (Haslag ve Koo, 1999; Boyd vd., 2001; Cuadro vd., 2003; Zoli, 2007) ve enflasyondaki azalmanın ise kredi miktarını arttırdığı ve dolayısıyla finansal gelişmeye katkıda bulunduğu (Dehasa vd., 2007; Bittencourt, 2008) görülmektedir.

Maliye politikasının ise finansal gelişme üzerindeki etkisi tartışmalıdır (Beaugrand vd., 2002; Montiel, 2003; Hauner, 2006). Bütçe açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılmasının, Ricardocu Denklik Teoremine göre, ekonomide uzun dönemde makroekonomik bir etkisi olmamaktadır. Teoreme göre, hükümet harcamalarındaki bir artış veya vergi oranlarındaki bir azalış, özel sektör tasarruflarının artmasıyla aynıdır ve ekonomi üzerinde bir etkisi yoktur. Geleneksel görüşe göre ise, özel sektör yatırımları ve dış ödemeler dengesi olmak üzere ekonomi üzerinde çeşitli etkiler yaratmaktadır. Kamu açıklarının arttığı bir ortamda, veri tasarruf oranı özel sektör yatırımlarının düşmesiyle sonuçlanacaktır (Beaugrand vd. 2002: 7).

Bütçe açığının artması senyora ile değil de bono ile finanse edildiği zaman geniş anlamda finansal sektörün hacmini arttıracaktır. Buna karşın, yurt içi bankacılık sistemi tarafından tutulan bonolardaki bir artış özel kredileri dışlayabilir ve dar anlamda finansal gelişme üzerinde negatif etki yaratabilir. Eğer finansal gelişme finansal açıklıkla birlikte ele alınırsa bu durumda finansal dışlamanın etkisi azaltılabilir (Montiel, 2003: ii21). Hauner (2006) sürekli bütçe açıklarının finansal gelişme üzerinde olumsuz etkiler yarattığını ve Cuadro vd., (2003) ise, bütçe açıklarının finansal gelişme üzerine etkilerini inceleyen çalışmalarda her iki durumu destekleyici bulgulara ulaşımlardır.

Özelleştirmenin finansal gelişme üzerine etkileri ile ilgili teorik literatürün oldukça sınırlı olmasına rağmen bu konuda çeşitli ampirik çalışmaların son zamanlarda yaygınlaştığı görülmektedir. Bu çalışmalarda özelleştirmenin finansal gelişme üzerine etkisi, daha çok yurt içi borsaların gelişime katkısı kanalıyla ele alınmaktadır. Özelleştirmenin borsalar üzerine etkisi iki kanal aracılığı ile mümkündür: Doğrudan etki, özelleştirme metodu seçiminden gelmektedir. Eğer özelleştirme hisse senedi ihracı yoluyla seçilirse, borsada ilave firmaların yer almasına yol açacaktır. Yerli ve yabancı yatırımcıların ihraç edilen hisse senetlerine yönelmesiyle likidite miktarı artacaktır. Doğrudan olmayan etki ise, özelleştirme çabalarının sonucu olarak zaman içerisinde ortaya çıkacaktır. Özelleştirme çabalarının sürdürülmesi, yatırımcılar için riskleri azaltma yönünde hükümetin kararlılığını gösterecek sinyaller taşımaktadır (Perotti, 1995). Bu pozitif sinyal hükümetlerin gelecekteki bono ihaleleri ve politika sürekliliği konusundaki belirsizlikleri azaltacak ve özelleştirme ile ilgili belirsizlik politikasını çözmeye katkı sağlayacaktır. Dolayısıyla özelleştirme doğrudan ve dolaylı etkileri aracılığıyla finansal gelişmeye ve özellikle de borsaların gelişimine önemli katkılar yapacaktır (Ben Naceur vd., 2008). Yapılan ampirik çalışmalarda özelleştirmenin yurt içi finansal piyasaların gelişimine katkıda bulunduğu görülmektedir (Perotti ve Van Oijen, 2001; Bortolotti vd. 2007; Boubakri ve Hamza, 2007, Ben Naceur vd., 2008).

Döviz kuru politikası ile yurt içi finansal sistemin yapısı arasındaki bağlantıdan söz edilebilir. Sabit döviz kurunun spekülasyon ataklara karşı kırılganlığı yurt içi ve yurt dışı finansal piyasalar arasındaki bağlantıların güçlülüğüne dayanmaktadır. Aynı şekilde sabit döviz kurunun sürdürülebilirliği de yurt içi finansal sistemin sağlamlığına bağlıdır. İyi işleyen ve serbestçe dalgalanan döviz kurunun işleyebilmesi de yurt içi finansal sistemin gelişmişlik durumuyla yakından alakalıdır. Çünkü yurt içi finansal kurumlar döviz kuru piyasasında önemli oyuncularlardır. Serbestçe dalgalanan kur altında döviz kuru belirsizliğinin (ve dış ticaret ve sermaye akışı için yansımalarının) gerçek maliyetleri risklerden korunmak için finansal araçların varlığına bağlıdır (Montiel, 2003: ii22). Bu teorik tartışmalar ve ampirik çalışmalar, döviz kuru rejimlerini finansal gelişme üzerine etkileri konusunda bir uzlaşmanın olmadığını göstermektedir (Frankel ve Rose, 1998; Cuadro, Gallego ve Herrero, 2003).

5.2. FİNANSAL GELİŞMENİN BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Bir önceki bölümde finansal gelişmişlik düzeyini belirleyen faktörlerle ilgili teorik çerçevenin çeşitli ülkeler için ampirik çalışmalarda ele alındığı görülmektedir. Yapılan bu ampirik çalışmaların ayrıntılı bir şekilde değerlendirilmesi Türkiye için tahmin edilecek olan modellerin elde edilmesi açısından önem arz etmektedir. Bu bölümde konuyla ilgili ampirik çalışmalar, kullanılan bağımlı ve bağımsız değişken(ler)e göre sınıflandırılmıştır.

Klein ve Olivei (2008), 1976-1995 dönemi için Türkiye dahil 73 ve 1986-1995 dönemi için Türkiye dahil 95 ülkenin verilerini kullanarak sermaye hesabının liberalizasyonunun finansal gelişme üzerine etkilerini panel analiz yardımıyla incelemişlerdir. Finansal gelişmenin bağımlı değişken olduğu modelde, sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ve bir grup kontrol değişkeni (bölge kuklası, petrol üreten ülke kuklası dış ticaret açıklığı ve başlangıçta finansal gelişmişlik seviyesi) bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Likidite yükümlülüklerinin ve özel sektörden finansal araçların alacaklarının GSYİH'ye oranları finansal gelişme göstergesi olarak belirlenmiştir. Tahmin sonuçları sermaye hesabı liberalizasyonunun finansal gelişmeyi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilediğini göstermektedir. Yazarlar, bu etkinin OECD ülkelerinde daha belirgin olduğunun belirlenmesi üzerine, sermaye hesabının liberalizasyonunun kurumsal kaliteye bağlı olarak finansal gelişmeye katkı yaptığı şeklinde yorumlamışlardır.

Bittencourt (2008), Brezilya'da 1985-2002 dönemi verileriyle ülkedeki ekonomik açıdan farklı 10 bölge için enflasyonun finansal gelişme üzerine etkisini panel veri teknikleriyle analiz etmiştir. Tahmin edilen modelde finansal gelişme bağımlı, enflasyon, kamu harcamaları, finansal GSYİH ve finansal gelişmenin gecikmesi bağımsız değişkenler olarak yer almıştır. Finansal gelişme göstergeleri olarak M2/GSYİH, M3/GSYİH, Özel sektöre verilen kredi/GSYİH, şirketlere ve bireylere verilen bireysel krediler/GSYİH kullanılmıştır. Enflasyon finansal gelişmeyi negatif olarak etkilerken kamu harcamaları ve finansal GSYİH finansal gelişmeyi pozitif olarak etkilediği görülmüştür. Yazar, daha derin bir finansal sektör için makroekonomik performansın ve özellikle düşük enflasyonun gerekli olduğunu belirtmektedir.

Ang (2008) ise, 1960-2003 dönemi verilerini kullanarak finansal gelişmeyi belirleyen faktörleri yine Malezya ekonomisi için Pesaran vd. (2001) tarafından

geliştirilen ARDL (autoregressive distributed lag) yaklaşımıyla incelemiştir. Bağımlı değişkenin finansal gelişme olarak ele alındığı çalışmada, reel GSYİH, reel faiz oranları ve finansal liberalizasyon seviyesi çalışmadaki bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir. Finansal liberalizasyon seviyesi, altı tanesi değişik faiz oranlarının kontrolü ve üç tanesi de yönlendirilmiş kredi programları, zorunlu karşılık oranı ve likidite oranı olmak üzere toplam dokuz değişkenin temel bileşenler (principal component) yaklaşımıyla indeks olarak elde edilmiştir. Ampirik sonuçlar finansal gelişmenin reel GSYİH ve reel faiz oranı tarafından olumlu bir şekilde etkilendiğini ve faiz oranları üzerindeki kontrolün serbest bırakılmasının finansal gelişmeyi arttıracaklarını göstermektedir. Diğer taraftan finansal sektör politikalarının hepsinin birlikte (finansal liberalizasyon indeksi) finansal gelişmeyi olumsuz bir şekilde etkilediğini bulmuşlardır. Yazar, Malezya’da uygulanan finansal baskı politikalarının finansal gelişmeyi engellememesini ülkedeki güçlü kurumsal çerçevenin varlığına ve bu yapının baskıcı politikaların etkin bir şekilde uygulanmasına ve finansal gelişme için olumlu bir atmosfer yarattığına bağlamışlardır.

Ben Naceur vd. (2008), 1987-2003 döneminde 31 yükselen piyasa için özelleştirmenin borsanın gelişimi üzerine etkisini panel veri yaklaşımıyla incelemiştir. Bağımlı değişken olan finansal gelişme için borsa kapitalizasyonun GSYİH’ye oranı (piyasa büyüklüğü) ve işlem hacminin GSYİH’ye oranı (piyasa likiditesi) göstergeleri seçilmiştir. Bağımsız değişkenler olarak ise, özelleştirme yoğunluğu (intensity) ve özelleştirme metodunun yanı sıra kontrol değişkenler olarak finansal piyasaların liberalizasyon göstergesi, yatırımcıların haklarının korunması, yasal orijin kuklası, finansal aracılık göstergesi, borsanın bütünlüğü (integrity) göstergeleri, enflasyon oranı ve beşeri sermaye ölçütü seçilmiştir. Elde edilen sonuçlar özelleştirme yoğunluğunun piyasa büyüklüğüne pozitif ve anlamlı bir etkide bulunduğunu ve özelleştirme yönteminin ise piyasa büyüklüğüne bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Yasal orijinin ve beşeri sermayenin borsanın gelişimi üzerine pozitif etkiler yarattığı görülmektedir. Ayrıca, özelleştirme yoğunluğu ve özelleştirme metodu sayısının piyasa likiditesi üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Kontrol değişkenlerinde ise, özel sektöre verilen krediler piyasa likiditesini pozitif olarak etkilerken, enflasyon oranı negatif olarak ve beşeri sermayenin de pozitif fakat anlamsız olarak etkilediği bulgulanmıştır.

Ang (2007), Malezya için 1959-2005 dönemi verilerini kullanarak gelirin, faiz oranlarının, zorunlu karşılık oranlarının, yönlendirilmiş kredi programlarının ve sermaye likidite oranının finansal gelişme üzerine etkilerini Johansen Eşbütünleşme

yöntemi ve vektör hata düzeltme mekanizması yardımıyla incelemiştir. Ampirik sonuçlar, gelirin finansal gelişmeyi pozitif etkilediğini; finansal baskı politikalarının (yüksek zorunlu karşılıklar, yönlendirilmiş kredi programları) finansal gelişmeyi engellediğini göstermektedir. Bununla birlikte faiz oranlarının ve sermaye likidite oranının finansal gelişmeyi olumlu bir şekilde etkilediği bulgulanmıştır.

Baltagi vd. (2007), dört yıllık panel veri seti ve dinamik panel veri tahmin prosedürleriyle finansal gelişmeyi test etmişlerdir. Çalışmalarının temel sonucu, ticari ve finansal açıklığın ekonomik kurumlarla birlikte 1980'lerden günümüze ülkeler arasındaki finansal gelişmişlik farkını açıklamakta önemli olduğudur. Bununla birlikte ticaretin ve sermaye hesabının her ikisinin birlikte dışa açılmasının finansal gelişmeyi arttıracığı konusunda bir konsensüs bulunmadığı ortaya konulmuştur. Çalışmada, görece kapalı düşük gelir gruplarına ait bazı ülkelerin (Bangladeş, Gana, Hindistan ve Pakistan) dış ticaret ve sermaye hesabındaki açıklığın finansal gelişmeyi artırıcı bir rol oynayabileceği vurgulanırken, oldukça açık düşük gelirli bazı ülkelerin (Malavi, Senegal, Togo ve Zambia) ise finansal sistemlerini büyütmek için kurumsal altyapıyı iyileştirmeye odaklanmaları gerektiği belirtilmektedir. Marjinal etki açısından ilave (additional) açıklık bankacılık sisteminin gelişiminden çok sermaye piyasalarının gelişimini arttırmada etkili olurken, finansal açıklık ticari açıklığa göre finansal gelişme konusunda daha geniş bir alan sunmaktadır. Ticari açıklık hiçbir ülkede bankacılık sektörünün gelişimini etkileyecek bir uyarı yapması muhtemel değilken, sermaye hesabı açık olmayan birkaç ülkede (Bangladeş, Hindistan Meksika, Zimbabve ve Pakistan) sermaye piyasalarının gelişimine yardımcı olabilmektedir.

Law ve Demetriades (2006), 1980-2001 dönemi için Türkiye dahil 43 gelişmekte olan ülke için finansal gelişmenin belirleyicilerini dinamik panel data tekniklerini kullanarak incelemiştir. Finansal gelişmenin bağımlı değişken, kişi başına GSYİH, kurumlar, sermaye girişleri ve dış ticaret açıklığı ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Rajan ve Zingales (2003)'in dile getirdiği unsurları da test etmek için sermaye girişleri ve dış ticaret açıklığının çarpımının da bir etkileşim (interaction) değişkeni olarak modele katılmıştır. Finansal gelişmenin açıklanması, biri bankacılık sektörü diğeri sermaye piyasalarının gelişimi olmak üzere iki kategoride ele alınmıştır. Bankacılık sektörü için, bankaların yükümlülüklerinin, özel sektöre verilen kredilerinin ve yurt içi kredilerinin GSYİH'ye oranı kullanılmıştır. Sermaye piyasalarını temsil için, borsa kapitalizasyonunun ve işlem hacminin GSYİH'ye oranı ile borsaya kote edilen

firmaların toplam nüfusa oranı değişkenleri kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar, gelirin, dış ticaret açıklığının ve sermaye hesabının açıklığının finansal gelişmeye katkı yaptığını göstermiştir. Ayrıca dış ticaret açıklığı finansal gelişmeyi ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklı şekilde etkilemektedir. Orta gelir grubu ülkelerde dış ticaret finansal gelişmeye katkı yaparken düşük gelir grubuna mensup ülkelerde bu etki daha küçüktür. Diğer taraftan sermaye girişi özellikle orta gelir grubu ülkelerde sermaye piyasasının gelişimiyle finansal gelişmeyi olumlu etkilemektedir. Kurumsal kalitenin de finansal gelişme üzerinde etkili olduğu diğer bir bulguyu oluşturmaktadır.

Chinn ve Ito (2006), Chinn ve Ito (2002)'nin genel çerçevesini koruyarak 108 ülke için finansal açıklığın finansal gelişmeye katkı yapıp yapmadığını yasal gelişme seviyesini kontrol ederek veri varlığına göre 1970-2000 dönemi için incelemişlerdir. Yazarlar, kurumsal ve yasal gelişme ile sermaye kontrollerini ve yasal gelişmenin çarpımını ekleyerek Chinn ve Ito (2002)'yi genişletmişlerdir. Ampirik sonuçlar finansal açıklığın hisse senedi piyasasının gelişimine yasal sistem ve kurumların genel gelişmişlik seviyesine bağlı olarak (belli bir eşik değerden (treshold) sonra) katkıda bulunduğunu göstermektedir. Ayrıca sermaye hesabı açıklığının tek başına ve yasal gelişmişlik seviyesi ile etkileşim haliyle finansal gelişmeyi (borsa aktivitesi olarak) etkilediği görülmektedir. Bununla birlikte finansa özgü yasal kurumların aynı rolü oynamadıkları, yani yasal gelişmenin genel seviyesinin, finansa özgü yasal/kurumsal gelişmeden daha fazla önem arzettiğini ifade etmektedirler.

Ito (2006), hangi tür kurumsal altyapının finansal liberalizasyonun başarılı olması için gerekli olduğunu ve liberalizasyonun sıralamasının McKinnon (1991)'in²⁷ önerdiği şekilde olup olmadığını test etmiştir. Yazar, 1980-2000 dönemine ait verilerle, teorik ve ampirik çerçevesi Chinn ve Ito (2002, 2006)'da belirlenen modeli Türkiye dahil 108 az gelişmiş ülkeyi özellikle Asya ülkeleri için tahmin etmiştir. Finansal gelişme göstergeleri olarak bankacılık sektörünü temsilen mevduat bankalarından özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı ve sermaye piyasasını temsilen de borsa kapitalizasyon oranı, toplam işlem hacmi ve borsa turnover oranı kullanılmıştır. Önceki çalışmalardan farklı olarak yasal ve kurumsal altyapıya ilişkin iki değişken tanımlamışlardır. Birinci değişken, yolsuzluk seviyesi hukuk ve düzen ile bürokratik sistemin kalitesi değişkenlerinden; ikinci değişken ise, finansal işlemlere yoğunlaşarak kredi sağlayanların korunması, sözleşme bağlayıcılığı, hissedarların korunması ve

²⁷ McKinnon (1991), bu sıralamanın ticaretin serbestleştirilmesiyle başlayıp finansal liberalizasyonla devam etmesi gerektiğini ileri sürmektedir.

muhasabe standartları değişkenlerinden temel bileşenler yaklaşımıyla elde etmişlerdir. Yazar gelişmekte olan ülkeler içerisinde özellikle yükselen Asya ekonomilerinin kurumsal altyapılarının görece olarak iyi olmasından yola çıkarak yasal altyapı seviyesinin finansal gelişme üzerine etkisinin eşik değere bağlı olduğunu ifade etmektedir. Yasal/kurumsal gelişmenin spesifik etkileri incelendiği zaman, bürokratik kalitenin ve hukuk ve düzenin yüksek olduğu ve yolsuzluğun seviyesinin düşük olduğu durumlarda finansal açıklığın sermaye piyasasının gelişimini hızlandırdığı belirtilmiştir. Ayrıca, azgelişmiş ülkeler ve Asya ülkeleri grubu için dış ticaretin serbestleştirilmesi finansal açıklık için bir ön şart olarak bulunmuştur. Bu bulgu ticari açıklığın finansal açıklık ve dolayısıyla finansal gelişme için gerekli olduğunu göstermektedir. Yazar, Asya'daki sermaye piyasalarının gelişiminin yüksek düzeylerde olmasının oldukça yüksek seviyedeki yasal altyapıyla desteklenen finansal açıklık ve ticari açıklık tarafından açıklandığını ifade etmektedir.

Huang (2006), 1976-2003 dönemi için 35 yükselen piyasa ekonomisindeki finansal sistemin gelişiminde finansal açıklığın etkisini dinamik panel analiz yöntemiyle incelemiştir. Finansal gelişme indeks ölçütlerinin bağımlı değişken olduğu modelde, finansal açıklık ve bir grup kontrol değişkeni (dışa açıklık, Uluslararası Ülke Risk Rehberinin (International Country Risk Guide) ülke risk puanı, GSYİH büyüme oranı ve reel kişi başına GSYİH) bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Finansal gelişme göstergeleri, bankacılık bağlamında özel kredilerin GSYİH'ye oranı, mevduat bankalarına karşı merkez bankası varlıkları, toplam bankacılık varlıklarının GSYİH'ye oranı ve likidite yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı; borsa bağlamında ise, borsa kapitalizasyonunun ve borsa toplam işlem hacminin GSYİH'ye oranı ve borsa turnover oranı kullanılmıştır. Bu göstergelerin tamamını kullanarak bir finansal gelişme indeksi, sadece bankacılık göstergelerini kullanarak bankacılık gelişme indeksi ve borsa göstergelerini kullanarak borsa gelişme indeksi elde edilmiştir. Ampirik sonuçlar bankacılık sektörü ve borsa bağlamında finansal gelişmenin seviyesinin finansal açıklık göstergeleri tarafından anlamlı bir şekilde etkilendiğini göstermektedir.

Do ve Levchenko (2006), 1974 den 1999'a kadar 5 yıllık ortalamalarla Türkiye dahil 96 ülke için 28 sektörün ihracat için dış finansmana bağımlılık durumunu finansal gelişme üzerine etkisi yatay kesit ve panel analiz yöntemleriyle incelemiştir. Bağımlı değişken olarak özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranının kullanıldığı modellerde, dışa açıklık, ihracat için dış finans ihtiyacı, gelir ve yasal orijin kuklaları

kullanılmıştır. Elde edilen ampirik bulgular, gelir, açıklık, kurumsal yapı ve yasal sistemlerin finansal gelişmenin önemli belirleyicileri olduğunu göstermiştir. Ancak ülkenin ticaret yapısının finansal gelişme üzerine etkisi konusunda sınırlı bir bulgu elde etmişlerdir.

Girma ve Shortland (2004), girişimcilerin yatırım projeleri için finansal piyasalara erişerek fon sağlamanın kolaylığı bağlamında finansal gelişme üzerine etki eden faktörleri belirlemeye çalışmışlar ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için 1975-2000 dönemine ait verileri panel veri analiz teknikleriyle incelemişlerdir. Finansal gelişme göstergesi olarak, özel sektöre verilen kredilerin, borsa kapitalizasyonunun ve borsadaki işlem gören firmaların değerinin GSYİH'ye oranı bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Modeldeki bağımsız değişkenler ise demokrasi derecesi, yüksek demokrasi kuklası, politik istikrar değişkenleri, dışa açıklık ve yasal orijinden oluşmaktadır. Elde edilen ampirik sonuçlara göre, ülkelerin politik rejimlerinin özellikleri finansal gelişmenin hızını etkileyen anlamlı bir değişken olarak ortaya çıkmaktadır. Temsili politik sistemler finansal gelişmenin bütün yönleri üzerine pozitif etkide bulunmaktadır. Dolayısıyla otoriter rejimler güçlü ve dar bir grubun menfaatlerini temsil ettiğinden finansal gelişmeyi engelleyici ve geciktirici bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.

Rajan ve Zingales (2003), gelişmekte olan ve gelişmiş 24 ülkede dış ticaretin serbestleşmesinin özellikle sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ile birleştirildiğinde finansal gelişme üzerine etkisini 1913-1999 dönemine ait kesikli veriler kullanarak analiz etmektedir. Çalışmalarında yüksek uluslararası sermaye hareketliliği olduğu zaman ve dışa açıklık derecesinin yüksek olduğu ülkelerde finansal gelişmişlik seviyesinin de yüksek olacağı hipotezini ileri sürmektedirler. Yazarlar artan rekabetle birlikte azalan rantlar nedeniyle, mevcut endüstriyel ve finansal menfaat gruplarının finansal gelişmeden genellikle kaybettiklerini ifade etmektedirler. Ayrıca, ticaret ve sermaye akışlarıyla açık hale gelen bir ekonominin mevcut çıkar gruplarının muhalefetini zayıflatacağını ileri sürmekte ve ticaretin ve sermaye hesabının serbestleştirilmesinin finansal gelişme için anahtar bir rol oynadığını belirtmektedirler. Bu yeni ekonomik atmosfer bir yandan mevcut menfaat sahiplerinin yeteneklerini sınırlandırırken diğer yandan fırsatlar da beraberinde getirecektir. Rajan ve Zingales (2003), finansal gelişmeye ilişkin 4 değişken kullanılmıştır: Banka mevduatlarının, borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranları, kişi başına borsadaki yurt içi şirket sayısı ve bono ihracının sabit sermaye birikimine oranı. Bağımsız değişkenler olarak kişi

başına sanayileşme, dışa açıklık, kişi başına sanayileşme ve dışa açıklığın etkileşimi ile kişi başına sanayileşme ve gümrük vergilerinin etkileşimi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre ülkeler arası sermaye akışlarının yüksek olduğu dönemlerde finansal gelişme dış ticaret açıklığı ile pozitif olarak ilişkilidir.

Cuadro vd. (2003), data varlığına göre 134 ülke için finansal gelişmenin belirleyicilerini 2000 yılı verilerini kullanarak yatay kesit analiziyle incelemektedir. Çalışmada özellikle merkez bankasının ve bankacılık düzenleme ve denetlemenin finansal gelişme üzerine etkilerine odaklanılmıştır. Finansal gelişmenin bağımlı değişken olduğu modellerde merkez bankasına, düzenleme ve denetlemeye ilişkin değişkenlerin yanı sıra kurumsal, finansal sistem, makroekonomik ve ekonomik politikalara ilişkin değişkenlerin kontrol değişken olarak yer almaktadır. Finansal gelişme için, dokuz gösterge seçilmiştir. Bu değişkenlerden dört tanesi finansal sistemin büyüklüğüyle, diğer beş tanesi ise etkinliği ile ilgilidir. Finansal sistemin büyüklüğüne ilişkin değişkenler, bankaların ve mevduat kabul eden diğer kuruluşların likidite yükümlülüklerinin; özel sektöre verilen kredilerin; borsa kapitalizasyonu ve henüz ödenmemiş senetlerin (bonds outstanding) GSYİH'ye oranından oluşmaktadır. Etkinlik değişkenleri ise bankaların mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki farkın tersi, net faiz marjının tersi ve bankaların genel giderleri (overhead) maliyetlerinin tersi, borsa turnover ve borsada kote edilen şirket sayısından oluşmaktadır. Finansal büyüklük ve etkinlik göstergelerinden temel bileşenler yardımıyla finansal gelişme indeksi geliştirilmiştir. Elde edilen ampirik sonuçlara göre merkez bankasının ve bankacılık düzenleme ve denetleme unsurlarının finansal gelişme üzerinde etkili olduğunu ve bu etkinin sanayileşmiş ve yükselen ekonomiler arasında farklılık bulunduğu görülmektedir. Sanayileşmiş ülkelerde merkez bankasının temel amaçları ve en son borç verme mercii (lender of last resort) fonksiyonları finansal gelişmeye, anlamlı bir şekilde katkıda bulunmaktadır. Ayrıca finansal düzenleme ve denetlemenin kalitesindeki iyileşme de finansal gelişmeyi bu ülkelerde olumlu bir şekilde etkilemektedir. Yükselen ekonomiler için merkez bankasının ödemeler sistemine müdahalesi, finansal gelişmeyi etkileyecek en önemli değişken olarak ortaya çıkmaktadır. Yükselen ekonomiler için düzenleme ve denetlemenin finansal gelişme üzerine etkisi konusunda bir bulgu elde edilememiştir. Bu durumun özellikle hukukun üstünlüğünün çok kötü olduğu ülkeler için geçerli olduğunu ifade etmektedirler.

Chinn ve Ito (2002), sermaye kontrolleri ve kredi ve hisse senedi piyasalarının finansal gelişimi arasındaki ilişkiyi ampirik olarak veri varlığına göre 1970-1997 dönemi Türkiye dahil 105 ülke için panel analiz yöntemiyle incelemişlerdir. Bağımlı değişkenin finansal gelişme olduğu modellerde, finansal gelişmenin gecikmeleri, sermaye açıklığı ölçütü ve kişi başına GSYİH, enflasyon oranı ve dış ticaret açıklığı bağımsız değişkenler olarak yer almıştır. Finansal gelişme göstergeleri olarak likidite yükümlülüklerinin ve mevduat bankalarının özel sektöre verdikleri kredilerin GSYİH'ye oranı, borsa kapitalizasyonunun, işlem hacminin toplam değerinin ve bono ihraçlarının GSYİH'ye oranı ile borsa turnover oranı (işlemdaki hisse senetlerinin toplam piyasa kapitalizasyonuna oranı) alınmıştır. Ampirik sonuçlar sermaye kontrollerinin seviyesi ile finansal gelişme (özel kredi yaratımı ve borsa işlem hacmi) arasında güçlü bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Bu bulgu borsa işlem hacmi bağlamında yükselen piyasalarda daha fazla olmak üzere az gelişmiş ülkeler için de geçerlidir. Bu ilişki, yükselen piyasa ekonomilerinde özel kredi yaratılması, borsa işlem hacmi ve borsa turnover oranı için özellikle güçlüdür. Yazarlar, yasal ve kurumsal gelişmişlik seviyeleri yüksek olan ülkelerin finansal liberalizasyondan daha fazla faydalandıklarını doğrulayan eğilimler elde ettiklerini ifade etmektedirler. Bu durum hissedarların korunması derecesinden ve muhasebe standartlarından kaynaklanmaktadır.

Arestis vd. (2002), altı gelişmekte olan ülkeye 1955-1997 dönemi için finansal liberalizasyon politikalarının finansal gelişme üzerine etkilerini Johansen Eşbütünleşme yaklaşımıyla incelemişlerdir. Yazarların her bir ülke için tahmin ettiği modelde, finansal gelişme bağımlı, kişi başına GSYİH, reel faiz oranı sınırlamaları (restraints) ve zorunlu karşılıklar bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Ampirik bulgular, altı ülkenin dördünde reel faiz oranlarının finansal gelişme üzerinde uzun dönemde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Diğer iki ülkede ise, birinde pozitif olmasına rağmen bu etki anlamlı bulunmamıştır. Ayrıca finansal kısıtlar (restrains) bazı durumlarda negatif bazı durumlarda da pozitif etkiye sahiptir. Bu durum finansal liberalizasyon literatürünü tam olarak destekleyecek bulgular sağlamamaktadır.

Cull vd. (2001), 57 ülke için veri varlığına göre 1960-1997 dönemi için mevduat sigortası uygulamalarının finansal istikrarsızlık ve finansal gelişme üzerine etkilerini incelemişlerdir. Bağımlı değişkenin finansal gelişme göstergesindeki büyüme oranı veya bu finansal gelişme göstergesindeki dalgalanma oranı, bağımsız değişkenler olarak da mevduat sigortacılığının kapsayıcılığı, sigorta sisteminin üye bankalardan talep ettiği

giriş koşullarının zayıflığı, hukukun üstünlüğünün (rule of law) kalite indeksi ile enflasyon ve reel büyüme oranı gibi makroekonomik değişkenler kullanılmıştır. Finansal gelişme göstergesi olarak da banka kredileri büyüme oranı ve likidite yükümlülükleri büyüme oranı belirlenmiştir. Ampirik sonuçlar, gevşek düzenleyici atmosferin olduğu yerlerde mevduat sigortasının finansal istikrarsızlığa yol açabileceği ihtimalinin varlığı yönündedir. Bununla birlikte güçlü düzenleyici altyapının olduğu yerlerde ise mevduat sigortası uygulamaları finansal gelişme üzerinde arzulanan etkilere sahip olduğu görülmüştür. Dolayısıyla mevduat sigortası programının güçlü düzenleyici altyapıyla birlikte uygulanması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Levine ve Zervos (1998), Türkiye dahil 16 yükselen piyasa ekonomisinde sermaye kontrollerinin serbestleştirilmesinin borsanın gelişimi üzerine etkilerini 1986-1993 dönemi için incelemiştir. Finansal gelişmeye ilişkin 6 gösterge ve iki indeks geliştirilmiştir: Borsa kapitalizasyonunun ve toplam işlem değerinin gelire oranları, turnover oranı, borsa volatilitesi, dış dünya ile finansal bütünleşme derecesini gösteren iki ölçüt ve bu değişkenlerin değişik kompozisyonlarından temel bileşenler yaklaşımıyla elde edilen iki indeks. Uluslararası sermaye hareketlerinin ve getirilerinin akışının serbestleştirilmesi borsa kapitalizasyonunun büyümesine, likiditesinin iyileşmesine ve dış dünya ile daha fazla bütünleşmesine katkıda bulunduğu görülmüştür. Analize konu olan ülkeler açısından bakıldığında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, Türkiye’de borsanın gelişimine genel olarak olumlu katkıda bulunduğu görülmektedir.

La Porta vd. (1997), Türkiye dahil 49 ülkenin borsaya kote edilmiş büyük firmalarının 1996 yılı verileri kullanılarak ülkelerin yasal orijinlerinin finansal piyasalar üzerine etkilerini yatay kesit analiziyle incelemiştir. Özellikle firmaların farklı yasal atmosferlerde borçlanarak veya bono ihraç ederek dış finans sağlama yeteneğini belirlemeye çalışmışlardır. Diğer bir ifadeyle yasal altyapının güçlü olduğu ülkelerde finansal araçlar firmalara daha iyi koşullarda fon sağlayacak ve finansal piyasalara erişim imkanının yaygınlaşması girişimcilerin dış kaynak sağlamlarını kolaylaştıracaktır. Bu çerçevede ülkeleri İngiliz, Fransız, Alman ve İskandinav hukuk sistemlerine göre sınıflandırmaktadırlar. Bağımlı değişken olarak firmaların ihraç ettikleri bonolarla elde ettikleri fonların (external market capitalization of equity) GSMH’ye oranı, kişi başına düşen yurt içi firma sayısı, kişi başına başlangıçtaki kamunun halka arz (initial public offering) sayısı ve borcun GSMH’ye oranı kullanılmaktadır. Bağımsız değişkenler olarak ise, GSYİH büyüme oranı, GSMH’nin logaritması, yasal orijin kuklaları ve

hissedarların haklarını korumaya yönelik değişkenler seçilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre Fransız hukuk sistemini kabul eden ülkelerin yatırımcıların haklarını korumayla ilgili düzenlemelerinin zayıf olduğu ve dolayısıyla İngiliz hukuk sistemini benimseyen ülkelere göre daha az gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptir. Yani yasal çerçevelerin finansal piyasaların gelişimi için önemli olduğu belirlenmiştir. 2001 krizinden sonra finansal sektöre ilişkin yasal ve kurumsal altyapısını güçlendiren Türkiye'nin Fransız orijinli yasal sistemini benimsemiş olması vurgulanması gereken bir unsur olarak önemlidir. Ayrıca, vatandaşlar arasında güven seviyesinin düşük olduğu ülkelerde kamu ve özel kuruluşların daha az etkin olduğu yönde bulgular elde etmişlerdir.

5.3. EKONOMETRİK METODOLOJİ

Türkiye'de finansal gelişme ile finansal liberalizasyon arasındaki ilişki, yukarıda tartışılan teorik ve ampirik literatür doğrultusunda analiz edilecektir. Ampirik analizlerden önce, öncelikle zaman serilerinin özellikleri ve birim kök testlerinden Dickey Fuller (AD), Geliştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Peron (PP) birim kök testleri teknik olarak açıklanacaktır. Bundan sonra, eş bütünleşme kavramı, Engle-Granger, Johansen ve ARDL yöntemleri bağlamında tartışılacaktır.

5.3.1. Zaman Serilerinin Özellikleri

Zaman serilerinin uygulamalı ekonometrik çalışmalarda artan kullanımı bu serilerin özelliklerine olan dikkati artırmıştır. Ekonometrik çalışmalarda genel olarak kullanılan En Küçük Kareler (EKK) gibi geleneksel tahmin yöntemleri, değişkenlerin kovaryansının ve ortalamasının sabit ve zamandan bağımsız olduğunu varsaymaktadırlar. Diğer bir ifadeyle, *veriler örtülü olarak durağan* sayılmıştır (Gujarati, 1999: 707). Fakat birim kök testlerinin geniş sayıda makro değişkene uygulanması bu varsayımın her zaman geçerli olmadığını ortaya koymuştur. Zaman içerisinde ortalaması ve varyansı değişen değişkenler, *durağan olmayan* veya *birim kök* içeren değişkenler olarak adlandırılmaktadır. Diğer taraftan birim kök üzerine yapılan çalışmalar, birim kök içeren değişkenlerin EKK yöntemi ile tahmin edilmesi halinde güvenilir olmayan sonuçlara yol açacağını göstermektedirler. Durağan olmayan değişkenlerin tahmin edilmesini, Granger ve Newbold (1974) tarafından "*düzmece regresyon (spurious regression)*" olarak ifade edilmektedir. Bu durum, değişkenlerin gerçek anlamda ilişkili olmamasına rağmen birbirleriyle ilişkili gibi algılanması anlamına gelmektedir.

Uzun yıllar, durağan olmayan serilerin ekonometrik analizlerde kullanılması durumunda farkı alınarak durağan hale getirmek uygulamada sıkça görülen bir yol olarak görülmektedir. Bu durum serilerdeki dalgalanmaları ortadan kaldırdığından veya azalttığından bu dalgalanmalarda saklı olan bilginin yok olmasına (kaybedilmesine) neden olmaktadır. Serilerdeki bilgi kaybını önlemek için eş bütünleşme metodolojisinin kullanılması ise yeni bir uygulamadır.

5.3.1.1. DF ve ADF Birim Kök Testleri

Herhangi bir zaman serisinin bir stokastik veya tesadüfi süreç ile ortaya çıktığı düşünülebilir. Ana kütlede elde edilen örneklemin ana kütlede özelliklerini yansıtmasının beklenildiği gibi, belli bir döneme ilişkin zaman serisi verileri de ana sürecin özelliklerini göstermesi beklenir. Bu tür sürece durağan olasılıklı süreç adı verilir.

Teknik bir ifadeyle “ortalamasıyla varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan olasılıklı bir süreç için durağandır” denir (Gujarati, 1999: 713). Eğer Y_t durağan ise şu özellikleri taşıması gerekir (Gujarati, 1999; Tari, 2002):

$$\begin{aligned} \text{Sabit aritmetik ortalama} & : E(Y_t) = \mu \\ \text{Sabit varyans} & : \text{var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \\ \text{G gecikme mesafesine bağlı kovaryans} & : \gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] \\ & \text{Bütün } t \text{ değerleri için, } k = \text{gecikme mesafesi.} \end{aligned}$$

Bu özellikler, kısaca, eğer bir zaman serisi durağansa; ortalaması, varyansı ve kovaryansı ne zaman ölçülürse ölçülsün değişmeden aynı kalacağını ifade etmektedir.

Eğer bir zaman serisi yukarıdaki özellikleri taşııyorsa durağan olmayan zaman serisi adını alır. Bir zaman serisinin durağan olup olmadığı çeşitli yöntemlerle incelenebilir. Uygulamada en çok birim kök testlerinden yararlanılmaktadır. DF ve ADF birim kök (unit root) testleri, zaman serilerinin özellikleri incelenirken uygulamasındaki kolaylığı nedeniyle en çok tercih edilen yöntemlerdir (Gujarati, 1999, Kutlar, 1998; Tari, 2002). Diğer taraftan son zamanlarda ampirik çalışmalarda DF ve ADF testlerinden başka PP ve KPSS birim kök testlerinin de uygulandığı görülmektedir.

Bir zaman serisinin uzun dönemde sahip olduğu özellik bir önceki dönemde değişkenin aldığı değer bu dönemi ne şekilde etkilediğinin belirlenmesiyle ortaya çıkartılabilir. Bu nedenle serinin nasıl bir süreçte oluştuğunu anlamak için serinin her dönemde aldığı değer daha önceki dönemdeki değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir.

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özelliği belirlemek için değişkenin üç farklı süreçte oluşma olasılığına göre analizler yapılmaktadır. Bu üç süreç şu şekilde gösterilmektedir:

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + u_t \quad (5.1)$$

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha Y_{t-1} + u_t \quad (5.2)$$

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha Y_{t-1} + \gamma T + u_t \quad (5.3)$$

Bu üç süreç, serilerin ortalamasının sıfır (5.1), veya ortalamasının sıfırdan farklı (5.2) veya ortalama sıfırdan farklı ve trendin dahil (5.3) edilip edilmemesine göre farklılık göstermektedir. Burada yapılacak test α 'nın 1'e eşit (bu durumda seri durağan değil) veya birden küçük (seri durağan) olup olmadığının belirlenmesine yöneliktir.

Eğer $\alpha = 1$ ise, örneğin denklem (5.1) tekrarlanan ikame ile şu şekle gelmektedir:

$$\begin{aligned} Y_t &= Y_{t-1} + u_t = (Y_{t-2} + u_{t-1}) + u_t \\ &= (Y_{t-3} + u_{t-2}) + u_{t-1} + u_t \\ &\dots \\ &= u_t + u_{t-1} + u_{t-2} + u_{t-3} + \dots + u_1 \end{aligned} \quad (5.4)$$

Burada eğer hata terimi, u , sabit varyansa sahipse, t arttıkça Y 'nin varyansı sonsuza yaklaşma eğiliminde olmaktadır. Bu durumda EKK tahmin edicisinin standart t - testine ilişkin olarak yaptığı varsayımlar geçerli olmamaktadır. Durağan olmayan serilerin EKK ile tahmin edilmesi sonucu elde edilen istatistikler (t ve F gibi) dağılımın normal olmaması nedeniyle kullanılmaması gerekmektedir. Bu tablolarda bazı düzeltmelerin yapılması gerekli olmaktadır. Durağanlığı test edilebilir hale getirebilmek için bazı transformasyonlar yapılmaktadır. Denklem (5.1), yeniden şu şekilde yazılabilir:

$$Y_t - Y_{t-1} = (\alpha - 1)Y_{t-1} + u_t \quad (5.5)$$

Bu ifade yeniden düzenlenirse:

$$\Delta Y_t = \beta Y_{t-1} + u_t \quad (5.6)$$

Şeklini almaktadır. Burada $\beta = (\alpha - 1)$ olmaktadır. Denklem (5.5)'te durağanlığın testi $\alpha = 1$ eşit olup olmadığı şeklinde iken, denklem (5.6)'da bu test $\beta = 0$ olup olmadığı şeklini almaktadır. Burada;²⁸

$H_0: \beta = 0$; seri durağan değildir (Birim kök içermektedir).

$H_A: \beta \neq 0$; seri durağandır (Birim kök yoktur).

Denklem (5.1)'e uygulanan işlemler, denklem (5.2) içinde uygulanırsa şu ifade elde edilir:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \beta Y_{t-1} + u_t \quad (5.7)$$

Serisinin durağan olup olmadığını belirlemek için yine $\beta = (\alpha - 1) = 0$ boş hipotezinin testiyle yapılmaktadır.

Aynı şekilde işlemler denklem (5.3) için de yapılırsa şu ifade elde edilir:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \beta Y_{t-1} + \gamma T + u_t \quad (5.8)$$

Boş hipotez yine β 'nin sıfıra eşit olduğu şeklindedir. Denklem (5.7) ve (5.8)'deki β 'ların sıfıra eşitliğini test ederken kullanılacak her bir τ (tau) tablo değerinin farklı olduğu da unutulmamalıdır. Yani τ (tau) tablo değerleri serinin sabit terimsiz, sabit terimli, ve sabit terimli ve trendli bir süreçten oluşup oluşmadığına göre farklılık göstermektedir.

DF birim kök testi uygulanırken bir sorunla karşılaşmak oldukça olasıdır. Bu sorun, serilerin birim kök içerip içermediğini veya durağan olup olmadığını belirlemek için tahmin edilen denklem (5.6), denklem (5.7) ve denklem (5.8)'deki hata terimlerinin ardışık bağımlı (içsel bağıntı veya otokorelasyon) olup olmadığıdır. DF, bu sorunu aşmak için önerdikleri yöntemde değişiklik yaparak Geliştirilmiş Dickey-Fuller (ADF = Augmented Dickey-Fuller) yaklaşımını ileri sürmüşlerdir. Bu yeni yaklaşım, tahmin edilen denklemlerdeki (5.6, 5.7 ve 5.8) bağımlı değişkenin gecikmelerinin bağımsız değişkenler olarak modele katılmasını ve ardışık bağımlılığın ortadan kaldırılmasını içermektedir. Burada bağımlı değişkenin gecikmelerinin ne kadarının bağımsız değişken olarak katılacağı bir sorun olarak görülse de uygulamada hata terimlerindeki

²⁸ Daha önce de açıklandığı gibi bu hipotezlerin test edilmesinde standart t-testi kullanılamamaktadır. Bunun yerine Fuller (1976) tarafından geliştirilen τ (tau) -istatistiğinden yararlanılmaktadır. Hesaplanan "t" değeri tau istatistiğinin kritik değeri ile karşılaştırılmalı ve eğer "t" değeri tau istatistiği değerinden büyük ise seri durağan değildir şeklindeki boş hipotez red edilir. Fuller (1976)'ın geliştirdiği tablonun güvenilir olmadığına ilişkin eleştirilerin yapılması üzerine MacKinnon (1991) tarafından yeni bir istatistik geliştirilmiştir. Uygulamalarda daha çok MacKinnon Kritik değerleri kabul görmektedir (Holden ve Thompson, 1992: 16).

içsel bağıntı sorunu yok oluncaya kadar gecikmelerin eklenmesi önerilmektedir (Gujarati, 1999: 720).

Hata terimlerindeki ardışık bağımlılığı önlemek için geliştirilen ADF yaklaşımı farklı zaman serisi süreçlerini dikkate alarak sırasıyla düzenlenirse, denklem (5.6), denklem (5.7) ve denklem (5.8) şu hale gelmektedir:

$$\Delta Y_t = \beta Y_{t-1} + \delta_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + u_t \quad (5.9)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \beta Y_{t-1} + \delta_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + u_t \quad (5.10)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \beta Y_{t-1} + \delta_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \gamma T + u_t \quad (5.11)$$

ADF testi ile serilerin birim kök içerip içermedikleri veya durağan olup olmadıkları incelenirken yine $\beta=0$ boş hipotezinin uygun τ (τ) tablosu kritik değerleriyle (veya MacKinnon (1991) kritik değerleriyle) karşılaştırılarak yapılması gerekmektedir. Eğer $\beta=0$ boş hipotezi reddedilerek $\beta \neq 0$ alternatif hipotezi kabul edilirse bu, serinin durağan olmadığı anlamına gelmektedir. Bu durumda yapılacak işlem serinin ikinci dereceden farkını ($\Delta\Delta Y$) oluşturarak aşağıdaki denklemi tahmin etmektir.

$$\Delta\Delta Y_t = \beta \Delta Y_{t-1} + \delta_i \sum_{i=1}^m \Delta\Delta Y_{t-i} + u_t \quad (5.12)$$

$$\Delta\Delta Y_t = \alpha_0 + \beta \Delta Y_{t-1} + \delta_i \sum_{i=1}^m \Delta\Delta Y_{t-i} + u_t \quad (5.13)$$

$$\Delta\Delta Y_t = \alpha_0 + \beta \Delta Y_{t-1} + \delta_i \sum_{i=1}^m \Delta\Delta Y_{t-i} + \gamma T + u_t \quad (5.14)$$

Bu modellerin tahmin edilmesinde serilerin durağan olup olmadığı;

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_A: \beta \neq 0, \text{ hipotezinin testiyle olanaklıdır.}$$

Eğer H_0 kabul edilirse ΔY durağan değildir, diğer bir ifadeyle seri birim kök içermektedir. Bu durumda serinin daha ileri dereceden farkı alınarak yukarıdaki prosedürün tekrar tekrar uygulanması gerekmektedir. Eğer H_0 reddedilir ve H_A kabul edilirse ΔY 'nin durağan olduğu anlamına gelir. Bu durum Y 'nin kendisi durağan değilken, ΔY 'nin durağan olması literatürde $I(1)$ olarak bilinir. Diğer bir ifadeyle orijinal bir serinin birinci farkı durağan ise orijinal seriye birinci dereceden entegre

olmuş denir ve I(1) olarak ifade edilir. Eğer seriyi durağan yapmak için iki defa fark almak gerekiyorsa I(2) ve d defa fark almak gerekiyorsa I(d) olarak yazılır. Bu durumda bir zaman serisi farkları alınarak durağan hale getirilebilmektedir.

5.3.1.2. PP Birim Kök Testi

PP birim kök için parametrik olmayan yeni bir test geliştirmiştir (Phillips ve Peron, 1988: 335-346). PP, DF birim kök testindeki, rassal şokların dağılımının otokorelasyonsuz olduğu varsayımını geliştirerek, yeni bir varsayım ortaya koymaktadır. Tıpkı ADF testinde olduğu gibi üç farklı regresyon modeli için geliştirilebilmektedir. PP testi bir zaman serisindeki daha yüksek dereceden bir seri korelasyonun varlığını belirlemek için önerilmektedir.

$$\Delta Y_t = a + bY_{t-1} + d_1\Delta Y_{t-1} + d_2\Delta Y_{t-2} + \dots + d_{p-1}\Delta Y_{t-p-1} + \varepsilon_t \quad (5.15)$$

ΔY_t ; Y serisinin ilk farkını, $a, b, d_1, d_2, \dots, d_{p-1}$; katsayıları, t; zamanı, p; gecikme sayısını ve ε_t ; hata terimini göstermektedir. ADF testinde olduğu gibi burada da boş hipotez, $H_0 : b = 0$, serinin durağan olmadığını gösterirken, buna karşılık alternatif hipotez $H_1 : b \neq 0$, serinin durağan olduğunu ifade etmektedir. PP testi, hata terimindeki herhangi bir seri korelasyonu belirlemek için “b” katsayısının t istatistiğine parametrik olmayan bir düzeltme yapmaktadır. PP testinde test istatistiklerinin asimtotik dağılımının, otokorelasyonun parametreleri etkilememesi için t istatistiğinin dönüştürülmüş biçimi kullanılmaktadır.

PP testi için basit bir ifadeyle AR(1) modeli şu şekilde ifade edilmektedir:

$$\begin{aligned} Y_t &= \mu + \phi_1 Y_{t-1} + e_t \\ (1 - \phi_1 L)Y_t &= \mu + e_t \end{aligned} \quad (5.16)$$

Burada, $t=1,2,\dots, T$, ve model için birim kök $1/\phi_1$ ile bulunur. $\phi_1=1$ ise, seri birim kök içeriyor demektir. ADF testinde, modelin testi için tau ($\hat{\tau}$) kullanılıyorken, PP testinde Z_α kullanılacaktır. PP için kullanılacak AR(1) süreci:

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + e_t \quad (5.17)$$

şeklinde. Test için kullanılacak formül ise şöyledir:

$$Z_\alpha = T(\phi_1 - 1) - CF \quad (5.18)$$

Fuller (1976), ϕ_1 'in T-1 serbestlik derecesinde, basit EKK tahmincisiyken, $T(\phi_1 - 1)$ dağılıma sahip olduğunu göstermektedir. Z_α ifadesindeki CF, düzeltme faktörü olarak adlandırılmaktadır ve şu şekilde ifade edilmektedir:

$$CF = \frac{0.5(s_{Tl}^2 - s_\varepsilon^2)}{\sum_{t=2}^T (Y_{t-1} - \bar{Y}_{-1})^2 / T^2} \quad (5.19)$$

Düzeltilme faktöründe, hata teriminin varyansı hesaplanamadığından, bunun tutarlı tahmin edicisi şu şekilde gösterilebilir:

$$s_\varepsilon^2 = T^{-1} \sum_{t=1}^T \varepsilon_t^2 \quad (5.20)$$

PP testinde test istatistiklerinin, asimptotik dağılımının serisel otokorelasyon katsayıları etkilememesi için, t istatistiğinin dönüştürülmüş biçimi de şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$Z_t = \left(\sum_{t=2}^T Y_{t-1}^2 \right)^{1/2} \frac{(\phi_1 - 1)}{s_{Tl}} - (1/2) \frac{(s_{Tl}^2 - s_\varepsilon^2)}{\left[s_{Tl}^2 \left(T^{-2} \sum_{t=2}^T Y_{t-1}^2 \right)^2 \right]} \quad (5.21)$$

PP testi için kullanılan l parametresi ise, otokorelasyon fonksiyonunun hesaplanması ile elde edilmektedir. Hesaplanan otokorelasyon katsayısına karşılık gelen en son anlamlı gecikme değeri dikkate alınmaktadır (Sevüktekin ve Nargeleşkenler, 2005: 309).

5.3.2. Eşbütünleşme (Cointegration)

Son yıllarda yapılan uygulamalı çalışmalarda 1980'lerin ikinci yarısında geliştirilen eş bütünleşme yaklaşımı yaygın olarak kullanılmaktadır. Ekonomik teoriler, bazı değişkenler arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişkinin olduğunu öngörmektedir. Örneğin, tüketim ve gelir arasında istikrarlı bir ilişki beklenmektedir. Eğer bu iki değişkenin grafikleri bir arada izlenirse, her iki değişkeninde uzun dönemde benzer hareketler içerisinde olduğu görülür. Eş bütünleşme, ekonomik teorinin aralarında uzun dönemli ilişkiler öngördüğü değişkenlerin birbirinden uzaklaşmayacağını ifade etmektedir (Kadılar, 1996: 78). Diğer taraftan, eş bütünleşme, bu iki değişkenin kısa dönemde mevsimsel faktörlerden dolayı dalgalanmalar ve birbirinden uzaklaşmalar

gösterebileceğini kabul etmektedir. Diğer bir ifadeyle, eş bütünleşme, ekonomik teorinin beraber hareket edeceğini beklediği değişkenlerin birbirlerinden uzaklaşma eğilimi içerisinde bulunmaları halinde piyasa güçlerinin veya diğer politika araçlarının çalışmasıyla aralarındaki dengenin yeniden kurulacağı anlamına gelmektedir (Tarı, 2002: 372).

Bu bağlamda, eş bütünleşme, bir veya daha fazla değişkenin, her bir değişken durağan olmasa bile, doğrusal kombinasyonlarının durağan olabileceğini vurgulamaktadır (Charemza ve Deadman, 1997; Tarı, 2002: 375).

5.3.2.1. Engle-Granger Yaklaşımı

Eş bütünleşme, ilk defa Granger (1986) ve Engle ve Granger (1987) tarafından tartışılmış, geliştirilmiş ve bu yaklaşımın kolaylığı nedeniyle iktisat literatüründe hızla kullanılması olanaklı olmuştur.

Engle ve Granger eş-bütünleşme testi iki aşamadan oluşmaktadır (Gujarati, 1999: 726-730). İlk aşamada, durağan olmayan iki yada daha çok değişken (denklem 5.22) En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile tahmin edilmektedir.

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + u_t \quad (5.22)$$

Bu aşamada tahmin edilen değişkenlerden elde edilen hata teriminin (u_t) durağan olup olmadığı birim kök testleri kullanılarak test edilmektedir. Eğer hata terimi durağan ise, tahmin edilen değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığından söz edilir. Teknik bir ifadeyle değişkenlerin eş bütünleşik olduğu kabul edilir. Hata düzeltme mekanizması (ECM) olarak da anılan, ikinci aşamada ise değişkenlerin durağan hale getirilmiş formu (farkı alınmış) ve birinci aşamadaki hata düzeltme teriminin gecikmeli değeri kullanılarak tahmin yapılmaktadır.

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta \Delta X_t + \psi u_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.23)$$

Denklem 5.23.'deki u_{t-1} teriminin katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması durumunda Hata Düzeltme Mekanizmasının çalıştığını söylemek olanaklıdır. Negatif olması, kısa dönemde uzun dönem ilişkisinden bir sapma olduğunda bu sapmayı düzeltten bir mekanizmanın varlığı anlamına gelmektedir. Gecikmeli hata teriminin büyüklüğü ise, kısa dönemdeki sapmanın hangi hızla uzun dönem ilişkisine dönüştüğünü göstermektedir.

Engle- Granger yaklaşımını uygulamak oldukça kolay olmasına karşın bazı açılardan eleştirilmiştir. Birinci olarak, bu yaklaşım, eş bütünleşme vektörünü tahmin ederken (Denklem 5.22.) EKK tahmin yöntemini kullanmaktadır. Bu tahmin yöntemi ise değişkenleri bağımlı ve bağımsız değişken olarak sınıflandırılmasını gerekli kılmaktadır. Bu keyfi seçim ise sonuçları etkilemektedir. Yani, y_t 'nin bağımlı x_t 'nin bağımsız değişken olarak kabul edildiği bir regresyondan elde edilen hata terimleri, e_1 , durağan olduğunda bu iki değişkenin eş bütünleşik olduğu kabul edilir. Diğer taraftan, x_t 'nin bağımlı y_t 'nin bağımsız değişken olarak kabul edildiği bir regresyondan elde edilen hata terimleri, e_2 , durağan değilse bu iki değişkenin eş bütünleşik olmadığı kabul edilir. Enders (1995), Engle-Granger yaklaşımının bu özelliğinin kabul edilemez olduğunu, bağımlı bağımsız değişken seçiminin sonuçları değiştirmemesi gerektiğini ifade etmektedir.

İkinci olarak, bu yaklaşım incelenen değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin sayısı hakkında bilgi vermemektedir. Gerçekte ise, modelde n değişken söz konusu ise $n-1$ uzun dönemli ilişki olabilir. Diğer bir ifadeyle, değişkenler arasında birden fazla ilişkinin olabileceğine izin vermemektedir.

Son olarak, yalnızca bir uzun dönemli ilişkinin varlığı kabul edilse bile, tek denklemlile tahmin, potansiyel olarak etkin olmayan sonuçların ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Harris, 1995). Bu açıklama, bu yaklaşımın diğer yaklaşımlara göre en küçük varyansı (minimum varyans özelliği) türetmediği anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, eğer modelde ikiden fazla değişken var ise, birden fazla uzun dönemli ilişki söz konusudur. Bu, Hata Düzeltme Mekanizmasında, birden fazla eş bütünleşme vektörünün etkili olabileceği anlamına gelmektedir.

5.3.2.2. Johansen Yaklaşımı

Engle-Granger yaklaşımına yöneltilen eleştirileri dikkate alan ve yaygın olarak kullanılan diğer bir yöntem ise Johansen eş bütünleşme yaklaşımıdır (Johansen, 1988; Johansen, 1992; Johansen ve Juselius, 1990). Bu yöntemin üstünlüğü; i) analizde kullanılan değişkenler arasında olabilecek eş bütünleşme vektörlerinin sayısının belirlenebilir olmasından ve ii) eş bütünleşme ve ilgili parametrelerin en çok olabilirlik tahminlerini elde etmesinden kaynaklanmaktadır (Holden ve Thompson, 1992: 30-31). Johansen yaklaşımı için çok değişkenli bir VAR (vektör otoregresif) modeli ile

başlamak gerekmektedir²⁹. Johansen (1988)'i takiben gecikmesi dağıtılmış bir otoregresif süreç şu şekilde ifade edilebilir:

$$X_t = \Pi_1 X_{t-1} + \Pi_2 X_{t-2} + \dots + \Pi_k X_{t-k} + \varepsilon_t \quad (5.24)$$

Burada X_t , q sayıda değişkeni gösteren bir vektörü (içsel ve dışsal değişkenleri içeren), k maksimum gecikme sayısını ve ε_t ise hata terimini göstermektedir. Denge ilişkisi veya vektörü ise $\Pi = I - \Pi_1 - \dots - \Pi_k$ şeklindedir. X_t vektöründeki değişkenler arasında olabilecek eş bütünleşme vektörlerinin sayısı Π matrisinin rankı tarafından belirlenmektedir.

Süreci basit ve anlaşılır kılabilmek için iki değişkenli bir dinamik modeli iki gecikmeli olarak ele alalım (Holden ve Thompson, 1992; Kadılar, 1996):

$$Y_t = \Pi_{11} Y_{t-1} + \Pi_{12} Z_{t-1} + \Pi_{13} Y_{t-2} + \Pi_{14} Z_{t-2} + \mu_1 + \varepsilon_{1t} \quad (5.25)$$

$$Z_t = \Pi_{21} Y_{t-1} + \Pi_{22} Z_{t-1} + \Pi_{23} Y_{t-2} + \Pi_{24} Z_{t-2} + \mu_2 + \varepsilon_{2t} \quad (5.26)$$

Burada Y ve Z değişkenlerinin $I(1)$ olduğunu varsayarak değişkenler arasında eş bütünleşme olup olmadığını inceleyelim. Bu denklemleri (5.25. ve 5.26.), hata düzeltme formunda yeniden düzenlenirse:

$$Y_t - Y_{t-1} = (\Pi_{11} - 1)Y_{t-1} + \Pi_{12} Z_{t-1} + \Pi_{13} Y_{t-2} + (\Pi_{12} - \Pi_{12} + \Pi_{14})Z_{t-2} + \mu_1 + \varepsilon_{1t}$$

veya

$$\begin{aligned} \Delta Y_t &= -(1 - \Pi_{11})Y_{t-1} + \Pi_{12} \Delta Z_{t-1} + \Pi_{13} Y_{t-2} + (\Pi_{12} + \Pi_{14})Z_{t-2} + \mu_1 + \varepsilon_{1t} \\ &= -(1 - \Pi_{11})\Delta Y_{t-1} + \Pi_{12} \Delta Z_{t-1} - (1 - \Pi_{11} - \Pi_{13})Y_{t-2} + (\Pi_{12} + \Pi_{14})Z_{t-2} + \mu_1 + \varepsilon_{1t} \end{aligned}$$

ve

$$\begin{aligned} \Delta Z_t &= \Pi_{21} Y_{t-1} - (1 - \Pi_{22})Z_{t-1} + (\Pi_{21} - \Pi_{21} + \Pi_{23})Y_{t-2} + \Pi_{24} Z_{t-2} + \mu_2 + \varepsilon_{2t} \\ &= \Pi_{21} \Delta Y_{t-1} - (1 - \Pi_{22})\Delta Z_{t-1} + (\Pi_{21} + \Pi_{23})Y_{t-2} - (1 - \Pi_{22} - \Pi_{24})Z_{t-2} + \mu_2 + \varepsilon_{2t} \end{aligned}$$

²⁹ Eş bütünleşme testi VAR modelinin kurulmasına oldukça duyarlı olduğundan dikkatli olmak gerekmektedir. Burada birbiriyle ilişkili iki durum söz konusudur. Birincisi, uygun gecikme sayısının belirlenmesidir. Gecikme sayısını belirlemede en çok Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Kriteri (SC) ve Hannan ve Quinn (HQ) Kriterleri kullanılmaktadır. Bu kriterlerin yanı sıra gecikme sayısı, hata terimleri klasik varsayımları sağlayana kadar eklenmesi uygulama sıklıkla başvurulan bir yol olarak görülmektedir. İkincisi ise eş bütünleşme incelemesine deterministik değişkenlerin (sabit terim, trend ve kukla gibi) dahil edilip edilmeyeceğidir. Dışlanan değişkenleri hata terimi içereceğinden, eğer değişkenlerin seviyesinde doğrusal trend var ise sabit terim, değişkenlerin düzeyinde ikinci dereceden trend var ise trend eş bütünleşme incelemesine dahil edilmelidir (Haris, 1995).

denklemleri elde edilir. Bu denklemler matris formunda yazılırsa:

$$\begin{bmatrix} \Delta Y_t \\ \Delta Z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -(1 - \Pi_{11}) & \Pi_{12} \\ \Pi_{21} & -(1 - \Pi_{22}) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta Y_{t-1} \\ \Delta Z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} -(1 - \Pi_{11} - \Pi_{13}) & (\Pi_{12} + \Pi_{14}) \\ (\Pi_{21} + \Pi_{23}) & -(1 - \Pi_{22} - \Pi_{24}) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_{t-2} \\ Z_{t-2} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \end{bmatrix}$$

Bu matris gösterimindeki ΔY_t ve ΔZ_t birlikte düşünülüp ΔX_t vektörü ile gösterilirse (vektör hata düzeltme mekanizması (VECM) formunda):

$$\Delta X_t = \Gamma \Delta X_{t-1} + \Pi X_{t-2} + \mu + \varepsilon_t \quad (5.27)$$

şeklindeki genel gösterim elde edilir. Burada

$$\Gamma = \begin{bmatrix} -(1 - \Pi_{11}) & \Pi_{12} \\ \Pi_{21} & -(1 - \Pi_{22}) \end{bmatrix}$$

ve

$$\Pi = \begin{bmatrix} -(1 - \Pi_{11} - \Pi_{13}) & (\Pi_{12} + \Pi_{14}) \\ (\Pi_{21} + \Pi_{23}) & -(1 - \Pi_{22} - \Pi_{24}) \end{bmatrix}$$

olmaktadır. Denklem (5.27)'nin hata düzeltme formu olduğu kolayca anlaşılmaktadır ve burada Π denge matrisini göstermektedir. Burada Π matrisinin rankı ile ilgili üç durum söz konusudur:

i) Rank (Π)=0. Bu eşitlik Π 'nin sıfır matrisi olduğunu gösterir ve bu durumda denklem (5.30):

$$\Delta X_t = \Gamma \Delta X_{t-1} + \mu + \varepsilon_t \quad (5.28)$$

şekline indirgenir ki, bu birinci derece farkı alınmış bir VAR modelidir. Y ve Z değişkenleri I(1) olduğundan; ΔX , I(0) olacak ve burada bir eş bütünleşme söz konusu olmayacaktır.

ii) Rank (Π)=2. Bu durum X vektörünün durağan olduğunu gösterir ki, bu Y ve Z değişkenlerinin I(1) olduğu varsayımı ile çelişir. Bu durumda ΔX 'nin aşırı farkı alınmış ve hata düzeltme modeli değişkenlerin farkından ziyade seviyesini içerdiği anlamına gelmektedir.

iii) Rank (Π)=1. Bu durumun olabilmesi için bir tane bağımsız satırın ve Π 'nin determinantının sıfır olması gerekir. Yani:

$$-(1 - \Pi_{11} - \Pi_{13})[-(1 - \Pi_{22} - \Pi_{24})] - [(\Pi_{12} + \Pi_{14})](\Pi_{21} + \Pi_{23}) = 0 \quad (5.29)$$

eşitliğinin gerçekleşmesi gerekir. Ayrıca Π 'nin elemanlarından bir tanesi sıfırdan farklı olmalıdır. Dolayısıyla parantez içindeki terimlerin her biri Y ve Z'nin uzun dönemli veya denge katsayısı olduğundan bu değişkenlerden en az biri denge ilişkisinde yer almalıdır. Örnekte iki değişken olduğundan burada en fazla bir eş bütünleşme vektörü olabilmektedir (Holden ve Thopmson, 1992: 33).

İki değişkenli örnek, q değişkene kadar genişletildiğinde ve k kadar gecikme durumunda da geçerliliğini sürdürmektedir. Şöyle ki:

$$X_t = \Pi_1 X_{t-1} + \Pi_2 X_{t-2} + \dots + \Pi_k X_{t-k} + \mu + \phi D_t + \varepsilon_t \quad (5.30)$$

denklemini ele alınsın. Burada D, hata terimlerinin “beyaz gürültüye³⁰” sahip olmasını sağlayan değişkenleri (örneğin kukla değişkenleri) ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu denklemin birinci dereceden farklar cinsinden VAR veya VECM modeli:

$$\Delta X_t = \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \Gamma_2 \Delta X_{t-2} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-k+1} + \Pi X_{t-k} + \mu + \phi D_t + \varepsilon_t \quad (5.31)$$

şeklinde yazılabilir. Burada: $\Gamma_i = -(I - \Pi_1 - \dots - \Pi_i)$, $i=1, \dots, k-1$ ve $\Pi = -(I - \Pi_1 - \dots - \Pi_k)$ olmaktadır. Johansen (1988), az önce incelendiği gibi, Π katsayılar matrisinin rankı ile ilgilenmekte ve bu vektörün değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiler hakkında bilgiye sahip olup olmadığını incelemektedir. Ve burada üç durum söz konusudur:

- i) Eğer $\text{rank}(\Pi)=0$ ise, daha önce açıklandığı gibi VAR birinci dereceden farkı alınmış bir modele dönüşmektedir.
- ii) Eğer $\text{rank}(\Pi)=p$ ise, katsayılar matrisi tam ranka sahip demektir. Bu değişkenler vektörünün durağan olması anlamına gelir.
- iii) Eğer $0 < \text{rank}(\Pi) = r < p$ ise, Bu değişkenler arasında r tane (n-1 tane) uzun dönemli ilişki(ler)in varlığı anlamına gelmektedir. Uygulamada en çok karşılaşılan durumu bu olmaktadır.

Johansen (1988), eş bütünleşmenin varlığını $\Pi = \alpha\beta'$ hipotezi ile belirlemektedir. Burada Π ve β (pxr) boyutlu iki matris den oluşmaktadır. Ayrıca β , eş bütünleşme matrisini verirken; α , “uyum (düzeltme) matrisini” göstermektedir. α 'nın küçük

³⁰ Ortalaması sıfır, varyansı sabit, ardışık bağımlı olmama gibi klasik varsayımları sağlayan olasılıklı hata terimine mühendislik terimiyle beyaz gürültü hata terimi denilmektedir (Gujarati, 1999: 718).

değerleri hata düzeltmenin yavaş olduğu, α 'nın büyük değerleri ise her bir dönemde yapılan düzeltmenin hızlı olduğu anlamına gelmektedir.

Johansen (1988), eş bütünleşme vektörlerinin sayısını belirlemek için iz (trace) ve en büyük özdeğer (maximal eigenvalue) istatistikleri adlı iki farklı test önermektedir. Eş bütünleşme ilişkilerinin sayısını veren Π 'nin rankı, özdeğerlerin istatistiki olarak sıfıra eşit olup olmadığı hipotezi ile belirlenebilir.

$$H_0: \lambda_i=0, i=r+1, \dots, n$$

H_0 : En fazla r tane eş bütünleşme vektörü vardır.

Burada r'nin farklı değerleri için sınırlamalar yapılabilir ve sınırlandırılmış modelin en çok olabilirlik fonksiyonunun logaritması ile sınırlandırılmamış modelin en çok olabilirlik fonksiyonunun logaritması karşılaştırılarak standart olabilirlik testi hesaplanır. Yukarıdaki boş hipotezi iz (trace) istatistiği ile şu şekilde hesaplanır:

$$\lambda_{trace} = -2 \log(Q) = -T \sum_{i=r+1}^n \log(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (5.32)$$

Burada Q=sınırlanmış en çok olabilirlik/sınırlandırılmamış en çok olabilirlik ve T analizdeki gözlem sayısını göstermektedir.

Bu istatistik, en fazla r tane eş bütünleşme var boş hipotezini, r'den fazla eş bütünleşme vektörü var alternatif hipotezine karşı test etmektedir. Örneğin boş ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulabilir.

$$H_0: r = 0 \quad H_A: r \geq 1$$

$$H_0: r \leq 1 \quad H_A: r \geq 2$$

$$H_0: r \leq 2 \quad H_A: r \geq 3$$

$$\dots \quad \dots$$

Başlangıçta eş bütünleşme yoktur boş hipotezi, en azından bir eş bütünleşme vektörü vardır alternatif hipotezine karşı test edilmektedir. Eğer boş hipotez reddedilir ise, burada en azından bir vektör vardır. İkinci adım ise, en fazla bir vektör vardır boş hipotezinin en azından 2 eş bütünleşme vektörü vardır alternatif hipotezine karşı test edilmesini gerekli kılar ve süreç bu şekilde devam eder.

Bir diğer testi en büyük özdeğer (maximal eigenvalue) istatistiği oluşturmaktadır:

$$\lambda_{max} = -T \log(1 - \hat{\lambda}_{r+1}), \quad r = 0, 1, \dots, n-2, n-1$$

Bu test istatistiği ise, incelenen değişkenler arasında kesinlikle r eş bütünleşme vektörü vardır boş hipotezini, $r+1$ eş bütünleşme vektörü vardır alternatif hipotezine karşı test etmektedir. Örneğin, boş ve alternatif hipotezler şu şekilde oluşturulur:

$$\begin{array}{ll} H_0: r = 0 & H_A: r = 1 \\ H_0: r = 1 & H_A: r = 2 \\ H_0: r = 2 & H_A: r = 3 \\ \dots & \dots \end{array}$$

En büyük özdeğer istatistiği alternatif hipotezin kesinlikle r tane olduğunu ifade ederken, iz istatistiği biraz esnek şekilde r 'dan fazla eş bütünleşmenin olabileceğini ifade eder.

Bu aşamada, hesaplanan iz ve en büyük özdeğer istatistiklerinin, Johansen ve Juselius (1990) ve Osterwald-Lenum (1992) tarafından elde edilen kritik değerlerle karşılaştırılmasının yapılması gerekmektedir.

Engle ve Granger (1987), Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) eşbütünleşme testleri için tüm serilerin düzeyde durağan olmamaları ve aynı derecede farklı alındığında durağan hale gelmeleri gerekmektedir. Diğer bir ifade ile değişkenler $I(d)$ olmalıdır. Enders (1995: 359), eğer değişkenler farklı derecelerden bütünleşikler ise aralarında eş bütünleşme ilişkisinin araştırılmayacağını ifade etmektedir.

Öte yandan, serilerden bir veya daha fazlası düzey halinde durağan yani $I(0)$ ise, Pesaran ve Shin (1995), Paseran vd. (1996) ve Paseran vd. (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımı, bu seriler için de eşbütünleşme ilişkisinin araştırılabileceğini, ARDL (Autoregressive Distributed Lag) yaklaşımı denilen yöntemle ortaya koymaktadır. Bu yaklaşıma göre serilerin $I(0)$ veya $I(1)$ olmalarına bakılmaksızın seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı araştırılabilmektedir. Ayrıca sınır testi yaklaşımı düşük sayıda gözlemi içeren verilerle de sağlıklı sonuçlar vermektedir (Narayan ve Narayan, 2004).

5.3.2.3. ARDL Eşbütünleşme Yaklaşımı

Pesaran ve Shin, (1995) Paseran vd. (1996) ve Paseran vd. (2001) tarafından ortaya konan ARDL yöntemi, sistemde yer alan değişkenlerin birim kök içerip içermedikleri bilgisine gerek kalmadan kullanılan bir yöntemdir. Sınır (Bound) Testi olarak da bilinen yöntem, değişkenlerin bazılarının düzey, bazılarının birinci mertebeden durağan olmaları durumunda kullanılmakta ve eğer eşbütünleşme ilişkisinin varlığı saptanmışsa,

iki aşamada uygulanmaktadır. İlk aşamada değişkenlerin farklarına ilişkin gecikmelere ve düzey değerlerinin ilk gecikmeli değerlerine yer verilmekte, ayrıca, standart F testi ile bu eşitlikte uzun ve kısa dönem ilişkinin varlığı test edilmektedir.

Bir ARDL modeli şöyle ifade edilebilir:

$$\Phi(L, p)Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \beta_i(L, q_i)X_{it} + u_t \quad (5.33)$$

Burada; $\Phi(L, p) = 1 - \Phi_1 L^1 - \Phi_2 L^2 - \dots - \Phi_p L^p$

$$\beta_i(L, q_i) = \beta_{i0} L^0 + \beta_{i1} L^1 + \beta_{i2} L^2 + \dots + \beta_{iq} L^q, \quad i=1,2,\dots,k' \text{ dir.}$$

$\alpha_0 = \text{sabit}$; $Y_T = \text{Bağımlı değişken}$; $X_T = \text{Açıklayıcı değişken}$; L ise *gecikme operatörüdür*.

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \beta_i x_{it} + \varepsilon_t \quad (5.34)$$

Uzun dönem ilişkisini veren katsayıları elde edebilmek için denklem;

$$\hat{\mu} = \frac{\alpha_0}{1 - (\Phi_1 + \Phi_2 + \dots + \Phi_p)}$$

$$\hat{\beta} = \frac{\beta_{i0} + \beta_{i1} + \beta_{i2} + \dots + \beta_{iq}}{1 - (\Phi_1 + \Phi_2 + \dots + \Phi_q)}, \quad i=1,2,\dots,k' \text{ dir.}$$

Kısa dönem ilişkiyi ifade eden hata düzeltme denklemi ise şöyledir:

$$\begin{aligned} \Delta Y_t &= \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{i1} \Delta X_{it} - \sum_{i=1}^{p-1} \Phi_{i1} \Delta Y_{t-i} - \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{q-1} \beta_{ij} \Delta X_{it-j} \\ &= -\Phi(1, p)ECM_{t-1} + u_t \end{aligned} \quad (5.35)$$

$$ECM_{t-1} = y_t - \sum_{i=1}^k \hat{\beta}_i \Delta X_{it}$$

Bu ARDL gösterimi herhangi çok terimli örnekler için de geliştirilebilir.

Daha açık haliyle ve $Y = f(X, Z, R)$ gibi bir fonksiyondan hareketle ARDL modeli şöyle oluşturulabilir. Öncelikle kısıtlanmamış hata düzeltme modeli (unrestricted error correction) kurulur:

$$\Delta Y_{it} = \alpha + \sum_{i=1}^k \omega_k \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^k \beta'_k \Delta X_{t-i} + \sum_{i=0}^k \lambda'_k \Delta Z_{t-i} + \sum_{i=0}^k \gamma'_k \Delta R_{t-i} + \delta_1 Y_{t-1} + \delta_2 X_{t-1} + \delta_3 Z_{t-1} + \delta_4 R_{t-1} + u_t \quad (5.36)$$

Sınır testinin uygulanabilmesi için Denklem (5.36)'da k olarak gösterilen gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Modeldeki gecikme sayısı belirlenirken, AIC, SC, FPE, HQ gibi bilgi kriterlerinden yararlanılmaktadır. En küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu, modelin gecikme uzunluğu olarak belirlenmektedir. Ancak, bu model otokorelasyonlu olmamalıdır. Eğer modelde otokorelasyon problemiyle karşılaşılmışsa, otokorelasyon içermeyen en küçük kritik değer, gecikme uzunluğu olarak alınmaktadır. Eşbütünleşme ilişkisinin varlığının belirlenebilmesi için, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin birinci dönem gecikmelerine F testi uygulanır:

$$H_0 : \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = 0 ; \text{Eşbütünleşme Yoktur}$$

$$H_1 : \text{Eşbütünleşme Vardır}$$

$$F = \frac{(RSS_r - RSS_{ur}) / g}{RSS_{ur} / (T - K)}$$

Burada, RSS_r , kısıtlamalı ilişkideki hata terimlerinin kareleri toplamı, RSS_{ur} , kısıtlamasız ilişkideki hata terimlerinin kareleri toplamı, g , dışarıda bırakılan gecikmeli değişken sayısı, T , örnek hacmi ve K , kısıtlamasız regresyonda tahmin edilen parametre sayısını göstermektedir (Tarı, 2002: 421).

Buradan elde edilen F istatistiği, Paseran vd. (2001)'deki tablo alt kritik ($I(O)$) ve üst kritik ($I(1)$) değerleriyle karşılaştırılır. Eğer hesaplanan F istatistiği, Paseran vd. (2001) alt kritik değerinden küçükse, seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığına karar verilir. Eğer hesaplanan F istatistik değeri, bu iki kritik değer arasında kalmış ise, kesin bir yorum yapılamamakta, kararsız kalınmaktadır. Bu durumda alternatif eşbütünleşme tekniklerine başvurulması gerekmektedir. Eğer, hesaplanan F istatistiği, Paseran vd. (2001) üst kritik değerini aşıyorsa, H_0 hipotezi reddedilir. Yani seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu sonucuna varılmaktadır.

Eşbütünleşmenin varlığı belirlendikten sonra, değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisi denklem (5.37)'den araştırılır:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{i=1}^k \omega_k Y_{t-i} + \sum_{i=0}^k \beta'_k X_{t-i} + \sum_{i=0}^k \lambda'_k Z_{t-i} + \sum_{i=0}^k \gamma'_k R_{t-i} \quad (5.37)$$

Bu uzun dönem modelinden, uygun gecikme değerleri belirlenerek, uzun dönem katsayıları F istatistiği ile bulunur ve hata düzeltme terimi elde edilir. Daha sonra Denklem (5.38) yardımıyla kısa dönem ilişkisi araştırılır:

$$\Delta Y_{it} = \alpha + \sum_{i=1}^k \omega_{1k} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^k \beta'_{1k} \Delta X_{t-i} + \sum_{i=0}^k \lambda'_{1k} \Delta Z_{t-i} + \sum_{i=0}^k \gamma'_{1k} \Delta R_{t-i} + \omega EC_{t-1} + \mu_t \quad (5.38)$$

Uzun dönem denkleminde elde edilen hata düzeltme teriminin bir dönem gecikmesi kısa dönem denklemine eklenir. Bu kısa dönem ilişkisinde, yeniden gecikme uzunluğu belirlenerek kısa dönem modeli tahmin edilmektedir. Hata düzeltme parametresi, model dinamiğini dengede tutmaya yarar ve değişkenleri uzun dönem denge değerine doğru yakınlaşmaya zorlar. Hata düzeltme parametresinin (ω) istatistiksel açıdan anlamlı çıkması, sapmanın varlığını gösterir. Katsayının büyüklüğü ise uzun dönem denge değerine doğru yaklaşma hızının bir göstergesidir. Uygulamada, hata düzeltme parametresinin negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı olması beklenir. Bu durumda, değişkenlerin uzun dönem denge değerine doğru hareketinin olacağı ifade edilmektedir. Denge durumundan kısa dönemli sapmalar hata düzeltme parametresinin katsayısının büyüklüğüne bağlı olarak düzeltilecektir (Gujarati, 2001: 729; Enders, 1995: 367).

Eşbütünleşme testi yapmanın bir yolu hata düzeltme modelinden elde edilen hata düzeltme katsayısının işaretine ve anlamlılığına bakmaktır. Bahmani-Oskooee ve Brooks (1999), anlamlı negatif hata düzeltme katsayısının eşbütünleşme testi için daha göreceli daha etkin bir yol olduğunu göstermişlerdir. Bahmani-Oskooee ve Wang (2007) yaptıkları ARDL analizinde F-istatistiğine göre eşbütünleşmenin bulunmadığı durumlarda hata düzeltme teriminin de bir eşbütünleşme testi olarak kullanılabileceğini göstermişlerdir. Benzer yaklaşım, Bahmani-Oskooee ve Hajilee (2009) tarafından da takip edilmiştir. Buna göre, negatif ve anlamlı bir hata düzeltme katsayısı, uzun dönem dengeye uyarlanma süreci, diğer bir ifadeyle, uzun dönem eşbütünleşme için bir kanıt sağlamaktadır.

5.4. FİNANSAL LIBERALİZASYON VE FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Bu bölümde finansal liberalizasyon ve finansal gelişme ilişkisi, finansal gelişmenin farklı göstergelerini ve bu göstergeleri etkileyen, teorik ve ampirik literatür kısmında tartışılan çeşitli değişkenleri kullanarak, ampirik olarak analiz edilecektir. Bunun için öncelikle analizlerde kullanılacak değişkenler tanımlanarak bu değişkenler için ADF ve PP birim kök analizleri yapılacaktır. Birim kök analizi sonuçlarına göre de değişkenler Johansen ve ARDL eşbütünleşme testleri ile analiz edilecektir.

5.4.1. Değişkenlerin Tanımlanması

Ampirik analizlerde kullanılmak üzere seçilen değişkenler farklı modellerde kullanılmak üzere üç aylık ve yıllık verilerden oluşmaktadır. Üç aylık veriler 1987:1-2008:2 dönemini kapsamaktadır. Diğer taraftan yıllık veriler ise verilerin elde edilebilmesi durumuna bağlı olarak farklı yılları kapsamaktadır. Ancak genel olarak 1960-2007 dönemi verileriyle çalışılmaktadır. Ampirik analizlerde kullanılacak olan bu verilerin simgeleri, açıklamaları, kaynağı ve kapsadığı döneme ilişkin açıklamalar Tablo 5.1’de sunulmaktadır.

Tablo 5.1: Ekonometrik Analizlerde Kullanılan Değişkenler

| Simgesi | Değişkenin Açıklaması | Kaynağı ve Dönemi |
|----------------|--|--|
| LKBG | Kişi Başına Reel GSYİH'nin Logaritması | IFS (1960-2007) |
| LOSK | Özel Sektör Kredi Hacmi/GSYİH'nin Logaritması | IFS (1960-2007) |
| LYIK | Yurt İçi Kredi Hacmi/GSYİH'nin Logaritması | IFS (1960-2007) |
| LM2 | Geniş Tanımlı Para Arzı/GSYİH'nin Logaritması | IFS (1960-2007) |
| LENF | Enflasyon Oranının Logaritması (TÜFE) | IFS (1960-2007) |
| LOPEN | Dış Ticaret Hacmi/GSYİH'nin Logaritması | IFS (1960-2007) |
| LNPY1 | Net Portföy Yatırımları/GSYİH'nin Logaritması (Varlıklar+Yükümlülükler) | IFS (1987-2007) |
| LIB | İç Borç/GSMH'nin Logaritması | TÜİK (1980-2007) |
| LKTAS | Kamu Tasarrufları/Toplam Tasarruflar'ın Logaritması | TBB (1960-2007) |
| LKAKT | Bankacılık Sektörü Toplam Aktifleri İçerisinde Kamunun Aktif Payının Logaritması | TBB (1960-2007) |
| LİH | İMKB İşlem Hacmi/GSYİH (Üç Aylık Seri) Logaritması | TCMB_EVDS (1987:1-2008:2) |
| LRGSA | Reel GSYİH (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Seri) Logaritması | IFS (1987:1-2008:2) |
| LYİKSA | Yurt İçi Kredi Hacmi/GSYİH (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Seri) Logaritması | IFS (1987:1-2008:2) |
| LOSKSA | Özel Sektör Kredi Hacmi/GSYİH (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Seri) Logaritması | IFS (1987:1-2008:2) |
| LM2SA | Geniş Tanımlı Para Arzı/GSYİH (Mevsimsellikten Arındırılmış Üç Aylık Seri) Logaritması | IFS (1987:1-2008:2) |
| LOPEN | Dış Ticaret Hacmi/GSYİH (Üç Aylık Seri) Logaritması | IFS (1987:1-2008:2) |
| RF | Reel Faiz Oranı (Mevduat Faiz Oranı- TÜFE Enflasyon Oranı) (Üç Aylık Seri) | IFS (1987:1-2008:2) |
| i1980 | 1980 yılı için anlık Kukla Değişkeni | 1980= 1, Diğer yıllar için= 0 |
| D1981 | 1981 Sonrası Kukla Değişkeni | 1960-1980= 0 1981-2007= 1 |
| i2001 | 2001 Yılı için anlık Kukla Değişkeni | 2001= 1 Diğer yıllar için= 0 |
| DBDDK | BDDK Kukla Değişkeni | 1960-1999= 0 2000-2007= 1 |
| DTMSF | TMSF Kukla Değişkeni | 1960-1993= 0 1994-2007= 1 |
| DTM100 | Tasarruf Mevduatına %100 Güvence Kukla Değişkeni | 1994-2001 arası= 1 Diğer yıllar için= 0 |
| D2001 | Üç aylık seri için 2001 Kriz Kukla Değişkeni | 2000:4-2001:3= 1 Diğer dönemler= 0 |

5.4.2. Birim Kök Test Sonuçları

Ekonometrik analizlerde kullanılacak değişkenler için ADF ve PP birim kök testleri, kullanılacaktır.

Tablo 5.2: ADF Birim Kök Testleri (Yıllık Seriler- Seviye)

| Değişken | Sabit | %5 Kritik | Sabit ve Trend | %5 Kritik | Sonuç |
|----------|-----------|-----------|----------------|-----------|----------------------------|
| lnpy | -3,55 (0) | -3,02 | -3,45 (0) | -3,65 | Durağan Değil ^b |
| lkakt | -0,39 (0) | -2,92 | -3,95 (0) | -3,50 | Durağan Değil ^a |
| lkg | -2,59 (0) | -2,92 | -1,95 (0) | -3,50 | Durağan Değil |
| lktas | -1,73 (0) | -2,92 | -2,06 (0) | -3,50 | Durağan Değil |
| lm2 | -0,48 (0) | -2,92 | -2,50 (0) | -3,50 | Durağan Değil |
| lopen | -0,28 (0) | -2,92 | -2,91 (0) | -3,50 | Durağan Değil |
| losk | -2,13 (1) | -2,92 | -3,12 (1) | -3,51 | Durağan Değil |
| lyik | -0,42 (0) | -2,92 | -1,43 (0) | -3,50 | Durağan Değil |
| lib | -1,38 (0) | -2,97 | -2,14 (0) | -3,58 | Durağan Değil |
| lenf | -2,29 (0) | -2,92 | -2,43 (0) | -3,50 | Durağan Değil |
| rf | -3,57 (0) | -2,92 | -3,66 (0) | -3,50 | Durağan I (0) |

a, sabit terim ve trendli modelde durağan; b, sabit terimli modelde durağan

Tablo 5.3: ADF Birim Kök Testleri (Yıllık Seriler- Birinci Fark)

| Değişken | Sabit | %5 Kritik | Sabit ve Trend | %5 Kritik | Sonuç |
|----------|-----------|-----------|----------------|-----------|--------------|
| dlnpy | -5,03 (1) | -3,04 | -4,90 (1) | -3,69 | Durağan I(1) |
| dlkakt | -9,02 (0) | -2,92 | -8,96 (0) | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlkg | -7,25 (0) | -2,92 | -7,88 (0) | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlktas | -7,41 (0) | -2,92 | -7,35 (0) | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlim2 | -8,10 (0) | -2,92 | -8,06 (0) | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlopen | -5,91 (0) | -2,92 | -5,89 (0) | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlosk | -5,05 (1) | -2,92 | -5,13 (1) | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlyik | -5,99 (0) | -2,92 | -5,97 (0) | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlib | -5,96 (0) | -2,98 | -5,85 (0) | -3,59 | Durağan I(1) |
| dlenf | -12,3 (0) | -2,92 | -5,72 (2) | -3,51 | Durağan I(1) |
| drf | | | | | Durağan I(0) |

ADF birim kök test sonuçlarına göre, analizde kullanılacak olan değişkenler seviyede durağan değildir. Birinci farklarına uygulanan ADF birim kök testi sonuçları ise, serilerin birinci farklarında durağan olduğunu göstermektedir. Ancak reel faiz (rf) değişkeninin seviyede durağan olduğu anlaşılmaktadır.

ADF birim kök test sonuçlarının yanı sıra değişkenlere PP birim kök testi de uygulanmıştır.

Tablo 5.4: PP Birim Kök Testleri (Yıllık Seriler- Seviye)

| Değişken | Sabit | %5 Kritik | Sabit ve Trend | %5 Kritik | Sonuç |
|----------|-------|-----------|----------------|-----------|----------------------------|
| lkg | -2,77 | -2,92 | -1,92 | -3,50 | Durağan Değil |
| lkakt | 0,62 | -2,92 | -3,91 | -3,50 | Durağan Değil ^a |
| lktas | -1,70 | -2,92 | -2,06 | -3,50 | Durağan Değil |
| lm2 | -0,15 | -2,92 | -2,50 | -3,50 | Durağan Değil |
| lnpy | -3,52 | -3,02 | -3,41 | -3,65 | Durağan Değil ^b |
| lopen | -0,28 | -2,92 | -3,03 | -3,50 | Durağan Değil |
| losk | -0,68 | -2,92 | -3,35 | -3,50 | Durağan Değil |
| lyik | -0,54 | -2,92 | -1,69 | -3,50 | Durağan Değil |
| lib | -1,30 | -2,97 | -2,12 | -3,58 | Durağan Değil |
| lenf | -1,94 | -2,92 | -2,01 | -3,50 | Durağan Değil |
| rf | -3,51 | -2,92 | -3,57 | -3,50 | Durağan I (0) |

a, sabit terim ve trendli modelde durağan; b, sabit terimli modelde durağan

Tablo 5.5: PP Birim Kök Testleri (Yıllık Seriler- Birinci Fark)

| Değişken | Sabit | %5 Kritik | Sabit ve Trend | %5 Kritik | Sonuç |
|----------|--------|-----------|----------------|-----------|--------------|
| dlkg | -7,22 | -2,92 | -7,83 | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlkakt | -16,05 | -2,92 | -19,13 | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlktas | -7,51 | -2,92 | -7,44 | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlim2 | -8,37 | -2,92 | -8,47 | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlnpy | -12,73 | -3,02 | -12,37 | -3,67 | Durağan I(1) |
| dlopen | -5,89 | -2,92 | -5,87 | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlosk | -5,77 | -2,92 | -5,65 | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlyik | -5,99 | -2,92 | -5,97 | -3,51 | Durağan I(1) |
| dlib | -5,96 | -2,98 | -5,85 | -3,59 | Durağan I(1) |
| dlenf | -12,56 | -2,92 | -39,65 | -3,50 | Durağan I(1) |
| drf | | | | | Durağan I(0) |

PP birim kök testleri sonucunda, değişkenler seviyede durağan değillerken, birinci farklarında durağan hale gelmişlerdir. Ancak reel faiz (rf) serisi PP birim testine göre de seviyede durağan olarak bulunmuştur. Değişkenlerin karakteristiklerini incelemek için kullanılan her iki (ADF ve PP) birim kök testi birbirlerini destekler niteliktedir.

Üç aylık serilerin durağanlık analizlerine ilişkin ADF ve PP testi sonuçları ise Tablo 5.6-5.9'da sunulmaktadır.

Tablo 5.6: ADF Birim Kök Testleri (Üç Aylık- Seviye)

| Değişken | Sabit | %5 Kritik | Sabit ve Trend | %5 Kritik | Sonuç |
|----------|-----------|-----------|----------------|-----------|----------------------------|
| lih | -3,65 (2) | -2,89 | -3,21 (0) | -3,36 | Durağan Değil ^b |
| lm2sa | -1,81 (0) | -2,89 | -2,88 (0) | -3,46 | Durağan Değil |
| lopen | -1,46 (4) | -2,89 | -3,74 (8) | -3,46 | Durağan Değil ^a |
| losksa | -1,42 (0) | -2,89 | -2,12 (0) | -3,46 | Durağan Değil |
| lrgsa | -0,50 (2) | -2,89 | -4,13 (0) | -3,46 | Durağan Değil ^a |
| lyiksa | -0,88 (0) | -2,89 | -3,64 (0) | -3,46 | Durağan Değil ^a |
| rf | -5,65 (1) | -2,89 | -5,92 (1) | -3,46 | Durağan I(0) |

a, sabit terim ve trendli modelde durağan; b, sabit terimli modelde durağan

Tablo 5.7: ADF Birim Kök Testleri (Üç Aylık- Birinci Fark)

| Değişken | Sabit | %5 Kritik | Sabit ve Trend | %5 Kritik | Sonuç |
|----------|------------|-----------|----------------|-----------|--------------|
| dlih | -7,82 (1) | -2,89 | -8,31 (1) | -3,46 | Durağan I(1) |
| dIm2sa | -9,48 (1) | -2,89 | -9,78 (1) | -3,46 | Durağan I(1) |
| dlopen | -3,70 (10) | -2,90 | -3,65 (10) | -3,47 | Durağan I(1) |
| dlosksa | -9,46 (1) | -2,89 | -9,79 (1) | -3,46 | Durağan I(1) |
| dIrgsa | -9,63 (1) | -2,89 | -9,58 (1) | -3,46 | Durağan I(1) |
| dlyiksa | -10,27 (0) | -2,89 | -10,33 (0) | -3,46 | Durağan I(1) |
| drf | | | | | Durağan I(0) |

Üç aylık serilere uygulanan ADF birim kök testi sonuçları, ampirik analizde kullanılacak değişkenlerden sadece rf değişkeninin seviyede durağan olduğunu diğer değişkenlerin ise birinci farklarında durağan hale geldiklerini göstermektedir.

Tablo 5.8: PP Birim Kök Testleri (Üç Aylık- Seviye)

| Değişken | Sabit | %5 Kritik | Sabit ve Trend | %5 Kritik | Sonuç |
|----------|--------|-----------|----------------|-----------|----------------------------|
| lih | -5,95 | -2,89 | -3,36 | -3,46 | Durağan Değil ^b |
| Im2sa | -1,536 | -2,89 | -2,689 | -3,46 | Durağan Değil |
| lopen | -5,14 | -2,89 | -6,650 | -3,46 | Durağan I (0) |
| losksa | -1,298 | -2,89 | -2,073 | -3,46 | Durağan Değil |
| Irgsa | -0,34 | -2,89 | -4,030 | -3,46 | Durağan Değil ^a |
| Iyiksa | -0,882 | -2,89 | -3,64 | -3,46 | Durağan Değil ^a |
| rf | -4,53 | -2,89 | -4,67 | -3,46 | Durağan I (0) |

a, sabit terim ve trendli modelde durağan; b, sabit terimli modelde durağan

Tablo 5.9: PP Birim Kök Testleri (Üç Aylık- Birinci Fark)

| Değişken | Sabit | %5 Kritik | Sabit ve Trend | %5 Kritik | Sonuç |
|----------|--------|-----------|----------------|-----------|---------------|
| dlih | -8,95 | -2,89 | -10,53 | -3,46 | Durağan I (1) |
| dIm2sa | -10,60 | -2,89 | -16,16 | -3,46 | Durağan I (1) |
| dlopen | | | | | Durağan I (0) |
| dlosksa | -9,33 | -2,89 | -10,15 | -3,46 | Durağan I (1) |
| dIrgsa | -20,19 | -2,89 | -19,87 | -3,46 | Durağan I (1) |
| dlyiksa | -10,29 | -2,89 | -10,43 | -3,46 | Durağan I (1) |
| drf | | | | | Durağan I (0) |

Üç aylık seriler için PP birim kök testi sonuçları ise, ADF birim kök testlerine yakın sonuçlar vermektedir. Buna göre, rf değişkeniyle birlikte lopen değişkeni de seviyede durağan olarak bulunmuştur. Diğer değişkenler ise birinci farklarında durağan hale gelmektedirler. Diğer taraftan, bazı seriler seviyede sabit terimli modellerde durağan olmalarına rağmen, bazı seriler ise, sabit ve trendli modellerde durağan oldukları görülmektedir.

5.4.3. Finansal Gelişmenin Belirleyicilerinin Modellenmesi

Finansal gelişmenin belirleyicileri ile ilgili yukarıda yapılan teorik ve ampirik literatüre bağlı kalınarak, Türkiye’de finansal gelişme üzerinde etkili olan faktörlerin ekonometrik olarak incelendiği bu alt bölümde, analizlerde kullanılan serilerin karakteristikleri, değişkenler arasındaki ilişkilerin tek bir yöntem ile incelenmesini olanaklı kılmamaktadır. Diğer bir ifadeyle ampirik analizlerde kullanılan serilerin bazıları $I(0)$ ve bazıları da $I(1)$ ’dir. Dolayısıyla $I(1)$ olan (seviyede durağan olmayıp farkı durağan olan) değişkenler arasındaki ilişkileri incelemek için en iyi ve en yaygın olarak kullanılan yöntem Johansen eş bütünleşme analizi iken, $I(1)$ ve $I(0)$ değişkenlerinin birlikte yer aldığı değişkenler için ARDL (Sınır Testi) yönteminin tercih edildiği görülmektedir.

Bu bağlamda bu bölümde, finansal gelişmenin belirleyicileri incelenirken, tahmin edilen modeller ve her bir modelin tahmininde kullanılan yöntemlere göre sınıflandırma Tablo 5.10’da topluca sunulmaktadır.

Tablo 5.10: Finansal Gelişmenin Modellenmesi

| Model No | Değişkenler | Yöntem | Data |
|----------|--------------------------------|----------|----------|
| Model 1 | LM2SA, LRGSA, LOPEN, RF | ARDL | Üç aylık |
| Model 2 | LYİKSA, LRGSA, LOPEN, RF | ARDL | Üç aylık |
| Model 3 | LOSKSA, LRGSA, LOPEN, RF | ARDL | Üç aylık |
| Model 4 | LM2, LKBG, LOPEN, LENF, LKTAS | Johansen | Yıllık |
| Model 5 | LOSK, LKBG, LOPEN, LENF, LKTAS | Johansen | Yıllık |
| Model 6 | LM2, LKBG, LOPEN, LENF, LIB | Johansen | Yıllık |
| Model 7 | LOSK, LKBG, LOPEN, LENF, LIB | Johansen | Yıllık |
| Model 8 | LM2, LKBG, LOPEN, LNPY1 | Johansen | Yıllık |
| Model 9 | LOSK, LKBG, LOPEN, LENF, LKAKT | Johansen | Yıllık |

5.4.3.1. ARDL Yöntemiyle Eş Bütünleşme Testi ve Hata Düzeltme Mekanizmasının Sonuçları

Ampirik analizlerde öncelikle reel faizlerdeki değişmelerin finansal gelişmeyi nasıl etkilediğinin incelenmesi yapılacaktır. Bunun için farklı finansal gelişme göstergeleri bağımlı değişkenler olarak kullanılacak ve modellerde üç aylık serilerden yararlanılacaktır. Birim kök testleri sonucunda üç aylık bazı değişkenlerin (lopen ve rf) hem ADF ve hem de PP testlerine göre seviyede durağan olduğunu göstermişti. Bu yüzden bu değişkenlerin olduğu modellerde ARDL yaklaşımıyla analizler tercih edilmiştir.

Model 1:

$$\Delta LM2SA_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta LM2SA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta LRGSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta LOPEN_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta RF_{t-i} + a_5 LM2SA_{t-1} + a_6 LRGSA_{t-1} + a_7 LOPEN_{t-1} + a_8 RF_{t-1} + u_t$$

Üç aylık verilerin kullanıldığı ampirik çalışmalarda 8 gecikme uzunluğundan başlanıldığından, Model 1’de 8 gecikme ile tahmine başlanmış ve Tablo 5.11’deki sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 5.11: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Model 1)

| Gecikme Sayısı (m) | AIC | Breusch-Godfrey Otokorelasyon Testi (χ^{2BC}) |
|--------------------|---------------|---|
| 8 | -2,975 | 2,43 (0,295)*** |
| 7 | -2,820 | 0,83 (0,659) |
| 6 | -2,739 | 3,09 (0,213) |
| 5 | -2,747 | 5,16 (0,075) |
| 4 | -2,677 | 0,29 (0,865) |
| 3 | -2,462 | 4,94 (0,084) |
| 2 | -2,437 | 0,24 (0,887) |
| 1 | -2,489 | 2,17 (0,337) |

Parantez içindeki değerler ise p olasılık istatistiğini göstermektedir. *0,10;**0,05 ve***0,01’de anlamlılığı simgelemektedir.

Kurulan model için uygun gecikme uzunluğu AIC kriterine göre 8 olarak belirlenmiş ve bu gecikme uzunluğunda otokorelasyona rastlanmamıştır.

Tablo 5.12: Sınır Testi Sonuçları (Model 1)

| k | F İstatistiği | Anlamlılık Düzeyinde Kritik Değerler | | |
|---------------------------------|---------------|--------------------------------------|-------------------------------|-------------------|
| | | | Alt Sınır | Üst Sınır |
| 3 | 4,028 | %1 | 3,65 | 4,66 |
| | | %5 | 2,79 | 3,67 |
| | | %10 | 2,37 | 3,20 |
| Tanısal Test Sonuçları | | | | |
| $R^2 = 0,88$ | | $F İsta. = 7,282(0,00)$ | | $DW İst. = 2,088$ |
| $\chi^2_{RRMKH} = 14,647(0,00)$ | | $\chi^2_{BGAB} = 2,43(0,295)$ | $\chi^2_{JBN} = 0,45 (0,799)$ | |
| $\chi^2_{WDV} = 56,261(0,00)$ | | | | |

k denklemdeki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Paseran vd. (2001)’deki Tablo CI (II)’den alınmıştır. χ^2_{BGAB} , χ^2_{RRMKH} , χ^2_{JBN} ve χ^2_{WDV} sırasıyla Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık, Ramsey regresyonda model kurma hatası, Jarque-Bera normallik ve White değişen varyans sınaması istatistikleridir. Parantez içindeki rakamlar p-olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 5.12'deki sınır testi sonuçlarına göre, hesaplanan test istatistiği, Pasaran vd. (2001)'deki üst kritik değeri yüzde 5 anlamlılık düzeyinde aştığı görülmektedir. Bu sonuç, analize konu olan dört değişken arasında, bir eşbütünleşme ilişkisinin mevcut olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla uzun ve kısa dönem ilişkileri belirlemek üzere ARDL modeli şu şekilde kurulabilecektir.

$$LM2SA_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} LM2SA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} LRGSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} LOPEN_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4i} RF_{t-i} + u_t$$

Maksimum gecikme uzunluğunun 8'den başlanıldığı uzun dönem ARDL modelinde LM2SA değişkeninin 7, LRGSA değişkeninin 8, LOPEN değişkeninin 1 ve RF değişkeninin ise 8 gecikmeli değerleri ile tahmin edilmesinin uygun olacağı sonucuna varılmıştır. Tahmin sonuçları Tablo 5.13'de sunulmuştur:

Tablo 5.13: ARDL (7,8,1,8) Modeli Tahmin Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları

| Değişken | Katsayı | t - istatistiği | Değişken | Katsayı | t - istatistiği |
|---------------|---------------|------------------|---|----------------------|------------------|
| C | -1,449 | -3,40 (0,001)*** | $LRGSA_{t-6}$ | -0,006 | -0.02 (0.980) |
| $LM2SA_{t-1}$ | 0,835 | 6,72 (0,000)*** | $LRGSA_{t-7}$ | 0,670 | 3.37 (0.001)*** |
| $LM2SA_{t-2}$ | 0,066 | 0,38 (0,699) | $LRGSA_{t-8}$ | -0,309 | -2.51 (0.015)** |
| $LM2SA_{t-3}$ | -0,515 | -2.94 (0.004)*** | $LOPEN_t$ | -0,039 | -0.89 (0.373) |
| $LM2SA_{t-4}$ | 0,643 | 3.86 (0.000)*** | $LOPEN_{t-1}$ | 0,105 | 2.40 (0.020)** |
| $LM2SA_{t-5}$ | -0,408 | -2.53 (0.014)** | RF_t | -0,001 | -2.76 (0.008)*** |
| $LM2SA_{t-6}$ | -0,118 | -0.74 (0.457) | RF_{t-1} | 0,003 | 4.38 (0.000)*** |
| $LM2SA_{t-7}$ | 0,241 | 2.31 (0.024)** | RF_{t-2} | -0,004 | -4.66 (0.000)*** |
| $LRGSA_t$ | -1,099 | -9.05 (0.000)*** | RF_{t-3} | -0,001 | -1.09 (0.280) |
| $LRGSA_{t-1}$ | 1,371 | 6.90 (0.000)*** | RF_{t-4} | 0,0009 | 1.03 (0.304) |
| $LRGSA_{t-2}$ | -0,009 | -0.03 (0.969) | RF_{t-5} | -0,002 | -2.73 (0.008)*** |
| $LRGSA_{t-3}$ | -0,829 | -3.50 (0.001)*** | RF_{t-6} | 1,23E ⁻⁰⁵ | 0.01 (0.989) |
| $LRGSA_{t-4}$ | 1,247 | 5.39 (0.000)*** | RF_{t-7} | -0,0002 | -0.33 (0.741) |
| $LRGSA_{t-5}$ | -0,773 | -3.34 (0.001)*** | RF_{t-8} | -0,001 | -2.91 (0.005)*** |
| Değişkenler | Katsayı | t - istatistiği | Tamsal Testler | | |
| $LRGSA$ | 1,029 | 6,25*** | R ² = 0,96 $\bar{R}^2 = 0,95$ F-ist= 55,62 (0.00) DW= 2,11 | | |
| $LOPEN$ | 0,258 | 1,66* | $\chi^2_{RRMKH} (1) = 9,88 (0,01)$ | | |
| RF | -0,027 | 6,75*** | $\chi^2_{BGAB} (2) = 1,31 (0,52)$ | | |
| C | -5,677 | 5,78*** | $\chi^2_{JBN} (2) = 0,54 (0,74)$ | | |
| | | | $\chi^2_{WDV} (1) = 59.48 (0,75)$ | | |

Uzun dönem ARDL'ye ilişkin diagnostik test sonuçları herhangi bir ekonometrik sorunun olmadığını göstermektedir. Ampirik bulgulara göre, LRGSA ve LOPEN değişkenleri, finansal gelişme göstergesi olarak alınan LM2SA değişkenini pozitif olarak etkilediği görülmektedir. Diğer yandan RF ise, finansal gelişmeyi (LM2SA'yi) negatif olarak etkilediği sonucuna varılmıştır. Tahmin edilen modeldeki değişkenlere ait katsayılar istatistiksel olarak anlamlıdır. ARDL ile değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı (eşbütünleşmenin olması) tahmin edilen katsayıların istikrarlı (stable) olması anlamına gelmemektedir (Bahmani-Oskooee ve Chomsisengphet, 2002). Bu yüzden tahmin edilen katsayıların istikrarlılığının test edilmesi gerekmektedir. Ampirik uygulamalarda Brown vd. (1975) tarafından geliştirilen CUSUM (cumulative sum=kümülatif toplam) ve CUSUMSQ (cumulative sum of squares=kümülatif karelerin toplamı) testleri yaygın olarak kullanılmaktadır. Model 1'e ilişkin CUSUM ve CUSUMSQ testleri tahmin edilen uzun dönem ARDL katsayılarının istikrarlı olduğunu göstermektedir.³¹

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli ile aşağıda oluşturulan modele göre araştırılmıştır:

$$\Delta LM2SA_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta LM2SA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta LRGSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta LOPEN_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta RF_{t-i} + ECT_{t-1} + u_t$$

Modeldeki ECT_{t-1} uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimleri serisinin bir dönem gecikmeli değerleridir. Modelde gecikme uzunluğunun 8'den başlanıldığı analiz sonucunda, AIC yardımıyla ARDL (8,8,8,8) modelinin araştırılması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

³¹ CUSUM ve CUSUMSQ testlerine ilişkin şekiller EK-1'de sunulmuştur.

Tablo 5.14: ARDL (8,8,8,8) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Katsayıları

| Değişken | Katsayı | t - istatistiği | Değişken | Katsayı | t - istatistiği |
|-----------------------|---------------|------------------|--|---------------|-------------------------|
| C | 0,0002 | 0,028 (0,97) | $\Delta LOPEN_t$ | 0,047 | 0,50 (0,616) |
| $\Delta LM 2SA_{t-1}$ | 0,909 | 3,78 (0,000)*** | $\Delta LOPEN_{t-1}$ | 0,015 | 0,15 (0,876) |
| $\Delta LM 2SA_{t-2}$ | 0,148 | 1,16(0,250) | $\Delta LOPEN_{t-2}$ | -0,041 | -0,43 (0,669) |
| $\Delta LM 2SA_{t-3}$ | -0,501 | -3,88 (0,000)*** | $\Delta LOPEN_{t-3}$ | -0,087 | -0,92 (0,360) |
| $\Delta LM 2SA_{t-4}$ | 0,680 | 4,61 (0,000)*** | $\Delta LOPEN_{t-4}$ | 0,086 | 0,82 (0,415) |
| $\Delta LM 2SA_{t-5}$ | -0,462 | -3,25 (0,002)*** | $\Delta LOPEN_{t-5}$ | 0,017 | 0,17 (0,862) |
| $\Delta LM 2SA_{t-6}$ | -0,063 | -0,57 (0,569) | $\Delta LOPEN_{t-6}$ | -0,02 | -0,27 (0,785) |
| $\Delta LM 2SA_{t-7}$ | 0,192 | 1,67 (0,101) | $\Delta LOPEN_{t-7}$ | 0,04 | 0,45 (0,649) |
| $\Delta LM 2SA_{t-8}$ | 0,103 | 1,14 (0,261) | $\Delta LOPEN_{t-8}$ | -0,26 | -3,01 (0,004)*** |
| $\Delta LRGSA_t$ | -1,011 | -6,67 (0,000)*** | ΔRF_t | -0,002 | -3,49 (0,001)*** |
| $\Delta LRGSA_{t-1}$ | 1,427 | 4,21 (0,000)*** | ΔRF_{t-1} | 0,004 | 5,38 (0,000)*** |
| $\Delta LRGSA_{t-2}$ | 0,016 | 0,07 (0,944) | ΔRF_{t-2} | -0,004 | -4,32 (0,000)*** |
| $\Delta LRGSA_{t-3}$ | -0,849 | -3,98 (0,000)*** | ΔRF_{t-3} | -0,000 | -0,62 (0,537) |
| $\Delta LRGSA_{t-4}$ | 1,337 | 5,43 (0,000)*** | ΔRF_{t-4} | 0,001 | 1,15 (0,253) |
| $\Delta LRGSA_{t-5}$ | -0,855 | -2,92 (0,005)*** | ΔRF_{t-5} | -0,001 | -1,66 (0,103) |
| $\Delta LRGSA_{t-6}$ | 0,023 | 0,13 (0,896) | ΔRF_{t-6} | 0,0001 | 0,18 (0,852) |
| $\Delta LRGSA_{t-7}$ | 0,601 | 3,34 (0,001)*** | ΔRF_{t-7} | -0,0005 | -0,86 (0,394) |
| $\Delta LRGSA_{t-8}$ | -0,510 | -2,28 (0,027)** | ΔRF_{t-8} | -0,001 | -2,20 (0,033)** |
| | | | ECT_{t-1} | -1,123 | -3,93 (0,000)*** |
| Değişkenler | Katsayıları | t-istatistiği | Tanısal Testler | | |
| <i>LRGSA</i> | -23,89 | 0,258 | $R^2 = 0,88 \quad \bar{R}^2 = 0,77$ F-ist= 8,20 (0,00) DW= 2,04 | | |
| <i>LOPEN</i> | 28,32 | -0,702 | $\chi^2_{BGAB} (2) = 1,20 (0,546)$ | | |
| <i>RF</i> | 0,854 | -0,125 | $\chi^2_{RRMKH} (1) = 12,21 (0,000)$ | | |
| <i>C</i> | -0,036 | 0,700 | $\chi^2_{JBN} (2) = 0,64 (0,724)$ | | |
| | | | $\chi^2_{WDV} (1) = 70,30 (0,534)$ | | |

Modelde hata düzeltme teriminin katsayısı (ECM_{t-1}) negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. ECM'nin katsayısının 1'den büyük çıkması, kısa dönemde modelin uzun dönem ilişkisinden bir sapma olduğunda dalgalanarak dengeye geldiğini göstermektedir.

Model 2:

$$\Delta LYIKSA_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta LYIKSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta LRGSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta LOPEN_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta RF_{t-i} + a_5 LYIKSA_{t-1} + a_6 LRGSA_{t-1} + a_7 LOPEN_{t-1} + a_8 RF_{t-1} + u_t$$

Tablo 5.15: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Model 2)

| Gecikme Sayısı (m) | AIC | Breusch-Godfrey Otokorelasyon Testi (χ^{2BC}) |
|--------------------|---------------|--|
| 8 | -2,095 | 11,127 (0,003) |
| 7 | -2,186 | 2,793 (0,247) |
| 6 | -2,209 | 3,468 (0,176) |
| 5 | -2,141 | 1,134 (0,567) |
| 4 | -2,228 | 0,497 (0,779) |
| 3 | -2,303 | 0,428 (0,807) |
| 2 | -2,302 | 0,748 (0,687) |
| 1 | -2,369 | 0,724 (0,696)*** |

Yurtiçi kredi hacmi (YIKSA) değişkeninin bağımlı değişken olarak alındığı bu finansal gelişme modelinde ise, en küçük AIC kriterine göre uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiş ve bu gecikme değerinde otokorelasyona rastlanmamıştır.

Tablo 5.16: Sınır Testi Sonuçları (Model 2)

| k | F İstatistiği | Anlamlılık Düzeyinde Kritik Değerler | | |
|---------------------------------|---------------|--------------------------------------|-------------|--------------------------------|
| | | | Alt Sınır | Üst Sınır |
| 3 | 4,510 | %1 | 3,65 | 4,66 |
| | | %5 | 2,79 | 367 |
| | | %10 | 2,37 | 3,20 |
| Tanısal Test Sonuçları | | | | |
| $R^2 = 0,54$ | | $F İsta. = 7,826 (0,00)$ | | $DW İstatistiği = 2,045$ |
| $\chi^2_{RRMKH} = 3,62 (0,057)$ | | $\chi^2_{BGAB} = 0,724 (0,696)$ | | $\chi^2_{JBN} = 8,323 (0,015)$ |
| $\chi^2_{WDV} = 38,29 (0,169)$ | | | | |

k denklemdeki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Paseran vd. (2001)'deki Tablo CI (II)'den alınmıştır. χ^2_{BGAB} , χ^2_{RRMKH} , χ^2_{JBN} ve χ^2_{WDV} sırasıyla Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık, Ramsey regresyonda model kurma hatası, Jarque-Bera normallik ve White değişen varyans sınaması istatistikleridir. Parantez içindeki rakamlar p-olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 5.16'daki sınır testi sonuçlarına göre, hesaplanan test istatistiği, Paseran vd. (2001)'deki üst kritik değeri yüzde 5 düzeyinde aştığı görülmektedir. Bu sonuç, analize

konu olan dört değişken arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin mevcut olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla uzun ve kısa dönem ilişkilerini belirlemek üzere ARDL modeli kurulabilir.

Maksimum gecikme uzunluğunun 8'den başlanıldığı uzun dönem ARDL modelinde LYIKSA değişkeninin 2, LRGSA değişkeninin 3, LOPEN değişkeninin 7 ve RF değişkeninin ise gecikmesiz değerleri ile tahmin edilmesi sonucuna ulaşılmıştır. Tahmin sonuçları Tablo 5.17'deki gibidir.

$$LYIKSA_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} LYIKSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} LRGSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} LOPEN_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4i} RF_{t-i} + u_t$$

Tablo 5.17: ARDL (2,3,7,0) Modeli Tahmin Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları

| Değişken | Katsayı | t - istatistiği | Değişken | Katsayı | t – istatistiği |
|----------------|---------------|------------------|---|---------|------------------|
| C | -1,41 | -3,22 (0,002)*** | $LOPEN_{t-1}$ | -0,01 | -0,16 (0,87) |
| $LYIKSA_{t-1}$ | 0,54 | 4,74 (0,000)*** | $LOPEN_{t-2}$ | -0,05 | -0,48 (0,63) |
| $LYIKSA_{t-2}$ | 0,32 | 2,94 (0,004)*** | $LOPEN_{t-3}$ | 0,17 | 1,86 (0,06)* |
| $LRGSA_t$ | -0,80 | -4,91 (0,000)*** | $LOPEN_{t-4}$ | -0,16 | -1,97 (0,052)* |
| $LRGSA_{t-1}$ | 0,75 | 3,76 (0,000)*** | $LOPEN_{t-5}$ | 0,05 | 0,52 (0,60) |
| $LRGSA_{t-2}$ | 0,45 | 2,12 (0,037)** | $LOPEN_{t-6}$ | 0,11 | 1,21 (0,22) |
| $LRGSA_{t-3}$ | -0,18 | -1,08 (0,28) | $LOPEN_{t-7}$ | -0,23 | -2,90 (0,005)*** |
| $LOPEN_t$ | 0,07 | 0,77 (0,441) | RF_t | 0,002 | 3,07 (0,003)*** |
| Değişkenler | Katsayı | t- istatistiği | Tanısal Testler | | |
| $LRGSA$ | 1,662 | 3,644*** | $R^2 = 0,97$ $\bar{R}^2 = 0,96$ F-ist= 149,77 (0,00) DW= 1,99 | | |
| $LOPEN$ | -0,393 | -0,65 | $\chi^2_{RRMKH}(1) = 0,28 (0,59)$ | | |
| RF | 0,016 | 1,926** | $\chi^2_{BGAB}(2) = 0,33 (0,84)$ | | |
| C | -10,25 | 3,06*** | $\chi^2_{JBN}(2) = 11,97 (0,002)$ | | |
| | | | $\chi^2_{WDV}(1) = 22,27 (0,84)$ | | |

Tahmin edilen modelde otokorelasyon probleminin olmadığı görülmektedir. Uzun dönem modelinden elde edilen katsayılarından LRGSA değişkeninin LYIKSA değişkenini pozitif etkilediği ve bu parametrenin istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. LOPEN değişkeni ise, YIKSA değişkenini negatif yönde etkilemiş, ancak bu parametrenin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Diğer taraftan, RF değişkeni, bu modelde LYIKSA değişkenini pozitif olarak etkilemiş ve istatistiksel

olarak anlamlı bulunmuştur. Ayrıca Model 2'ye ilişkin CUSUM ve CUSUMSQ testleri tahmin edilen uzun dönem ARDL katsayılarının istikrarlı olduğunu göstermektedir.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli ile aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$\Delta LYIKSA_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta LYIKSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta LRGSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta LOPEN_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta RF_{t-i} + ECT_{t-1} + u_t$$

Modelde gecikme uzunluğunun yine 8'den başlanıldığı analiz sonucunda, AIC yardımıyla ARDL (2,3,7,0) modelinin araştırılması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 5.18: ARDL (2,3,7,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Katsayıları

| Değişken | Katsayı | t- istatistiği | Değişken | Katsayı | t- istatistiği |
|-----------------------|--------------|-----------------|---|---------------|-------------------------|
| C | 0,006 | 0,64 (0,52) | $\Delta LOPEN_{t-2}$ | -0,083 | -0,86 (0,38) |
| $\Delta LYIKSA_{t-1}$ | 0,534 | 2,37 (0,02)** | $\Delta LOPEN_{t-3}$ | 0,085 | 0,90 (0,36) |
| $\Delta LYIKSA_{t-2}$ | 0,278 | 2,37 (0,02)** | $\Delta LOPEN_{t-4}$ | -0,153 | -1,75 (0,08)* |
| $\Delta LRGSA_t$ | -0,845 | -5,02 (0,00)*** | $\Delta LOPEN_{t-5}$ | 0,106 | 1,21 (0,23) |
| $\Delta LRGSA_{t-1}$ | 0,627 | 2,20 (0,03)** | $\Delta LOPEN_{t-6}$ | 0,135 | 1,70 (0,09)* |
| $\Delta LRGSA_{t-2}$ | 0,311 | 1,63 (0,10) | $\Delta LOPEN_{t-7}$ | -0,176 | -1,96 (0,05)* |
| $\Delta LRGSA_{t-3}$ | -0,407 | -2,32 (0,02)** | ΔRF_t | 0,002 | 3,41 (0,001)*** |
| $\Delta LOPEN_t$ | 0,06 | 0,56 (0,57) | ECT_{t-1} | -1,001 | -3,83 (0,000)*** |
| $\Delta LOPEN_{t-1}$ | -0,081 | -0,83 (0,40) | | | |
| Değişkenler | Katsayıları | t-istatistiği | Tamsal Testler | | |
| <i>LM 2GDP</i> | -1,67 | -0,60 | $R^2 = 0,66 \quad \bar{R}^2 = 0,57$ F-ist= 7,53 (0.00) DW= 2,001 | | |
| <i>LXMGDP</i> | -0,56 | -0,28 | $\chi^2_{BGAB} (2) = 0,123 (0,94)$ | | |
| <i>RFAIZ</i> | 0,012 | 0,57 | $\chi^2_{RRMKH} (1) = 2,53 (0,11)$ | | |
| <i>C</i> | 0,036 | 0,65 | $\chi^2_{JBN} (2) = 22,43 (0,000)$ | | |
| | | | $\chi^2_{WDV} (1) = 39,73 (0,163)$ | | |

Modelde hata düzeltme teriminin katsayısı (ECM_{t-1}), negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. ECM'nin katsayısının ise, 1'e eşit olduğu görülmektedir. Bu durumda, değişkenlerin uzun dönem ilişkisinden bir sapmanın tamamının bir dönemde düzeltildiğini göstermektedir.

Model 3:

$$\Delta LOSKSA_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta LOSKSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta LRGSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta LOPEN_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta RF_{t-i} + a_5 LYIKSA_{t-1} + a_6 LRGSA_{t-1} + a_7 LOPEN_{t-1} + a_8 RF_{t-1} + u_t$$

Tablo 5.19: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Model 3)

| Gecikme Sayısı (m) | AIC | Breusch-Godfrey Otokorelasyon Testi (χ^{2BC}) |
|--------------------|---------------|--|
| 8 | -1,83 | 3,892 (0,142) |
| 7 | -1,903 | 1,224 (0,541) |
| 6 | -1,953 | 4,618 (0,099) |
| 5 | -2,034 | 2,562 (0,277) |
| 4 | -2,055 | 4,15 (0,125)*** |
| 3 | -1,981 | 7,106 (0,028) |
| 2 | -2,022 | 0,137 (0,933) |
| 1 | -2,062 | 6,333 (0,042) |

LOSKSA değişkeninin bağımlı değişken olarak alındığı finansal gelişme denklemi için otokorelasyon içermeyen en küçük AIC değerini veren uygun gecikme sayısı 4 olarak belirlenmiştir.

Tablo 5.20: Sınır Testi Sonuçları (Model 3)

| k | F İstatistiği | Anlamlılık Düzeyinde Kritik Değerler | | |
|---------------------------------|---------------|--------------------------------------|-----------|------------------------------|
| | | | Alt Sınır | Üst Sınır |
| 3 | 2,448 | %1 | 3,65 | 4,66 |
| | | %5 | 2,79 | 3,67 |
| | | %10 | 2,37 | 3,20 |
| Tanısal Test Sonuçları | | | | |
| $R^2 = 0,66$ | | $F İsta. = 4,87(0,00)$ | | $DW İstatistiği = 2,090$ |
| $\chi^2_{RRMKH} = 0,135(0,713)$ | | $\chi^2_{BGAB} = 4,15(0,125)$ | | $\chi^2_{JBN} = 14,43(0,00)$ |
| $\chi^2_{WDV} = 41,16(0,67)$ | | | | |

k denklemdeki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Paseran vd. (2001)'deki Tablo CI (II)'den alınmıştır. χ^2_{BGAB} , χ^2_{RRMKH} , χ^2_{JBN} ve χ^2_{WDV} sırasıyla Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık, Ramsey regresyonda model kurma hatası, Jarque-Bera normallik ve White değişen varyans sınaması istatistikleridir. Parantez içindeki rakamlar p-olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 5.20'den 4 gecikmeli model için hesaplanan F istatistiğinin, Paseran vd. (2001)'deki üst sınır değerini aşmadığı anlaşılmaktadır. Ancak Bahmani-Oskooee ve

Brooks (1999)'un önerdiği ve Bahmani-Oskooee ve Hajilee (2009) ile Bahmani-Oskooee ve Wang (2007)'in kullandığı yöntemle göre uzun ve kısa dönem ARDL yaklaşımının uygulanmasına karar verilmiştir. Bu yöntemle göre, uzun dönem ARDL modelinin sonucunda eş bütünlüğe belirlenememesi durumunda, kısa dönem ARDL modeli yine tahmin edilmekte ve eğer ECT_{t-1} negatif ve anlamlı bulunursa değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisinin olduğu söylenmektedir.

Tahmin edilen uzun dönem ARDL modeli şu şekilde oluşturulmuştur:

$$LOS\text{KSA}_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} LOS\text{KSA}_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} LRG\text{SA}_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} LOP\text{EN}_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4i} RF_{t-i} + d2001 + u_t$$

Maksimum gecikme uzunluğunun 8'den başladığı uzun dönem ARDL modelinde LOSKSA değişkeninin 5, LRGSA değişkeninin 1, LOPEN değişkeninin gecikmesiz ve RF değişkeninin ise 4 gecikmeli değerleri ile tahmin edilmesi sonucuna ulaşılmıştır. Tahmin sonuçları Tablo 5.21'deki gibidir

Tablo 5.21: ARDL (5,1,0,4) Modeli tahmin Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları

| Değişken | Katsayı | t- istatistiği | Değişken | Katsayı | t- istatistiği |
|-----------------------|---------------|-------------------|--|---------|-----------------|
| C | -0,88 | -2,64 (0,010)** | $LOPEN_t$ | 0,040 | 0,866 (0,389) |
| $LOS\text{KSA}_{t-1}$ | 0,896 | 9,852 (0,00)*** | RF_t | 0,0004 | 0,451 (0,652) |
| $LOS\text{KSA}_{t-2}$ | -0,064 | -0,527 (0,599) | RF_{t-1} | -0,0005 | -0,539 (0,591) |
| $LOS\text{KSA}_{t-3}$ | 0,112 | 0,932 (0,354) | RF_{t-2} | -0,0007 | -0,686 (0,495) |
| $LOS\text{KSA}_{t-4}$ | 0,155 | 0,128 (0,203) | RF_{t-3} | -0,001 | -1,025 (0,308) |
| $LOS\text{KSA}_{t-5}$ | -0,270 | -2,893 (0,005)*** | RF_{t-4} | -0,001 | -1,85 (0,067)* |
| $LRG\text{SA}_t$ | -0,780 | -5,078 (0,000)*** | D2001 | -0,109 | -2,38 (0,020)** |
| $LRG\text{SA}_{t-1}$ | 0,937 | 5,954 (0,000)*** | | | |
| Değişkenler | Katsayı | t- istatistiği | Tamsal Testler | | |
| $LRG\text{SA}$ | 0,919 | 2,954*** | $R^2 = 0,91$ $\bar{R}^2 = 0,89$ F-ist= 50,59 (0,00) DW= 1,86 | | |
| $LOPEN$ | 0,237 | 0,831 | $\chi^2_{RRMKH} (1) = 2,16 (0,14)$ | | |
| RF | -0,011 | -1,57* | $\chi^2_{BGAB} (2) = 0,56 (0,75)$ | | |
| C | -5,15 | -2,77*** | $\chi^2_{JBN} (2) = 19,42 (0,00)$ | | |
| | | | $\chi^2_{WDV} (1) = 26,79 (0,47)$ | | |

Tahmin edilen uzun dönem ARDL modelinde, otokorelasyon problemiyle karşılaşmamıştır. Uzun dönem ARDL modelinden elde edilen katsayıları göre,

LRGSA ve LOPEN değişkenleri, LOSKSA değişkenini pozitif olarak etkilemektedir. Ancak LRGSA değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı iken, LOPEN değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. RF değişkeni ise, bağımlı değişken LOSKSA'yı negatif olarak etkilemektedir. Diğer taraftan uzun dönem modelinde 2001 ekonomik krizinin etkisini ölçen kukla da LOSKSA değişkenini negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemiştir. Model 3'e ilişkin CUSUM, uzun dönem ARDL katsayılarının istikrarlı olduğunu ve CUSUMSQ ise, katsayıların istikrarlı olmadığını ve özellikle 2002-2005 dönemleri arasında sınır değerleri aştığını göstermektedir. Akinlo (2006), böylesi bir durumun muhtemelen yapısal uyum politikalarının uygulamaya konulmasıyla oluşan şokların etkisiyle ortaya çıkmış olabileceğini ileri sürmektedir. Ayrıca bu hata terimlerinin varyansının sadece kısmen istikrarlı olduğu anlamına gelmektedir (Akinlo, 2006: 249).

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ise, hata düzeltme modeli ile aşağıdaki şekilde araştırılmış ve 5,1,0,0 modelinin uygun model olduğu bulunmuştur.

$$\Delta LOSKSA_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta LOSKSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta LRGSA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta LOPEN_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta RF_{t-i} + ECT_{t-1} + u_t$$

Tablo 5.22: ARDL (5,1,0,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Katsayıları

| Değişken | Katsayı | t - istatistiği | Değişken | Katsayı | t - istatistiği |
|-----------------------|--------------|------------------|--|---------------|-------------------------|
| C | -0,002 | -0,25 (0,803) | $\Delta LRGSA_t$ | -0,734 | -4,72 (0,000)*** |
| $\Delta LOSKSA_{t-1}$ | 0,868 | 4,687 (0,000)*** | $\Delta LRGSA_{t-1}$ | 1,225 | 5,472 (0,000)*** |
| $\Delta LOSKSA_{t-2}$ | -0,157 | -1,888 (0,063)* | $\Delta LOPEN_t$ | 0,011 | 0,25 (0,80) |
| $\Delta LOSKSA_{t-3}$ | 0,064 | 0,752 (0,454) | ΔRF_t | 0,0004 | 0,614 (0,654) |
| $\Delta LOSKSA_{t-4}$ | 0,128 | 1,592 (0,115) | ECT_{t-1} | -0,908 | -4,11 (0,000)*** |
| $\Delta LOSKSA_{t-5}$ | -0,128 | -1,461 (0,148) | | | |
| Değişkenler | Katsayıları | t-istatistiği | Tamsal Testler | | |
| <i>LRGSA</i> | 2,192 | 0,721 | R ² = 0,63 \bar{R}^2 = 0,58 F-ist= 11,94 (0.00) DW= 2,06 | | |
| <i>LOPEN</i> | 0,051 | 0,239 | $\chi^2_{BGAB} (2) = 1,42 (0,49)$ | | |
| <i>RF</i> | 0,001 | 0,333 | $\chi^2_{RRMKH} (1) = 0,219 (0,639)$ | | |
| <i>C</i> | -0,01 | -0,227 | $\chi^2_{JBN} (2) = 12,36 (0,004)$ | | |
| | | | $\chi^2_{WDV} (1) = 13,89 (0,835)$ | | |

Tahmin sonuçlarına göre, hata düzeltme teriminin katsayısı (ECM_{t-1}), negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. ECM'nin katsayısının ise, 1'e oldukça yakın olduğu görülmektedir. Bu durumda, kısa dönemde değişkenlerin uzun dönem ilişkisindeki bir sapmanın tamamının neredeyse bir dönemde düzeltildiğini göstermektedir. Ayrıca ECM'nin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması, Bahmani-Oskooee ve Brooks (1999), Bahmani-Oskooee ve Hajilee (2009) ve Bahmani-Oskooee ve Wang (2007)'in yaklaşımlarına göre, modeldeki değişkenlerin uzun dönemde eş bütünleşik olduğunun kanıtını oluşturmaktadır.

5.4.3.2. Johansen Yöntemiyle Eş Bütünleşme Testi ve Hata Düzeltme Mekanizmasının Sonuçları

Johansen eş bütünleşme yönteminde modelde yer alan değişkenler bağımlı ve bağımsız değişken ayrımı yapılmadan incelemeye konu olmakta ve VAR analizine dayanmaktadır. Ayrıca Johansen eş bütünleşme yöntemi, VAR analizinde seçilen gecikme uzunluğuna oldukça duyarlıdır. Dolayısıyla Johansen eş bütünleşme yöntemine geçmeden her bir modelin gecikme uzunluğunun belirlenerek, VAR tahminlerinin yapılması gerekmektedir.³²

Model 4:

Model 4'de yer alan değişkenlere dayalı VAR analizi için 1 gecikmenin uygun olduğu görülmüştür. Modele 1980 sonrası Türk ekonomisindeki dönüşümün etkisini yansıtmak için, 1980 öncesi sıfır sonrası 1 olan bir kukla (D1981) eklenmiştir. Ayrıca bazı serilerin grafiksel incelemesinde trend eğilimi olduğu görülmüş ve D1981 ile birlikte TREND eş bütünleşme uzayına (cointegration space) dahil edilmiştir. Trendin dahil edilmesiyle modele katılmayan ihmal edilmiş diğer değişkenlerin de bağımlı değişken üzerindeki etkisi yakalanmaya çalışılmıştır (De Vita vd., 2006: 3455).

Uygun gecikme uzunluğuna dayalı VAR analizinin ardından değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Johansen eş bütünleşme testine göre belirlenmiş ve sonuçlar Tablo 5.23'de sunulmuştur.

³² Bu bölümde tahmin edilen her bir modele ilişkin gecikme uzunluğu belirleme, VAR tahminleri ve bu tahminlere ilişkin diognastik testlerin sonuçları EK-1'de sunulmuştur. VAR modelleri için uygun gecikme uzunluğu SC (Schwarz information criterion) kriterine göre belirlenmiştir. Diğer taraftan tahmin edilen VAR modellerinin analiz sonuçlarına, otokorelasyon, değişen varyans ve normallik testlerinin de değerlendirilmesi gerekmektedir. VAR modelleri, fonksiyonel form içermeyip doğrusal olduğundan, tanımlama hatası incelemesi yapılmamaktadır (Tari, 2005: 447).

Tablo 5.23: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 4)

| Ho: rank=r | İz İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık | Max. Özdeğer İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık |
|----------------|-------------------|-------------------------|----------|--------------------------------|-------------------------|----------|
| r=0 | 92.73694* | 76.97277 | 0.0019 | 43.79967* | 34.80587 | 0.0033 |
| r<=1 | 48.93727 | 54.07904 | 0.1329 | 20.48869 | 28.58808 | 0.3757 |
| r<=2 | 28.44858 | 35.19275 | 0.2218 | 17.59813 | 22.29962 | 0.1995 |
| r<=3 | 10.85045 | 20.26184 | 0.5566 | 7.060282 | 15.89210 | 0.6621 |
| r<=4 | 3.790166 | 9.164546 | 0.4443 | 3.790166 | 9.164546 | 0.4443 |

Johansen eş bütünleşme testinin İz ve Maksimum Özdeğer istatistiklerinin kritik değerlerden büyük olması, boş hipotezin reddedilerek alternatif hipotezin kabul edilmesi gerektiğini göstermektedir. Bu çerçevede Model 4'te yer alan değişkenler arasında yalnızca bir eş bütünleşme vektörü (cointegration vector) bulunduğu her iki istatistik tarafından ortaya konmaktadır. Diğer bir ifadeyle bu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki mevcuttur.

Model 4'te yer alan değişkenlerin LM2'ye göre normalize edilmiş uzun dönem vektörü Tablo 5.24'de verilmiştir.

Tablo 5.24: Normalize Edilmiş Vektör (Model 1)

| LM2 | LKBG | LOPEN | LENF | LKTAS | C | |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|
| 1.000000 | -3.323148 | -0.639631 | 0.620772 | -2.578750 | 2.862976 | katsayı |
| | (0.78356) | (0.33089) | (0.11296) | (0.67451) | (1.31848) | St. hata |
| | [-4.24111] | [-1.93305] | [5.49530] | [-3.82317] | [2.17142] | t-değeri |

Burada değişkenler arasında tespit edilen bu normalize edilmiş vektör (modeldeki diğer değişkenlerin zayıf dışsal (weakly exogenous) olduğu varsayımı altında) teknik olarak şu şekilde yazılabilir:

$$LM2 = -2.86 + 3.32LKBG + 0.64LOPEN - 0.62LENF + 2.58LKTAS$$

Elde edilen uzun dönem ilişkisine göre, LM2'yi LKBG, LOPEN ve LKTAS³³ pozitif ve LENF ise negatif olarak etkilemektedir. Ayrıca Tablo 5.24'e göre değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren bu vektördeki katsayılar istatistiksel olarak anlamlıdır. Uzun dönemli vektörde yer alan değişkenlerin tahmin edilen katsayıları, teorik çerçeveye uygun ve beklenen yöndedir.

³³ Finansal gelişme üzerinde kamunun mali yapısının etkisini tespit etmek için Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG) ve Kamu Tüketim Harcamaları tahminlerde kullanılmış, ancak bu değişkenlerin yer aldığı modellerde uzun dönemli bir ilişki (eş bütünleşme vektörü) tespit edilememiştir.

Model 4'te yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin belirlenmesinden sonra kısa dönem hata düzeltme mekanizması analizine ilişkin sonuçlar Tablo 5.25'de yer almaktadır.

Tablo 5.25: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 4)

| Değişken | Katsayı | St. Hata | t-değeri | Olasılık |
|---|-----------|----------|-----------|----------|
| DLM2(-1) | -0.228851 | 0.154124 | -1.484846 | 0.1461 |
| DLKBG(-1) | 0.030480 | 0.348839 | 0.087376 | 0.9308 |
| DLOPEN(-1) | 0.138047 | 0.107770 | 1.280943 | 0.2082 |
| DLENF(-1) | 0.016763 | 0.020329 | 0.824612 | 0.4149 |
| DLKTAS(-1) | -0.301781 | 0.213823 | -1.411355 | 0.1665 |
| COINTEQ01 | -0.079505 | 0.037104 | -2.142757 | 0.0388 |
| D1981 | 0.123856 | 0.062853 | 1.970560 | 0.0563 |
| TREND | -0.009830 | 0.003845 | -2.556735 | 0.0148 |
| DTMSF | 0.086589 | 0.048612 | 1.781216 | 0.0831 |
| $R^2 = 0.29$ $\sum e^2 = 0.36$ $Sh = 0.098$ | | | | |
| $\chi^2_{BGAB} = 1,14 (0,56)$ $\chi^2_{JBN} = 1.18 (0,55)$ $\chi^2_{WDV} = 14.09 (0,59)$ | | | | |
| χ^2_{BGAB} = Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık LM Testi χ^2_{JBN} = Jarque-Bera Normallik Testi χ^2_{WDV} = White Değişen Varyans Testi | | | | |

Değişkenler arası kısa dönem analizlere, kurumsal düzenlemelere ilişkin geliştirilen kuklalardan DTMSF dahil edilmiştir. Tahmin edilen hata düzeltme mekanizması sonuçlarına göre, hata düzeltme teriminin gecikmesinin (COINTEQ01) negatif ve istatistiksel anlamlılığı, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiden bir sapma olduğunda oldukça yavaş (-0.08) bir düzeltme yaptığını göstermektedir. Ayrıca modelde yer alan değişkenlerin kısa dönemde finansal gelişme üzerine etkilerinin kaybolduğu anlaşılmaktadır. Diğer taraftan 1980 sonrası yaşanan ekonomik dönüşüm ile TMSF'nin faaliyete başlamasının finansal gelişme üzerinde olumlu etkiler yarattığı gözlenmektedir.

Model 5:

Model 5'te yer alan değişkenlere dayalı VAR analizi için 1 gecikmenin uygun olduğu görülmüştür. Model 4'te olduğu gibi Model 5'te de 1980 sonrası Türk ekonomisindeki dönüşümün etkisini yansıtmak için, D1981 kukla değişkeni eklenmiştir. Ayrıca bu modelde de değişkenlerdeki trend eğiliminden ötürü TREND değişkeni eş bütünleşme uzayına dahil edilmiştir.

Uygun gecikme uzunluğuna dayalı VAR analizinin ardından değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Johansen eş bütünleşme testine göre belirlenmiş ve sonuçlar Tablo 5.26’da sunulmuştur.

Tablo 5.26: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 5)

| Ho: rank=r | İz İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık | Max. Özdeğer İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık |
|---------------|-------------------|-------------------------|----------|--------------------------------|-------------------------|----------|
| r==0 | 99.10245* | 76.97277 | 0.0004 | 40.14844* | 34.80587 | 0.0105 |
| r<=1 | 58.95402* | 54.07904 | 0.0172 | 22.09658 | 28.58808 | 0.2693 |
| r<=2 | 36.85743* | 35.19275 | 0.0328 | 20.82114 | 22.29962 | 0.0793 |
| r<=3 | 16.03629 | 20.26184 | 0.1727 | 12.42762 | 15.89210 | 0.1625 |
| r<=4 | 3.608672 | 9.164546 | 0.4735 | 3.608672 | 9.164546 | 0.4735 |

Model 5’te Johansen eşbütünleşme testi sonuçları, iz istatistiği üç eşbütünleşme vektörü, maksimum özdeğer istatistiği ise bir tane eşbütünleşme vektörünün olduğunu göstermektedir. Her iki istatistiğin farklı sayıda eşbütünleşme vektörünü gösterdiği durumlarda eşbütünleşme vektörünün sayısının belirlenmesi için istatistiksel testler önerilmektedir (Robertson ve Wickens, 1994). Johansen ve Juselius (1992) ise, her iki testin farklı sonuçlar vermesi durumunda indirgenmiş rank testi (reduced rank test) önermektedir. Doornik ve Hendry (1994), uzun dönem ilişkisinin (eşbütünleşme vektörünün) sayısı için uygulanan kısıt (restriction) yeni bir uzun dönem matrisi üreteceğini ve bunun üzerine kısıtsız uzun dönem matrisi (unrestricted long run matrix) ile kısıtlı uzun dönem matrisinin (restricted long run matrix) karşılaştırması yoluna gidilmesini önermektedirler. Hansen ve Juselius (1995) ise, bu durumlarda uzun dönem matrisinin (long-run matrix) özdeğerlerinin (eigenvalues) incelenmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Ayrıca eşbütünleşme vektörlerinin grafiklerinin görsel olarak incelenmesiyle de vektör sayısına karar verilebilir (Rinaldi ve Tedeschi, 1996). Son olarak, burada incelenen konuya ilişkin teorik çerçevede önem arz etmektedir. Bazı durumlarda ekonomik teori sınırlı sayıda ilişki öngörmektedir. Değişkenler arasında ekonomik teorinin öngörüsünden daha fazla sayıda uzun dönem ilişkisini kabul etmek ve yorumlamak tutarlı gözükmemektedir. Model 5’te yer alan değişkenler arasında da ekonomik açıdan teorik tutarlılığı olan 3 uzun dönem ilişkisini tanımlamak oldukça güçtür. Bu tartışmalardan yola çıkarak, Model 5’te yer alan değişkenler arasında maksimum özdeğer istatistiğinin işaret ettiği gibi bir tane eşbütünleşme vektörünün

olduğu kabul edilerek analizlere devam edilmiştir. Bu sonuç doğrultusunda elde edilen normalize edilmiş bu vektör Tablo 5.27’de sunulmuştur.

Tablo 5.27: Normalize Edilmiş Vektör (Model 5)

| LOS K | LK BG | LO PEN | LE NF | LK TAS | C | |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|
| 1.000000 | -2.432409 | -0.549808 | 0.436387 | -0.728470 | 3.990649 | katsayı |
| | (0.39148) | (0.16313) | (0.05982) | (0.32962) | (0.68521) | St. hata |
| | [-6.21335] | [-3.37041] | [7.29470] | [-2.21001] | [5.82400] | t-değeri |

Burada değişkenler arasında tespit edilen bu normalize edilmiş vektör teknik olarak şu şekilde yazılabilir:

$$LOS K = -3.99 + 2.43LK BG + 0.55LO PEN - 0.44LE NF + 0.73LK TAS$$

Buna göre, Model 4’te olduğu gibi Model 5’te de LK BG, LO PEN ve LK TAS değişkenleri finansal gelime göstergesi olarak kullanılan LOS K’yı pozitif etkilemişken, LE NF değişkeni ise negatif etkilemiştir. Uzun dönem katsayılarında istatistiksel olarak anlamlı oldukları görülmektedir.

Tablo 5.28: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 5)

| Değişken | Katsayı | St. Hata | t-değeri | Olasılık |
|--|-----------|----------|-----------|----------|
| DLOS K(-1) | 0.269005 | 0.134682 | 1.997327 | 0.0530 |
| DLK BG(-1) | -0.287650 | 0.345249 | -0.833165 | 0.4100 |
| DLO PEN(-1) | 0.200253 | 0.116711 | 1.715803 | 0.0943 |
| DLE NF(-1) | 0.001458 | 0.025782 | 0.056553 | 0.9552 |
| DLK TAS(-1) | 0.001655 | 0.217561 | 0.007605 | 0.9940 |
| COINTEQ02 | -0.159690 | 0.085665 | -1.864121 | 0.0700 |
| D1981 | -0.015439 | 0.065937 | -0.234142 | 0.8161 |
| @TREND | -0.007241 | 0.004432 | -1.633721 | 0.1106 |
| $R^2 = 0.25$ $\sum e^2 = 0.42$ $Sh = 0.10$ | | | | |
| $\chi^2_{BGAB} = 7,80 (0,02)$ $\chi^2_{JBN} = 5.81 (0.05)$ $\chi^2_{WDV} = 11.30 (0.73)$ | | | | |

Tahmin edilen hata düzeltme mekanizması sonuçlarına göre, hata düzeltme teriminin gecikmesinin (COINTEQ02) negatif ve istatistiksel olarak anlamlılığı, kısa dönemde değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiden bir sapma olduğunda yavaş (-0.16) bir düzeltmenin yapıldığını göstermektedir. Diğer taraftan kısa dönemde de DLOS K_{t-1} ve DLO PEN_{t-1}, finansal gelişmeyi (DLOS K_t) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir.

Model 6:

Model 6'da yer alan değişkenlere dayalı VAR analizi için 1 gecikmenin uygun olduğu görülmüştür. Model 6'da diğer değişkenlere ek olarak iç borçlanmanın finansal gelişmeye etkisi ele alınmış ve iç borçlanma serisi 1980'den başlamaktadır. Dolayısı ile modele D1981 kuklası yerine, 2001 krizinin etkisinin araştırılması için i2001 anlık (impulse) kuklası eklenmiştir. Uygun gecikme uzunluğuna dayalı VAR analizinin ardından değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Johansen eş bütünlük testine göre belirlenmiş ve sonuçlar Tablo 5.29'da sunulmuştur.

Tablo 5.29: Johansen Eş Bütünlük Test Sonuçları (Model 6)

| Ho: rank=r | İz İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık | Max. Özdeğer İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık |
|---------------|-------------------|----------------------|----------|--------------------------------|----------------------|----------|
| r=0 | 110.6074* | 76.97277 | 0.0000 | 49.58094* | 34.80587 | 0.0005 |
| r<=1 | 61.02647* | 54.07904 | 0.0106 | 24.76991 | 28.58808 | 0.1426 |
| r<=2 | 36.25655* | 35.19275 | 0.0382 | 20.66261 | 22.29962 | 0.0832 |
| r<=3 | 15.59395 | 20.26184 | 0.1942 | 11.15133 | 15.89210 | 0.2408 |
| r<=4 | 4.442615 | 9.164546 | 0.3502 | 4.442615 | 9.164546 | 0.3502 |

Model 6'da Johansen eşbütünlük testi sonuçları, iz istatistiğine göre üç eşbütünlük vektörü, maksimum özdeğer istatistiğine göre ise bir tane eşbütünlük vektörünün bulunduğu görülmektedir. Model 5'teki bu konudaki tartışmalardan yola çıkarak, Model 6'da yer alan değişkenler arasında maksimum özdeğer istatistiğinin işaret ettiği üzere bir tane eşbütünlük vektörünün olduğu kabul edilerek analizlere devam edilmiştir. Bu doğrultuda elde edilen normalize edilmiş vektör Tablo 5.30'da sunulmuştur.

Tablo 5.30: Normalize Edilmiş Vektör (Model 6)

| LOS | LKBG | LOPEN | LENF | LIB | C | |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|
| 1.000000 | -0.244622 | -1.378322 | 0.272939 | 0.811500 | -2.913425 | katsayı |
| | (0.15129) | (0.11111) | (0.03170) | (0.08126) | (0.63853) | St. hata |
| | [-1.61695] | [-12.4046] | [8.61114] | [9.98631] | [-4.56270] | t-değeri |

Burada değişkenler arasında tespit edilen uzun dönem ilişkisinin normalize edilmiş hali teknik olarak şu şekilde yazılabilir:

$$LOS = 2.91 + 0.245LKBG + 1.378LOPEN - 0.272LENF - 0.811LIB$$

Yapılan tahmin sonucuna göre, uzun dönemde, LKBG ve LOPEN pozitif ve LENF ve LIB ise negatif olarak finansal gelişmeyi (LOSK) etkilemektedir. Tahmin edilen tüm parametreler istatistiksel olarak anlamlı olduğunda görülmektedir.

Model 6'nın kısa dönem hata düzeltme mekanizması sonuçları ise Tablo 5.31'de yer almaktadır.

Tablo 5.31: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 6)

| Değişken | Katsayı | St. Hata | t-değeri | Olasılık |
|---|-----------|----------|-----------|----------|
| DLOSK(-1) | 0.156219 | 0.127475 | 1.225483 | 0.2362 |
| DLKBG(-1) | -0.592808 | 0.338363 | -1.751985 | 0.0968 |
| DLOPEN(-1) | -0.213023 | 0.149416 | -1.425700 | 0.1711 |
| DLENF(-1) | -0.055710 | 0.046325 | -1.202594 | 0.2447 |
| DLIB(-1) | 0.076097 | 0.105842 | 0.718968 | 0.4814 |
| COINTEQ03 | -0.685427 | 0.134965 | -5.078567 | 0.0001 |
| I2001 | -0.181669 | 0.072047 | -2.521534 | 0.0213 |
| DBDDK | 0.054512 | 0.027809 | 1.960262 | 0.0656 |
| $R^2 = 0.80$ $\sum e^2 = 0.073$ $Sh = 0.064$ $\chi^2_{BGAB} = 2.83 (0.24)$ $\chi^2_{JBN} = 0.35 (0.84)$ $\chi^2_{WDV} = 9.52 (0.79)$ | | | | |

Hata düzeltme mekanizması sonuçlarına göre, hata düzeltme teriminin gecikmesinin (COINTEQ03) negatif ve istatistiksel olarak anlamlılığı, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiden bir sapma olduğunda hızlı (-0.68) bir düzeltmenin varlığını göstermektedir. Kısa dönem tahmin sonuçlarına göre, kişi başına gelirin finansal gelişme üzerine etkisi negatif ve %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca 2001 krizinin finansal gelişme üzerine etkisinin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Son olarak, BDDK'nın 2000 yılında faaliyete geçmesinin finansal gelişme (LOSK) üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisinin varlığı söz konusudur.

Model 7:

Model 7'de yer alan değişkenlere dayalı VAR analizi için 1 gecikmenin uygun olduğu görülmüştür. Bu modele de 2001 krizinin etkisinin araştırılması için i2001 anlık kuklası eklenmiştir. Uygun gecikme uzunluğuna dayalı VAR analizinin ardından değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Johansen eş bütünleşme testine göre belirlenmiş ve sonuçlar Tablo 5.32'de sunulmuştur.

Tablo 5.32: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 7)

| Ho: rank=r | İz İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık | Max. Özdeğer İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık |
|---------------|-------------------|----------------------|----------|--------------------------------|----------------------|----------|
| r=0 | 97.33023* | 76.97277 | 0.0006 | 40.42262* | 34.80587 | 0.0096 |
| r<=1 | 56.90760* | 54.07904 | 0.0274 | 27.85719 | 28.58808 | 0.0618 |
| r<=2 | 29.05042 | 35.19275 | 0.1975 | 16.92298 | 22.29962 | 0.2376 |
| r<=3 | 12.12743 | 20.26184 | 0.4375 | 7.294417 | 15.89210 | 0.6334 |
| r<=4 | 4.833014 | 9.164546 | 0.3022 | 4.833014 | 9.164546 | 0.3022 |

Model 7’de Johansen eşbütünleşme testi sonuçları, iz istatistiğine göre iki eşbütünleşme vektörü, maksimum özdeğer istatistiğine göre ise bir tane eşbütünleşme vektörünün bulunduğu görülmektedir. Model 5’teki tartışmalardan yola çıkarak, Model 7’te yer alan değişkenler arasında maksimum özdeğer istatistiğinin önerdiği bir tane eşbütünleşme vektörünün olduğu kabul edilerek analizlere devam edilmiştir. Bu doğrultuda elde edilen normalize edilmiş vektör Tablo 5.33’de sunulmuştur.

Tablo 5.33: Normalize Edilmiş Vektör (Model 7)

| LM2 | LKBG | LOPEN | LENF | LIB | C | |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|
| 1.000000 | -0.311249 | -0.812651 | 0.051529 | -0.007710 | 0.878273 | katsayı |
| | (0.12732) | (0.09730) | (0.02048) | (0.06279) | (0.59263) | St. hata |
| | [-2.44469] | [-8.35172] | [2.51579] | [-0.12278] | [1.48200] | t-değeri |

Burada değişkenler arasında tespit edilen bu normalize edilmiş vektör teknik olarak şu şekilde yazılabilir:

$$LM2 = -0.878 + 0.311LKBG + 0.812LOPEN - 0.051LENF + 0.007LIB$$

Buna göre finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan LM2 değişkenini, LKBG, LOPEN ve LIB değişkenleri pozitif etkilemişlerken, LENF değişkeni ise negatif etkilemiştir. LIB değişkeni istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç vermezken, diğer katsayılar istatistiksel olarak anlamlıdır.

Model 7’nin kısa dönem analizleri ise Tablo 5.34’te yer almaktadır.

Tablo 5.34: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 7)

| Değişken | Katsayı | St. Hata | t-değeri | Olasılık |
|--|-----------|----------|-----------|----------|
| DLM2(-1) | 0.126101 | 0.196341 | 0.642256 | 0.5288 |
| DLKBG(-1) | -0.695500 | 0.594859 | -1.169184 | 0.2576 |
| DLOPEN(-1) | -0.290951 | 0.189208 | -1.537733 | 0.1415 |
| DLENF(-1) | -0.138375 | 0.060002 | -2.306159 | 0.0332 |
| DLIB(-1) | -0.056440 | 0.096403 | -0.585459 | 0.5655 |
| COINTEQ04 | -0.779303 | 0.239883 | -3.248683 | 0.0045 |
| I2001 | 0.302717 | 0.114291 | 2.648658 | 0.0163 |
| DTM100 | 0.090147 | 0.035711 | 2.524342 | 0.0212 |
| $R^2 = 0.66$ $\sum e^2 = 0.13$ $Sh = 0.08$ | | | | |
| $\chi^2_{BGAB} = 2.68 (0.26)$ $\chi^2_{JBN} = 1.79 (0.40)$ $\chi^2_{WDV} = 13.84 (0.46)$ | | | | |

Tahmin edilen hata düzeltme mekanizması sonuçlarına göre, hata düzeltme teriminin gecikmesinin (COINTEQ04) negatif ve istatistiksel anlamlılığı, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiden bir sapma olduğunda oldukça hızlı (-0.78) bir düzeltmenin varlığını göstermektedir. Ayrıca kısa dönemde modelde yer alan değişkenlerin çoğunun finansal gelişme üzerine etkilerinin kaybolduğu anlaşılmaktadır. Ancak LENF'in finansal gelişme üzerine etkisi uzun dönemdekine benzer bir şekilde aynı yönde (negatif) ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde varlığını sürdürmektedir. 2001 krizinin etkisi için kullanılan i2001 anlık kuklası, finansal gelişmeyi (LM2) pozitif olarak etkilemiştir. Burada 2001 krizi öncesi uygulanan IMF destekli istikrar programının likidite sıkışıklığına neden olduğu ve krizin de IMF programına katı bir şekilde uyulmasından kaynaklandığı gerçeğini dikkate almak gerekirse, krizle birlikte piyasadaki likiditeyi artırmaya yönelik politikaların LM2'yi olumlu etkilediği görülmektedir. Son olarak, kurumsal yapıdaki değişmelerin ve özellikle de tasarruf mevduatına sağlanan %100 güvencenin de (DTM100 kuklası) finansal gelişme üzerinde olumlu etkiler yarattığı görülmektedir.

Model 8:

Model 8'de yer alan değişkenlere dayalı VAR analizi için 1 gecikmenin uygun olduğu görülmüştür. Model 8, özellikle net portföy yatırımlarının finansal gelişmeye etkisini analiz etmeye yöneliktir. LNPNY serisi 1987 yılından itibaren mevcuttur. Model 8'e de i2001 anlık kuklası eklenmiştir. Uygun gecikme uzunluğuna dayalı VAR

analizinin ardından değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Johansen eş bütünleşme testine göre belirlenmiş ve sonuçlar Tablo 5.35'te sunulmuştur.

Tablo 5.35: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 8)

| Ho: rank=r | İz İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık | Max. Özdeğer İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık |
|---------------|-------------------|----------------------|----------|--------------------------------|----------------------|----------|
| r=0 | 75.43362* | 54.07904 | 0.0002 | 41.11564* | 28.58808 | 0.0008 |
| r<=1 | 34.31799 | 35.19275 | 0.0619 | 20.74726 | 22.29962 | 0.0811 |
| r<=2 | 13.57073 | 20.26184 | 0.3200 | 10.41306 | 15.89210 | 0.2982 |
| r<=3 | 3.157671 | 9.164546 | 0.5517 | 3.157671 | 9.164546 | 0.5517 |

Johansen eş bütünleşme testinin İz ve Maksimum Özdeğer istatistiklerinin kritik değerlerden büyük olması, boş hipotezin reddedilerek alternatif hipotezin kabul edilmesi gerektiğini göstermektedir. Bu çerçevede Model 8'de yer alan değişkenler arasında yalnızca bir eş bütünleşme vektörünün bulunduğu her iki istatistik tarafından da desteklenmektedir.

Model 8'de yer alan değişkenlerin LM2'ye göre normalize edilmiş uzun dönem vektörü Tablo 5.36'te verilmiştir.

Tablo 5.36: Normalize Edilmiş Vektör (Model 8)

| LM2 | LKBG | LOPEN | LNPY1 | C | |
|----------|------------|------------|------------|------------|----------|
| 1.000000 | -0.540339 | -0.995681 | -6.073387 | 1.527581 | katsayı |
| | (0.24984) | (0.04205) | (1.09960) | (0.72481) | St. hata |
| | [-2.16277] | [-23.6792] | [-5.52329] | [2.10757] | t-değeri |

Burada değişkenler arasında tespit edilen normalize edilmiş bu vektör teknik olarak şu şekilde yazılabilir:

$$LM2 = -1.527 + 0.54LKBG + 0.995LOPEN + 6.073LNPY$$

Buna göre finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan LM2 değişkenini, LKBG, LOPEN ve LNPY değişkenleri pozitif olarak etkilemişler ve katsayılar istatistiksel olarak anlamlı bulunmuşlardır.

Model 8'de yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin belirlenmesinden sonra kısa dönem hata düzeltme mekanizması analizine ilişkin sonuçlar Tablo 5.37'de yer almaktadır.

Tablo 5.37: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 8)

| Değişken | Katsayı | St. Hata | t-değeri | Olasılık |
|--|-----------|----------|-----------|----------|
| DLM2(-1) | -0.291865 | 0.269397 | -1.083403 | 0.2999 |
| DLKBG(-1) | -0.916035 | 0.845982 | -1.082807 | 0.3002 |
| DLOPEN(-1) | -0.507106 | 0.284434 | -1.782860 | 0.0999 |
| DLNPY1(-1) | -3.422003 | 1.155290 | -2.962029 | 0.0119 |
| COINTEQ05 | -0.504257 | 0.210193 | -2.399018 | 0.0336 |
| I2001 | 0.177857 | 0.119918 | 1.483163 | 0.1638 |
| DTM100 | 0.108530 | 0.042217 | 2.570784 | 0.0245 |
| $R^2 = 0.70$ $\sum e^2 = 0.10$ $Sh = 0.09$ | | | | |
| $\chi^2_{BGAB} = 0.63 (0.72)$ $\chi^2_{JBN} = 0.30 (0.85)$ $\chi^2_{WDV} = 15.39 (0.22)$ | | | | |

Model 5 için tahmin edilen hata düzeltme mekanizması sonuçlarına göre, hata düzeltme teriminin gecikmesinin (COINTEQ05) negatif ve istatistiksel olarak anlamlılığı, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiden bir sapma olduğunda orta düzeyde (-0.50) bir düzeltmenin varlığını göstermektedir. Kısa dönemde değişkenlerin bir çoğunun finansal gelişme üzerine etkisi ortadan kalkmaktadır. Ancak kısa dönemde modelde yer alan değişkenlerden DLOPEN_{t-1} ve DLNPY_{t-1}, uzun dönemdeki aksine, finansal gelişmeyi (DLM2_t) negatif olarak etkiledikleri görülmüştür. DLOPEN_{t-1} ve DLNPY_{t-1} sırasıyla %10 ve %5 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurumsal gelişmenin etkisini yansıtan ve kısa dönemde analizlere katılan mevduata %100 güvence sağlanması (DTM100 kuklası) finansal gelişmeye pozitif olarak katkıda bulunmaktadır.

Model 9:

Model 9'da yer alan değişkenlere dayalı VAR analizi için 1 gecikmenin uygun olduğu görülmüştür. Model 9, kamunun finansal sistemdeki payının, özel olarak kamunun banka sahipliğinin finansal gelişme üzerine etkisini ele almaktadır. Model 9'da eşbütünleşme uzayına D1981 kuklası ve TREND dahil edilmiştir.

Uygun gecikme uzunluğuna dayalı VAR analizinin ardından değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Johansen eş bütünleşme testine göre belirlenmiş ve sonuçlar Tablo 5.38'de sunulmuştur.

Tablo 5.38: Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model 9)

| Ho: rank=r | İz İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık | Max. Özdeğer İstatistiği | 0,05 Kritik Değer | Olasılık |
|---------------|-------------------|----------------------|----------|--------------------------------|----------------------|----------|
| r==0 | 106.3914* | 76.97277 | 0.0001 | 46.77344* | 34.80587 | 0.0012 |
| r<=1 | 59.61791* | 54.07904 | 0.0148 | 20.15477 | 28.58808 | 0.4004 |
| r<=2 | 39.46314* | 35.19275 | 0.0163 | 17.86136 | 22.29962 | 0.1860 |
| r<=3 | 21.60177* | 20.26184 | 0.0325 | 12.75784 | 15.89210 | 0.1462 |
| r<=4 | 8.843928 | 9.164546 | 0.0575 | 8.843928 | 9.164546 | 0.0575 |

Johansen eşbütünleşme analizi sonuçlarına göre, iz istatistiği dört ve maksimum özdeğer istatistiği ise bir vektörün olduğunu göstermektedir. Model 5'te yapılan tartışmalardan yola çıkarak, Model 9'da yer alan değişkenler arasında maksimum özdeğer istatistiğinin belirttiği gibi bir tane eşbütünleşme vektörünün varlığı kabul edilerek analizlere devam edilmiş ve bu vektör Tablo 5.39'da sunulmuştur.

Tablo 5.39: Normalize Edilmiş Vektör (Model 9)

| LOSK | LKBG | LOPEN | LENF | LKAKT | C | |
|----------|------------|------------|------------|------------|-----------|----------|
| 1.000000 | -1.261558 | -0.822678 | 0.226222 | -3.325945 | 16.11252 | katsayı |
| | (0.35092) | (0.16859) | (0.06172) | (0.76292) | (3.18087) | St. hata |
| | [-3.60355] | [-4.87975] | [3.66529] | [-4.35955] | [5.06544] | t-değeri |

Bu modeldeki değişkenler arasında tespit edilen bu normalize edilmiş vektör teknik olarak şu şekilde yazılabilir:

$$LOSK = -16.11 + 1.261LKBG + 0.822LOPEN - 0.226LENF + 3.325LKAKT$$

Bulgulara göre finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan LOSK değişkenini, LKBG, LOPEN ve LKAKT değişkenleri pozitif olarak, LENF değişkeni ise negatif olarak etkilemektedir. Ayrıca uzun dönem katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Model 9'da yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin belirlenmesinden sonra kısa dönem hata düzeltme mekanizması analizine ilişkin sonuçlar Tablo 5.40'da yer almaktadır

Tablo 5.40: Hata Düzeltme Mekanizması (Model 9)

| Değişken | Katsayı | St. Hata | t-değeri | Olasılık |
|---|-----------|----------|-----------|----------|
| DLOSK(-1) | 0.275637 | 0.128837 | 2.139426 | 0.0386 |
| DLKBG(-1) | -0.111917 | 0.296106 | -0.377962 | 0.7075 |
| DLOPEN(-1) | 0.104556 | 0.107312 | 0.974317 | 0.3358 |
| DLENF(-1) | -0.022592 | 0.018694 | -1.208529 | 0.2339 |
| DLKAKT(-1) | 0.341019 | 0.278260 | 1.225539 | 0.2275 |
| COINTEQ06 | -0.059307 | 0.029908 | -1.982982 | 0.0543 |
| $R^2 = 0.26$ $\sum e^2 = 0.41$ $Sh = 0.10$ | | | | |
| $\chi^2_{BGAB} = 3.68 (0.15)$ $\chi^2_{JBN} = 10.18 (0.06)$ $\chi^2_{WDV} = 15.41 (0.21)$ | | | | |

Model 9 için tahmin edilen hata düzeltme mekanizması sonuçlarına göre, hata düzeltme teriminin gecikmesinin (COINTEQ06) negatif ve istatistiksel olarak anlamlılığı, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiden bir sapma olduğunda oldukça küçük düzeyde (-0.06) bir düzeltmenin varlığını göstermektedir. Kısa dönemde bağımlı değişkeni (DLOSK), bağımlı değişkenin gecikmesi pozitif ve anlamlı bir şekilde etkilemektedir.

5.5. EKONOMETRİK TAHMİN SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Finansal gelişmenin ölçülmesindeki güçlükten dolayı, finansal sektörün farklı boyutlarındaki gelişmelerin incelemeye dahil edilmesi çerçevesinde tahmin edilen modellerde üç tür finansal gelişme göstergesi kullanılmıştır:³⁴ Geniş tanımlı para arzının gelire oranı (M2), yurtdışı kredi hacminin gelire oranı (YİK) ve özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı (OSK).

Finansal gelişmeye ilişkin tahmin edilen 9 farklı modelin sonuçları topluca değerlendirildiğinde aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır. Tahmin edilen bu bulgulara ilişkin elde edilen katsayıların yönü ve istatistiksel anlamlılığına ilişkin topluca ve özet bilgiler ise Tablo 5.41’de sunulmuştur.

³⁴ Finansal gelişme sermaye piyasalarındaki gelişmeleri de içine almakta ve dolayısıyla sermaye piyasalarına ilişkin bazı göstergeler de finansal gelişme göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Sermaye piyasalarına ilişkin olarak yaygın kullanılan gösterge ise, kapitalizasyon oranı (Borsa İşlem Hacminin GSYİH’ye Oranı)’dır. Ampirik analizlerde kullanılmak üzere oluşturulan kapitalizasyon oranının zaman serisi özellikleri incelendiğinde seviyede durağan olduğu, I(0), görülmüştür. Değişkenin bu özellikte olması analizlerde ARDL yönteminin uygulanmasını gerekli kılmaktadır. Ancak kapitalizasyon oranının diğer değişkenlere birlikte farklı kombinasyonlarda ARDL modeli ile analize tabi tutulmasına rağmen uzun dönemli bir ilişki tespit edilememiştir. Bu durum Türkiye’deki sermaye piyasalarının, özellikle borsanın, makro değişkenlerden bağımsız olarak spekülasyon niteliğinde (Arın, 2000: 270) hareket ettiği yöndeki düşüncelerle örtüşmektedir.

Finansal Liberalizasyonun Etkisi

McKinnon ve Shaw tarafından ileri sürülen finansal liberalizasyon hipotezi, pozitif reel faizler ile atıl fonların, organize bankacılık sistemine kazandırılmasının ve böylelikle tasarrufların ve dolayısıyla yatırımların artırılmasının olanaklı olduğunu ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle pozitif reel faiz politikası uygulamalarının finansal gelişmeye ve oradan da ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunması beklenmektedir.

Ampirik analizlerde kullanılmak üzere hazırlanan hem yıllık hem de üç aylık reel faiz değişkeninin seviyede durağan olduğu görülmüştür. Serinin bu özelliği, bu değişkenin olduğu modellerin ARDL yöntemi ile çözümlenmesini gerektirmiştir. Yıllık reel faiz değişkeni ile birlikte gelir, dışa açıklık, enflasyon gibi önemli değişkenlerin farklı kombinasyonlarının ARDL yöntemi ile tahmin edilmesi sonucunda değişkenlerin eş bütünleşik olmadığı görülmüştür. Diğer bir ifadeyle, yıllık reel faizlerin açıklayıcı değişken olarak alındığı finansal gelişme modellerinde uzun dönem ilişkisine rastlanamamıştır.

Ancak, üç aylık verilerin kullanıldığı modellerde (Model 1-3), reel faiz değişkeninin yer aldığı değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi ARDL yöntemi ile tespit edilmiştir. Bu modellerde reel faizler M2 ve OSK'yi negatif ve YİK'i pozitif bir şekilde etkilemiş ve her üç modelde de istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu ampirik bulgular finansal liberalizasyonun finansal gelişme üzerine, doğrudan ve pozitif olarak etki etmediğini ortaya koymaktadır. Her ne kadar YİK'i pozitif etkilediği ve buradan finansal gelişmeye katkıda bulunduğu görülse de, M2 ve OSK'yi negatif etkilemesi finansal liberalizasyondan beklenen katkının ortaya çıkmadığını göstermektedir. Türkiye'de, finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye beklenen katkıyı yapamamasının nedeni; bütçe açıkları, enflasyon ve cari açık gibi önemli faktörlerin kontrol altına alınmadan önce, yurtiçi finansal sektörün serbestleştirilmesi ve hemen ardından "vakitsiz ve erken" (Cizre- Sakallıoğlu ve Yeldan, 2000; Alper ve Öniş, 2001; Tokgöz, 2001) bir şekilde sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği (Akyüz, 1990; Coşan ve Ersel, 1986) bir ortamda, finansal kırılganlığın fazla olması ve zaman zaman yüzde 50'lere varan para ikamesinin varlığıdır (Şahin, 1995: 213; Yeldan, 2001a: 137). M2, döviz cinsinden mevduatı içermediğinden pozitif reel faizlerin M2'de istenilen artışı yaratmadığı, ancak birazda özgün koşullar nedeniyle M2Y'de bir artışa neden olduğu (Şekil: 3.1) anlamına gelmektedir.

Üç aylık verilerle yapılan analizlerden elde edilen bu bulgular, yıllık serilerde reel faizin içinde yer aldığı modellerde uzun dönemli bir ilişkinin belirlenememesi sonucu ile birlikte ele alındığında, Türkiye örneğinde finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye katkı yapmadığı şeklinde değerlendirilebilir. Dahası, yüksek pozitif reel faiz uygulaması Türkiye'de finansal gelişmeye yeterince açık bir şekilde katkı yapmadığı gibi, sermaye hesabının tamamen serbest olduğu bir ekonomide ekonomiyi dış şoklara açık hale getirmektedir.

Gelirin Etkisi

Finansal gelişme ve ekonomik gelişmişlik arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü hep tartışma konusu olmuş ve bu konuda tam bir uzlaşmanın sağlanamadığı ilgili bölümde yapılan tartışmalardan anlaşılmaktadır. Ancak ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedenselliğin belirlenmesi durumunda finansal gelişmenin bağımlı ve ekonomik gelişmenin (büyümenin) bağımsız değişken olarak değerlendirilmesini gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda yukarıda tahmin edilen modellerde finansal gelişme bağımlı değişken olarak alınmış (nedenselliğin yönü kapalı bir şekilde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu varsayılmış) ve yıllık verilerde kişi başına gelir (KBG) ve üç aylık verilerde ise reel gelir (RG) açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır.

Yapılan bütün tahminlerden (Model 1-9) elde edilen bulgulara göre, kişi başına gelir (KBG) ve reel gelir (RG) beklendiği gibi finansal gelişmeyi pozitif ve anlamlı bir şekilde etkilediği görülmüştür.

Enflasyonun Etkisi

Enflasyonun bir belirsizlik unsuru olarak finansal sistem üzerindeki etkisinin olumsuz olması literatürde geniş yer tutmaktadır. Enflasyonun finansal piyasalar üzerine etkilerini ampirik olarak inceleyen çalışmalarda, enflasyondaki artışın finansal gelişmeyi negatif etkilediği (Haslag ve Koo, 1999; Boyd vd., 2001; Cuadro vd., 2003; Zoli, 2007) ve enflasyondaki azalmanın ise kredi miktarını arttırdığı ve dolayısıyla finansal gelişmeye katkıda bulunduğu (Dehasa vd., 2007; Bittencourt, 2008) görülmektedir.

Enflasyonun (ENF) yer aldığı tüm modellerde, finansal gelişmeye etkisi (M2 ve OSK anlamında) negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu bulgu, Türkiye örneğinde enflasyonun geleneksel olarak olumsuz (yatırımları azaltıcı,

tasarrufları eritici ve gelir dağılımını sabit gelirliler aleyhine bozucu) etkilerinin yanı sıra finansal sistem içinde bir tehdit oluşturduğunu ortaya koymaktadır.

Dış Ticaretin Liberalizasyonun Etkisi

Dış ticaretin liberalize edilmesinin finansal gelişmeyi olumlu bir şekilde etkileyeceği literatürde son zamanlarda sıkça vurgulandığı ilgili bölümde ayrıntılarıyla tartışılmıştır (Rajan ve Zingales, 2003; Demetriades, 2008; Braun ve Raddatz, 2005; Do ve Levchenko, 2006).

Dış ticaret hacminin (X+M) gelire oranı olarak tanımlanan OPEN değişkeni, tahmin edilen 9 modele de dahil edilmiştir. Bu modellerden istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu tüm modellerde (toplam 7 model) dışa açıklığın, finansal gelişmeyi (M2 ve OSK anlamında) pozitif olarak etkilediği görülmüştür. Bu bulgu, Türkiye örneğinde, dış ticaretin serbestleştirilmesinin rekabetçi bir ortamın yaratılmasına ve politik baskılardan kısmen uzak bir şekilde finansal kaynakların ihracatçı firmalar tarafından kullanılabilmesine katkıda bulunduğu anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle dışa açılmayla birlikte finansal kaynaklar daha rekabetçi bir şekilde firmalar tarafından kullanılmaya başlanmış ve böylelikle finansal gelişmeye katkıda bulunulmuştur.

Sermaye Hesabının Liberalizasyonunun Etkisi

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin finansal sistemin gelişmesine katkı sağlayacağı literatürde geniş yer tutmaktadır (Chinn ve Ito, 2002, 2006; Huang, 2006; Law ve Demetriades, 2006; Klein ve Olivei, 2008).

Türkiye 1980 sonrası aşamalı bir şekilde sermaye hesabını serbestleştirmiş ve en son 32 sayılı Kararname ile 1989 yılında dış dünya ile tamamen entegre bir ekonomik yapı oluşturmuştur. Bu durumun finansal sistemin gelişmesine katkısının incelendiği Model 8’de, uzun dönemde net portföy yatırımlarının gelire oranının finansal gelişmeyi (M2) pozitif ve anlamlı olarak etkilediği görülmektedir. Ancak bu etkinin kısa dönemde tersine döndüğü de anlaşılmaktadır (Tablo 5.37). Türkiye’ye doğrudan yabancı sermayeden çok, yabancı sermayenin “sıcak para” şeklinde girdiği bilinmektedir. Bu durum yurt içi ve yurt dışı yatırımcıların portföy çeşitlendirmesine olanak sağlamakta ve yükselen bir piyasanın dünyaya entegrasyonu ile sermayenin maliyeti azalmaktadır. Son yıllarda Türk firmalarının uluslararası piyasalardan uygun koşullarda krediler sağladığı anlaşılmaktadır. Bütün bu gelişmeler yurt içi finansal piyasalarda (bankacılık ve borsa) kalıcı olmasa da bir dinamizm yaratmıştır. Dolayısıyla sermaye girişleri uzun dönemde finansal piyasaların gelişmesine katkı sağlarken, kısa dönemde

makroekonomik istikrarsızlıklara ve tutasızlıklara bağılı olarak finansal kırılmalığa neden olduğından, finansal gelişmeye etkisinin olumsuz olduğı anlaşılmaktadır.

Kamunun Banka Sahipliğinin Etkisi

Kamunun banka sahipliğinin ampirik olarak incelendiğı modelde (Model 9), kamu bankalarının aktiflerinin toplam bankacılık içerisindeki payının (KAKT) finansal gelişmeyi olumlu etkilediğı görülmüştür. Bu oldukça ilginç ve bir o kadar da önemli bir bulgudur. Çünkü genellikle kamunun bankaları popülist kaygılarla yönettiğı ve kaynakları israf ettiğı, etkin dağıtmadığı ve dolayısıyla finansal gelişmeyi engellediğı şeklinde yaygın bir kanaat bulunmaktadır (Demetriades, 2008; La Porta vd., 2002; Andrianova vd., 2008).

Türkiye örneğinde, kamu bankalarının özellikle 1990'lı yıllarda popülist kaygılarla yönetilmesine rağmen, kamunun banka sahipliğinin finansal gelişmeye olumlu katkıda bulunması dikkate değer bir durumdur. Bu bulgu aynı zamanda kamu bankalarının özelleştirilmesinin finansal gelişmeyi olumsuz etkileyebileceğı anlamına da gelmektedir.

Kamu Tasarruflarının Etkisi

Finansal kaynakların kamu ve özel sektör tarafından kullanılmasının sonuçları, iktisat literatüründe geniş bir yer tutmaktadır. Özellikle kamunun kaynakları verimsiz bir şekilde değerlendirdiğı ve dolayısıyla kaynakları etkin bir şekilde kullanmadığı zaman zaman dile getirilmektedir. Diğer yandan kamu, tüketim harcamaları ile ekonomiye müdahalede bulunarak ekonominin genelinde ve dolayısıyla finansal sektörde bir dinamizm ve hareketlilik sağlayabilir.

Türkiye örneğinde kamu tüketim harcamalarının finansal gelişme üzerine etkisi incelenmeye çalışılmış, ancak bu değişkenin yer aldığı hiçbir modelde anlamlı ve tutarlı bir sonuca ulaşılamamıştır. Aynı şekilde kamu kesimi borçlanma gereğinin yer aldığı modellerde de uzun dönemli bir ilişki tespit edilememiştir. Bu sonuçlar üzerine, kamu tüketim harcamaları yerine kamu kesimi tasarruflarının finansal sistem üzerine etkisinin olabileceğı düşüncesiyle hareket edilerek, kamu tasarrufları modellere (Model 4-5) dahil edilmiş ve bu değişkenin finansal gelişmeye olumlu katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulgu kamunun tasarruf sağlayıcı politikalarının finansal gelişme açısından önemini ortaya koymaktadır.

İç Borçlanmanın Etkisi

Borçlanmanın finansal gelişme üzerine etkisi iki yönlü olabilir. Bütçe açıklarının bono ile finanse edilmesi durumunda finansal sektörün hacminde bir artış söz konusu olabilecektir. Buna karşın yurtiçi bankacılık sistemi tarafından tutulan bonolardaki bir artış özel kredileri dışlayabilir ve finansal gelişme üzerinde negatif etki yaratabilir (Montiel, 2003: ii21).

Türkiye Ekonomisi finansal liberalizasyon sürecini bütçe açıkları, önce iç borçlanma ve sonraları ise dış borçlanma ile birlikte tecrübe etmiştir. Dolayısıyla bu özgün durumun finansal gelişmenin modellenmesi durumunda dikkate alınması gerekmektedir. Bu çerçevede iç borçlanmanın finansal gelişme üzerine etkisi Model 6-7’de dikkate alınmıştır. Yapılan ampirik analizler sonucunda iç borçlanmanın (İB) finansal gelişmeyi (OSK anlamında) negatif ve anlamlı bir şekilde, ancak M2 anlamında finansal gelişme göstergesini ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız etkilediği görülmüştür. Bu bulgu, finansal piyasalardaki bir derinleşmeyle oluşan fonların kamu tarafından kullanıldığını ve özel sektöre verilecek krediler üzerinde olumsuzluk yarattığı görüşünü destekler niteliktedir.

Kurumsal Gelişmelerin Etkisi

Finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar ve finansal sektör kaynaklı ekonomik krizler, finansal sistem için etkin gözetim ve denetim mekanizmasının oluşturulması gerektiğini (Brownbridge vd., 2005; Barth vd., 2001; Quintyn ve Taylor, 2002) ve mevduata güvence verilmesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır (Cull vd., 2001).

Türkiye’nin 1980 sonrası tecrübe ettiği krizler (1994 ve 2001 başta olmak üzere) finansal sektörde önemli katkılarda bulunmuştur. Her kriz sonrası finansal istikrarı sağlamak için çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. TMSF ve BDDK’nın oluşturulması bu yeniden yapılandırma çalışmalarının bir ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla finansal gelişmenin modellenmesinde dikkate alınması gereken unsurlar olarak belirlemektedir. Bu kurumsal gelişmelerin etkileri kukla değişkenler oluşturularak yakalanmaya çalışılmıştır. Bu çerçevede üç tür kukla geliştirilmiştir: Mevduata %100 güvence verilmesi (DTM100), TMSF ve BDDK’nın faaliyete geçmesi (DTMSF ve DBDDK kuklaları).

Yapılan tahminlerde TMSF’nin faaliyete geçmesi (Model 4) ve mevduata %100 güvence verilmesi (Model 7-8) finansal gelişmeyi (M2 anlamında) olumlu olarak etkilediği görülmüştür. Dolayısıyla mevduata güvencenin olması ve bir olumsuzluk

durumunda (banka iflası) alacakların tahsil edilmesine yönelik mekanizmaların bulunması finansal sistemin gelişimi açısından önem arz etmektedir. Diğer yandan BDDK gibi bankacılık sektöründe etkin gözetim ve denetim mekanizmasının varlığı da finansal gelişmeye (OSK anlamında) katkı sağlamaktadır. Bu tür kurumların bankaların topladıkları fonları yatırımcılara kullandırırken rasyonel davranmaları noktasında önemli bir rol oynadığı anlaşılmaktadır. Türkiye’de finansal sistemin en önemli özelliklerinden birinin holding bankacılığı olduğu ve toplanan fonların düşük faizli olarak kendi holdinglerine aktarmanın önemli bir ekonomik sorun olduğu düşünüldüğünde, bu tür gözetim ve denetim mekanizmalarının olmasının finansal sistem açısından önemi ortaya çıkmaktadır. Zaten yapılan ekonometrik tahminde de (Model 6), BDDK’nın faaliyete geçmesinin finansal gelişmeye özel sektör kredileri üzerinden etkilemesi oldukça önemli bir bulgu olarak ortaya çıkmaktadır.

Tablo 5.41: Finansal Gelişmenin Belirleyicilerinin Etkileme Yönünün ve Anlamlılığının Özeti

| Model | Bağımlı Değişken | Bağımsız Değişkenler | | | | | | | | |
|-------|------------------|----------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | | RF | LKBG | LRG | LOPEN | LENF | LKTAS | LKAKT | LNPY | LIB |
| 1 | LM2SA | -, *** | | +, *** | +, * | | | | | |
| 2 | LYİKSA | +, ** | | +, *** | - | | | | | |
| 3 | LOSKSA | -, * | | +, *** | + | | | | | |
| 4 | LM2 | | +, *** | | +, *** | -, ** | +, ** | | | |
| 5 | LOSK | | +, *** | | +, *** | -, ** | +, ** | | | |
| 6 | LOSK | | +, * | | +, *** | -, *** | | | | -, *** |
| 7 | LM2 | | +, ** | | +, *** | -, *** | | | | + |
| 8 | LM2 | | +, ** | | +, *** | | | | +, *** | |
| 9 | LOSK | | +, *** | | +, *** | -, *** | | +, *** | | |

| Model | Bağımlı Değişken | Kukla Değişkenler | | | | |
|-------|------------------|-------------------|-------|--------|-------|-------|
| | | DTMSF | DBDDK | DTM100 | D1981 | i2001 |
| 1 | LM2SA | | | | | |
| 2 | LYİKSA | | | | | |
| 3 | LOSKSA | | | | | -, ** |
| 4 | LM2 | +, * | | | +, * | |
| 5 | LOSK | | | | - | |
| 6 | LOSK | | +, * | | | -, ** |
| 7 | LM2 | | | +, ** | | +, ** |
| 8 | LM2 | | | +, ** | | + |
| 9 | LOSK | | | | | |

***, **, * değerleri sırasıyla %1, %5, %10'da anlamlılığı; + pozitif etkiyi, - negatif etkiyi göstermektedir.

SONUÇ

Bu tezde, finansal gelişmenin belirleyicilerinin incelenmesi ve özellikle de finansal liberalizasyon uygulamalarının bu süreçteki rolünün analiz edilmesine çalışılmıştır.

Bu doğrultuda öncelikle finansal sistemin tanıtıldığı giriş bölümüyle birlikte birinci bölümde finansal liberalizasyon-finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin teorik çerçevesi tartışılmıştır. İkinci bölümde Türkiye Ekonomisi özelinde, finansal liberalizasyonla birlikte yaşanan makroekonomik değişim, finansal sistemin (özellikle bankacılık sektörü) göstergeleriyle birlikte betimsel olarak ortaya konulmuştur. Üçüncü bölümün konusunu, Türkiye’de 1980 sonrası dönemde (sermaye piyasaları için 1987 sonrası) yine betimsel olarak finansal gelişme göstergelerinin durumu oluşturmuştur. Dördüncü bölümde ise, finansal liberalizasyon ve finansal gelişme üzerine yapılan ampirik literatür Türkiye örneği kapsamında detaylı bir şekilde incelenerek, neden bu tezin yapılması gerekliliği ve hangi boşluğu doldurmaya çalıştığı ortaya konulmuştur. Ekonometrik analizlerin yapıldığı beşinci bölümde ise, öncelikle analizlere konu olabilecek değişkenlerin seçimi için teorik ve ampirik altyapı oluşturulmuştur. Daha sonra ekonometrik metodoloji tanıtılarak, ampirik analizlerde kullanılan serilerin birim kök analizleri incelenmiş ve farklı finansal gelişme modellerinin tahmininden elde edilen bulgular tartışılmıştır. Son olarak da genel bir değerlendirme ve sonuç kısmıyla birlikte tez sonlandırılmıştır.

Finansal sistem; bir ekonomideki fon dolaşımının gerçekleştirilmesini sağlayan, dolaylı ve dolaysız yollardan bu dolaşımı etkileyen ve fon oluşumuna katkıda bulunan birçok unsurun oluşturduğu bir organizasyondur. Finansal sistemin kaynağını, bireylerin ve firmaların yapmış oldukları tasarrufların yeniden finansal sisteme dönüşmesi oluşturmaktadır. Finansal sisteme giren bu fonlar, yine bireylere şirketlere ve kamuya sunulmaktadır. Finansal sistem, genel olarak bu ekonomik birimlerin karşı karşıya gelerek bir borç alacak ilişkisine girebilmelerine olanak sağlayan araç ve kurumların oluşturduğu bir organizasyon olarak da tanımlanabilmektedir.

Bir ekonominin finansal piyasaları; toplanan fonların ödünç verilme süreleri göz önünde bulundurularak para ve sermaye piyasaları; piyasaların örgütlenme yapılarına göre, formel ve enformel piyasalar; piyasada yapılan finansal işlemlerin mahiyetine göre birincil ve ikincil piyasalar gibi birbiriyle ilişkili bir çok alt piyasadan oluşmaktadır. Piyasanın şekli nasıl olursa olsun, ekonomik gelişme sürecinde finansal sistemler, üstlendikleri fonksiyonları aracılığıyla bir ekonominin merkezi sinir sistemi

gibi bir işlevi yerine getirmektedirler. En önemli fonksiyonu ise, tasarruf sahipleriyle yatırım yapanlar arasında aracılık işlevini yerine getirmek olan finansal sistemin, diğer fonksiyonları ise şu şekilde özetlenebilir: Finansal sistemdeki riski çeşitlendirerek risk yönetiminin kolaylaştırılması; fon akışının sağlanmasını kolaylaştırması; bilgi ve işlem maliyetlerinin düşürülmesi; tasarrufların mobilizasyonunun sağlanması; firma yöneticilerinin izlenmesi maliyetinin düşürülmesi; mal ve hizmetlerin değişiminin kolaylaştırılması ve finansal aracılığın maliyetinin düşürülmesidir. Bir ekonomide finansal sistem bu işlevlerini ne kadar etkin ve ne kadar düşük maliyetle yerine getiriyorsa önemi de o kadar artmaktadır.

1970'lerin ortalarına kadar gelişmekte olan ülkelerde uygulanan iktisat politikalarının ortak yönlerinden birini finansal piyasalara müdahale oluşturmaktadır. Bu müdahaleler; mevduat ve kredi faiz oranlarının sınırlanması, mevduata göre farklı mevduat munzam karşılık oranlarının uygulanması ve bu oranın yüksek tutulması, banka girişlerinin yasaklanması, selektif kredi politikalarının uygulanması ve sermaye hareketlerine kısıtların getirilmesi şeklinde olabilmektedir. Özellikle Keynesyen politikaların bir sonucu olarak uygulanan düşük faiz politikası, enflasyonun yükseldiği dönemlerde negatif reel faizlerle karşılaşılmasına neden olmuş ve bu da tasarrufların yatırımlara dönüşmesini engelleyerek ekonomik büyümeyi olumsuz olarak etkilemiştir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973), faiz oranlarının piyasa güçlerinin dışında belirlenerek suni bir şekilde enflasyondan düşük tutulmasını finansal baskı (financial repression) olarak tanımlamışlardır. Bu spesifik tanımı, daha sonraları finansal sektöre yapılan her türlü müdahaleyi ve kısıtı ifade etmek için genişleterek kullanmak bir gelenek haline gelmiştir. Nedeni ve gerekçesi ne olursa olsun, finansal baskı politikaları McKinnon ve Shaw tarafından ciddi bir şekilde eleştirilmiş ve finansal sektörde liberalizasyonun gerçekleştirilmesi önerilmiştir.

McKinnon ve Shaw'un düşünceleri, Kapur (1976, 1983), Mathieson (1980, 1979) ve Galbis (1977) gibi iktisatçılar tarafından kapalı ve açık ekonomileri kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Finansal sektörün liberalizasyonunu savunan bu iktisatçıların temel görüşünü, finansal sektörün baskı altında olduğu ekonomilerde en önemli sorunun yatırımlar için gerekli olan tasarrufların yetersizliği oluşturmaktadır. Yine bu okul, ekonomik büyüme için gerekli olan sermaye birikimi için tasarrufların gelişmekte olan ülkelerde tek organize finansal yapı olan bankacılık aracılığı ile yatırımlara

yönelebilmesi için, faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından serbestçe belirlenmesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir.

Bir iktisat politikası olarak serbestleşme (liberalizasyon), ekonomideki mevcut kontrollerin döviz piyasaları, finansal piyasalar, işgücü piyasaları, tarımsal ürün piyasaları gibi çeşitli piyasalar üzerinde kısmen ya da tamamen kaldırılması veya azaltılması anlamına gelmektedir. Bu anlamda finansal liberalizasyon finansal piyasalardaki kontrollerin kaldırılması (iç finansal liberalizasyon) ve ekonominin uluslararası sermaye akımlarına açılması (dış finansal liberalizasyon) sürecini kapsamaktadır. Liberalizasyon yaklaşımının temelini, gelişmekte olan ülkelerde sorunun, yatırımların azlığı olmadığı ve fakat, tasarrufların yetersizliği anlayışı oluşturmaktadır. Eğer sorun tasarrufların azlığı ise, yapılması gereken tasarrufları cazip kılıcı ve artırıcı politikaların oluşturulması olmaktadır. Reel anlamda pozitif veya piyasa güçleri tarafından pozitif olarak belirlenecek bir faiz oranı ekonomideki atıl fonların organize finansal sektöre (bankacılık sistemine) kaymasına neden olacaktır. Bu ise, yatırımlar için gerekli olan fonların oluşması anlamına gelmektedir.

Finansal liberalizasyonun teorik temellerine ve uygulama sonuçlarına ilişkin tartışmalar 1970'lerin ikinci yarısında ve 1980'lerin başında yoğun bir şekilde sürerken, 1980'lerin ikinci yarısının başında büyüme teorilerindeki çığır açıcı gelişmeler finans-büyüme tartışmalarına yeni bir boyut getirmiştir. Özellikle geliştirilen bu yeni (içsel) büyüme teorileri (endogenous growth theories), artan getiri, Ar-Ge, taşma etkisi (spill over effect), dışsallıklar, beşeri sermaye ve kamu harcamalarının ekonomik büyümeye olumlu katkı yapacağını vurgulamaktadır. Bu gelişmeler ışığında finansal sektördeki gelişmeler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki de hızla modellenmiş ve finansal gelişme düzeyi yüksek olan ülkelerin ekonomik büyüme hızının da yüksek olacağı ileri sürülmüştür. Finansal sektör ve ekonomik büyüme ilişkisini ortaya koymaya uğraşan çalışmalarda, finansal liberalizasyonun doğrudan ve mekanik bir şekilde finansal gelişmeye yol açacağı şeklinde kapalı bir varsayımın bulunduğu anlamına gelmektedir.

Literatürde, finansal liberalizasyonun etkileri ve diğer makroekonomik değişkenlerle ilişkisinin bir çok ampirik çalışmanın konusunu oluşturduğu anlaşılmaktadır. Çalışmaların özellikle finansal liberalizasyonun tasarruflar, yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerine etkileri alanlarında yoğunlaştığı görülmektedir. Ayrıca içsel büyüme teorisi çerçevesinde, finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisinin incelenmesi de çalışmalara konu edilmektedir. Finansal piyasaların ve finansal

kurumların ekonomik gelişme sürecinde önemli bir fonksiyonu yerine getirdikleri literatürde geniş bir şekilde vurgulanmakta ve değişik ekonometrik teknikler kullanılarak ampirik olarak incelenmektedir. Ampirik çalışmalarda, genel olarak iyi işleyen finansal kurumların ve piyasaların uzun dönemde ekonomik büyümeye katkı yapacağına ilişkin bir uzlaşma bulunmaktadır.

McKinnon ve Shaw ekolü, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkileme mekanizmasını yeterince açık bir şekilde ele almamaktadır. Benzer bir durumun içsel büyüme teorileri için de geçerli olduğu görülmekte ve burada da finansal gelişmenin nasıl olacağı açıklanmamaktadır. Ancak özellikle içsel büyüme teorisi yaklaşımının finansal liberalizasyonun doğrudan ve mekanik bir şekilde finansal gelişmeye yol açacağı şeklinde kapalı bir varsayımının olduğu bilinmektedir. Bu varsayımın doğal bir sonucu olarak, ampirik çalışmaların finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisini özellikle nedenselliğin yönü çerçevesinde ele aldıkları görülmektedir. Bu durum, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye etkisini inceleyeceği çalışmalar için de geçerlidir. Bu tür çalışmalar, finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerine etkilerini incelerken, finansal gelişmenin ölçütlerini kullanarak bu değişken(ler) ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedirler.

Finansal liberalizasyon politikaları, bir çok gelişmekte olan ülkede IMF gibi uluslararası finansal kuruluşların önerdikleri istikrar programlarının bir parçası olarak uygulamaya konulmuştur. Finansal liberalizasyon uygulamalarına Türkiye’de de 1980 yılında yürürlüğe giren 24 Ocak Kararları ile başlanmıştır. Türkiye Ekonomisine ilişkin yapılan tartışmalar, makroekonomik politikalarda iki temel özelliğin ön plana çıktığını göstermektedir. Birincisi ithal ikameci bir sanayileşme anlayışına dayanmakta ve bu dönemde sanayileşme hedefinin korumacı ve müdahaleci politikalarla gerçekleştirilmesine çalışılmaktadır. Keynesyen iktisadi düşüncesinin de etkisiyle ithal ikameci ekonomik politika seçeneğini uygulayan ülkelerde nominal faizlerin yatırımları artıracığı beklentisiyle yetkili otoriteler tarafından düşük tutulması durumunun Türkiye için de geçerli olduğu görülmektedir. İthal ikameci politikaların kalkınma planları ile uygulandığı dönemde finansal sektörün bu planların hedeflerini gerçekleştirmeye dönük olarak dizayn edildiği görülmektedir. Özellikle kamu bankacılığının baskın bir rol oynadığı finansal sektörde fonların planlar doğrultusunda kullandırılması çabasının ön plana çıktığı görülmektedir. Ayrıca makroekonomik politika çerçevesinin de etkisiyle finansal sektörde de korumacı ve müdahaleci bir yapının olduğu anlaşılmaktadır. Bu

bağlamda Türkiye’de finansal sektörde kredi tayınlaması, selektif kredi politikası, sektöre girişlerin yasaklanması veya sıkı izne tabi tutulması ve faiz oranlarının yetkili otoriteler tarafından belirlenmesi gibi bir çok sınırlamanın ve kısıtın olduğu görülmektedir. Uygulanan ithal ikameci politikaların 1970’lerin sonunda krizle sonuçlanması, Türkiye’yi yeni politika seçenekleri aramaya yönlendirmiştir.

Türkiye Ekonomisini 1979’daki büyük krizinden çıkarmak için tercih edilen makroekonomik politika seçeneği, ekonominin dayandığı temel parametreleri değiştirmiş ve serbest piyasa ekonomisi ilkelerini öne çıkararak ihracata dönük bir sanayileşme anlayışını kabul etmiştir. Bu çerçevede özellikle devletin küçülmesine, özel sektörün teşvik edilmesine, fiyatların serbest piyasa koşullarında oluşmasını engelleyen kısıtların kaldırılmasına ve ekonominin dış dünya ile eklemlendirilmesine yönelik reformların yapıldığı görülmektedir. Bu ekonomik politika seçeneğinin finansal sektöre yansımaları ise, faizlerin piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin verilmesi, kredi ve mevduat faiz oranlarına ve miktarlarına ilişkin kısıtlayıcı unsurların kaldırılması, yabancı bankaların sektöre girişlerine izin verilmesi ve yerleşikler ile yabancıların döviz cinsinden hesap açtırabilmelerine olanak sağlayan düzenlemelerin yapılması şeklinde olmuştur. Öncelikle finansal piyasalardaki her türlü kısıtın kaldırılmasına yönelik olarak başlayan finansal sektör reformları, 1989 yılında sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile dış finansal piyasalarla tamamen bütünleşmesiyle sonuçlanmıştır.

Özellikle kamuda mali disiplinin sağlanamaması sonucu artan borçlanma ihtiyacı önceleri iç piyasalardan ve 1989 sonrasında ise dış piyasalardan karşılanmaya başlanmıştır. Sürekli bütçe açıkları sonucu artan borçlanma ihtiyacı bir yandan faizleri yükseltirken bir yandan da finansal sektördeki fonların artan ölçüde kamu tarafından kullanılmasına neden olmuştur. Kamu maliyesindeki bu yapısal durum borcun borçla kapatılması sürecine girmesiyle de ekonominin krize girmesine katkıda bulunmuştur. Dolayısıyla dış dünya ile tamamen bütünleşmiş bir ekonomideki makroekonomik istikrarsızlıklar, finansal sektörü temel fonksiyonlarından uzaklaştırmıştır. Ayrıca liberal politika çerçevesine uygun yasal ve kurumsal altyapının zamanında oluşturulmaması da ayrı bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Özellikle etkin bir gözetim ve denetim mekanizmasının geliştirilememiş olması, bir çok özel bankanın TMSF’ye devredilmesiyle sonuçlanmıştır. Yine uygulanan popülist politikalar, kamu bankalarının görev zararlarının artmasına ve krizlerin faturasının ağırlaşmasına neden olmuştur.

Türkiye'nin finansal liberalizasyon uygulaması bir çok araştırmancının konusunu oluşturmuştur. Ampirik çalışmaların daha çok finansal liberalizasyonun yatırımlar ve tasarruflar üzerine etkisi, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkısı ve özellikle bu iki faktör arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün belirlenmesi ve finansal sisteme girişlerin serbestleşmesinin bankacılık sektörünün etkinliğine katkısı çerçevesinde gerçekleştirildiği görülmektedir.

Konuyla ilgili ampirik literatür taraması finansal liberalizasyon, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisiyle ilgili teorik arka planla birlikte düşünüldüğünde Türkiye için finansal liberalizasyon ile finansal gelişme ilişkisinin daha önce hiçbir çalışmanın konusunu oluşturmadığı görülmektedir. Dolayısıyla finansal liberalizasyonun gerçekten finansal gelişmeye katkı yapıp yapmadığının incelenmesi bu alandaki boşluğu doldurmaya katkı yapmaktadır. Diğer taraftan, Türkiye örneğinde finansal gelişme üzerinde finansal liberalizasyon ile birlikte etkili olan diğer faktörlerin belirlenmesi de ilk defa bu tez çerçevesinde incelenmektedir. Bu inceleme sırasında Türkiye'de finansal gelişmeyi belirleyen faktörler incelenirken ekonominin belirgin ve kendine özgü yönlerinin dikkate alınması gerektiği ortadadır. Dolayısıyla finansal liberalizasyonun gerçekten finansal gelişmeye katkı yapıp yapmadığı incelenirken, Türkiye örneğinde kamu maliyesinin, dış ticaretin, bankacılıktaki oligopolistik yapının ve ekonomideki belirsizliklerin de ekonometrik analizlerde dikkate alınması önem arz etmektedir.

Literatürde ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarını açıklamada finansal gelişmenin önemli bir faktör olduğuna ilişkin geniş bir ampirik literatür bulunmaktadır. Ancak bu iktisat literatüründe ülkeler arasında finansal açıdan gelişmişlik farklılığının nereden kaynaklandığı açıklanamamaktadır. Son yıllarda yapılan çalışmalarda ülkelerarasındaki finansal gelişme farklılıklarının dinamiklerini incelemeye yönelik çalışmaların arttığı görülmektedir. Bu çerçevede finansal gelişmeyi etkileyen (belirleyen) faktörlerin neler olabileceğinin cevabı verilmeye çalışılmaktadır.

Finansal gelişme bir çok faktöre bağlı bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Literatürde finansal gelişmeyi belirleyen faktörlerin; gelir durumu, finansal liberalizasyon (pozitif reel faiz uygulamaları), ülkelerde uygulanan yasal mevzuatın orijini, dış ticaretin liberalizasyonu, sermaye hesabının serbestleştirilmesi, kamunun banka sahipliği, belirsizlik faktörü olarak enflasyon, bütçe açıkları ve borçlanma, etkin gözetim ve denetim mekanizmasının kalitesi, mevduat sigortasının varlığı, zorunlu karşılıkların uygulaması olduğu ileri sürülmektedir.

Teorik ve ampirik literatüre bağlı kalınarak ve Türkiye Ekonomisi'nin kendine özgü yönleri de dikkate alınarak finansal gelişme sürecinde etkili olan faktörlerin belirlenmesi sırasında zaman serisi ekonometrisindeki gelişmelerden yararlanılmıştır. Analizlerde biri üç aylık ve diğeri yıllık olmak üzere iki tür veri seti üzerinde çalışılmıştır. Bu çerçevede analizlere konu olan değişkenlerin zaman serisi karakteristikleri ADF ve PP birim kök testleri yardımıyla incelenmiştir. Serilerin büyük çoğunluğunun seviyede durağan olmadığı, ancak birinci farklarının durağan olduğu görülmüştür. Ancak reel faiz ve kamu kesimi borçlanma gereği gibi birkaç önemli değişkenin ise, seviyede durağan olduğu görülmüştür. Serilerin bütünleşme derecelerindeki farklılık, sistem anlayışına dayanan ve Engle-Granger eş bütünleşme yöntemine göre daha üstün olan Johansen eşbütünleşme yönteminin uygulanmasını engellemiştir. Bu yüzden ekonometrik analizlerde aynı dereceden bütünleşil seriler kullanılırken Johansen yöntemi, farklı dereceden bütünleşik serilerin olması durumunda Paseran vd. (2001) tarafından geliştirilen ARDL yaklaşımı kullanılmıştır.

Türkiye örneği için 1960-2007 dönemi yıllık (1987:1-2008:2 dönemi için üç aylık) verilerle yapılan ekonometrik tahminlerden elde edilen bulgulara göre, finansal liberalizasyonun (reel faizler anlamında) finansal gelişme üzerinde açıktan ve yeterli ölçüde bir etkisi belirlenememiştir. Gerek yıllık gerekse üç aylık reel faiz serileri seviyede durağan çıktığı için finansal gelişmenin belirleyicisi olarak diğer değişkenlerle birlikte ekonometrik analizlere ARDL yaklaşımı ile konu olmuştur. Üç aylık verilerde reel faizler M2 ve OSK'yi negatif, yalnızca YİK'i pozitif olarak etkilemiştir. Yıllık serilerin ARDL yaklaşımı ile analizlere dahil edilmesinde ise, reel faizin içinde olduğu hiçbir kombinasyonda uzun dönemli bir ilişki (eşbütünleşme) belirlenememiştir. Bütün bu bulgular birlikte değerlendirildiğinde, Türkiye örneğinde finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye katkısının yeterince açık ve önemli bir miktarda olmadığını ortaya koymaktadır.

Türkiye'de reel faizler dışında finansal gelişmeyi belirleyen faktörler olarak ele alınan; gelir (yıllık verilerde kişi başına gelir, üç aylık verilerde ise reel gelir), dışa açıklık (dış ticaretin liberalizasyonu), kamu tasarrufları, kamunun banka sahipliği değişkenlerinin finansal gelişmeyi pozitif olarak etkilediği ortaya çıkmıştır. Enflasyon ve iç borçlanma, finansal gelişmeyi negatif olarak etkilemektedir. Net portföy yatırımları ise, finansal gelişmeyi uzun dönemde pozitif ve kısa dönemde negatif olarak etkilemektedir. Ayrıca BDDK ve TMSF'nin faaliyete geçmesi gibi kurumsal

değişikliklerin etkilerini belirlemek için geliştirilen kukla değişkenler, mevduata güvence verilmesinin ve TMSF'nin kurulmasının finansal gelişmeyi (M2 anlamında) olumlu etkilediğini ve BDDK'nın kurulmasının ise, finansal gelişmeye (OSK anlamında) pozitif katkı sağladığını ortaya koymaktadır.

Tahminlerden elde edilen bulgular, Türkiye'de sanılanın aksine finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye katkıda bulunmadığını göstermektedir. Türkiye'de finansal gelişme, daha çok ekonomik gelişme (gelir), dış ticaretin liberalizasyonu, enflasyonun düşürülerek kontrol altına alınması, bütçe açıklarının borçlanmaya gerek duymayacak şekilde giderilmesi ve dolayısıyla mali disiplinin sağlanması, kamunun banka sahipliği, net portföy yatırımlarının kalıcı hale getirilmesi, mevduatın güvence altında olması, etkin gözetim ve denetim mekanizmalarının oluşturulması gibi faktörler tarafından belirlenmektedir.

Türkiye açısından ampirik bulgularda, kamunun banka sahipliğinin finansal gelişmeye etkisinin olumlu olması önem arz etmektedir. Özellikle politik baskılara açık ve kötü yönetilen kamunun bankacılık sektöründeki payının finansal gelişme için olumlu olması dikkat çekecek bir durumdur. Kamu bankalarının özelleştirilmeye çalışıldığı şu günlerde, bu bankaların özelleştirilme yerine, yeniden yapılandırılarak rasyonel ve profesyonel bir şekilde yönetilmesinin hem finansal gelişme hemde finansal istikrar açısından gerekli olduğu ortadadır.

Türkiye'de finansal liberalizasyonun finansal gelişme üzerinde yeterince etkili olamamasının temel nedeni, 1980 sonrası uygulanan makroekonomik politika çerçevesinin yeterince tutarlı bir yapıda olmamasıdır. Mali disiplin olmadan, bütçe açıkları ve yüksek enflasyonun olduğu bir ekonomik yapının 1989'da tamamen dış dünya ile entegre edilmesi, finansal liberalizasyondan beklenen katkının ortaya çıkmasını engellemiş veya sınırlandırmış bulunmaktadır.

İstikrarlı bir makro ekonomik yapının oluşturulmasına yönelik politika seçeneklerinin uygulanmasıyla birlikte sermaye piyasalarının gelişmesi hem daha sağlıklı olacak hem de finansal sistemin bir bütün olarak ekonomideki gerçek işlevini daha iyi bir şekilde yerine getirmesine katkıda bulunacaktır. Sermaye piyasasının gelişmesi ise, her şeyden önce bu piyasanın spekülatif yapısından kurtulmasına katkıda bulunacak ve fonların güvenli bir şekilde bu piyasada değerlendirilmesine olanak tanıyarak finansal sistemin gelişimine katkı sağlayacaktır. Dolayısıyla mali disiplinin sağlanması ve kamu tasarruflarının artırılması ve dolayısıyla borçlanmaya gerek

duyulmayacak şekilde açık bütçe politikalarından kaçınılması, bir yandan enflasyonda kontrol altına alarak, ekonominin makroekonomik yapısının istikrara kavuşmasına katkıda bulunacaktır. Bütün bu gelişmelerin finansal sistemin gelişimine katkısının yansira, sektörün gerçek fonksiyonunu yerine getirmesinede yol açabilecektir.

Diğer taraftan özellikle 2000 yılından sonra makroekonomik istikrarın sağlanabilmesi için uygulamaya konan yapısal reformların en azından finansal sistemde belirli bir istikrar sağladığı ve sektörü iç ve dış şoklara karşı daha sağlıklı bir yapıya kavuşturduğu göz önüne alındığında, bu tür düzenlemelerin finansal gelişmeyi olumlu etkileyeceği beklenmektedir. Ayrıca Amerika kaynaklı olarak yaşanan son kriz, küreselleşmiş bir dünyada, ulusal etkin gözetim ve denetim mekanizmasının yanı sıra uluslararası benzer nitelikte ve işlevde kurumların oluşturulması ve var olanların güçlendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

KAYNAKÇA

- Acar, M. (2008) “Tarım ve Kalkınma” *Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular*, Edtr., S. Taban ve M. Kar, Ekin Kitabevi (İkinci Basım), ss. 159-184.
- Acaravcı, A., Öztürk, İ. ve Acaravcı, S. K. (2007) “Finance- Growth Nexus: Evidence from Turkey”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, ss. 30-40.
- Acemoglu, D., Johnson, S. ve Robinson, J. A. (2001) “The Colonial Orijins of Comparative Development: An Empirical Investigation”, *American Economic Review*, 91, ss. 1369-1401.
- Acemoglu, D., Johnson, S. ve Robinson, J. A. (2004) “Institutions as the Fundamental Cause of Long Run Growth”, *NBER Working Paper*, No: 10481.
- Agung, F. ve Ford, J. (1998) “Financial Development, Liberalization and Economic Development in Indonesia, 1966-1996: Cointegration and Causality”, *University of Birmingham, Department of Economics*, Discussion Paper No: 98-12.
- Akçağlayan, A. (2007) “2001 Krizi Sonrasında Uygulanan Para Politikasının Döviz Kuru Üzerine Etkisi”, *VIII. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, 24-25 Mayıs, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- Akçoraoğlu, A. (2000) “Financial Sector and Economic Growth: An Exogeneity Analysis”, *Ankara Üniversitesi, SBF Dergisi*, c. 55, s. 1, ss. 1-25.
- Akinlo, A. E. (2006) “The Stability of Money Demand in Nigeria: An Autoregressive Distributed Lag Approach”, *Journal of Policy Modeling*, 28, ss. 445-452.
- Akyüz, Y. (1990) “Financial System and Policies in Turkey in 1980s”, *The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability*, Edtr., T. Arıcanlı ve D. Rodrik, London: Macmillan.
- Akyüz, Y. ve Boratav, K. (2003) “The Making of the Turkish Financial Crisis”, *World Development*, c. 31, s. 9, ss. 1549-1566.
- Alkinoğlu, L. (1999) “Türkiye’de Uygulanan İstikrar Politikaları ve Sonuçları”, *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, s. 15, ss. 307-319.
- Alp, A. (2000) *Finansın Uluslararasılaşması*, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul.
- Alper, C. E. ve Öniş, Z. (2001) “Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi”, *Doğu-Batı Düşünce Dergisi*, c. 4, s. 17, Kasım, ss. 203-225.

- Altıntaş, H. ve Ayriçay, Y. (2009) “Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987-2007”, X. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu, 27-29 Mayıs, Atatürk Üniversitesi. <http://iletisim.atauni.edu.tr/eisemp/html/tammetinler/122.pdf> 11.07.2009
- Anand, R., Chhibber, A. ve van Wijnbergen, S. (1990) “External Balance and Growth in Turkey: Can They Be Reconciled?”, *The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability*, Edtr., T. Aricanli and D. Rodrik, London: Macmillan.
- Andrianova, S., Demetriades, P. ve Shortland, A. (2008) “Government Ownership of Banks, Institutions and Financial Development”, *Journal of Development Economics*, 85, ss. 218-252.
- Ang, J. B. (2007) “Are Financial Sector Policies Effective in Deepening the Malaysian Financial System?”, *Monash University, Discussion Paper*, 02/07.
- Ang, J. B. (2008a) “A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth”, *Journal of Economic Surveys*, c.22, s. 3, ss. 536-576.
- Ang, J. B. (2008b) “What are the Mechanism Linking Financial Development and Economic Growth in Malaysia?”, *Economic Modelling*, c. 25, s. 1, ss. 38-53.
- Ang, J. B. ve McKibbin, W. J. (2007) “Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia”, *Journal of Development Economics*, c. 84, s. 1, ss. 215-233.
- Ardıç, O. P. ve Damar, H. E. (2006) “Financial Sector Deepening and Economic Growth: Evidence From Turkey”, *Bogazici University Department of Economics, Working Papers* 2006/19.
- Arestis, P. ve Demetriades, P. (1997) “Financial Development and Economic Growth: Assesing The Evidence”, *Economic Journal*, c. 107, s. 442, ss. 783-799.
- Arestis, P. ve Demetriades, P. (1999) “Finance and Growth: Institutional Considerations, Financial Policies and Causality”, *Zagreb International Review of Economics and Business*, 2, ss. 37-62.
- Arestis, P., Demetriades, P., Fattouh, B. ve Mouratidis, K. (2002) “The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence From Developing Economies”, *International Journal of Finance&Economics*, c. 7, s. 2, ss. 109-121.

- Arın, T. (2000) “Financial Markets and Globalization in Turkey: Fiscal Crises of the State”, İ.Ü. İktisat Fakültesi Mecmuası, Prof. Dr. Yüksel Ülken’e Armağan, ss. 254-286.
- Aslan, Ö. ve Korap, H. L. (2006) “Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi”, *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Güz, s. 17, ss. 1-20.
- Aslan, Ö. ve Küçükaksoy, İ. (2006) “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, s. 4, ss. 12-28.
- Aşıkoğlu, Y. ve Ersel, H. (1993) “Financial Liberalization in Turkey”, Proceedings of a Conference Held in Washington, USA on 28-30 December 1990, Ankara: Central Bank of The Republic of Turkey.
- Atamtürk, B. (2007) “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflara Etkisi”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, c. XXIII, s. 2, ss. 75-89.
- Auerbach, P. ve Siddiki, U. (2004) “Financial Liberalisation and Economic Development: An Assesment”, *Journal of Economic Surveys*, c. 18, s. 3, ss. 231-265.
- Ay, A. ve Karaçor, Z. (2006) “Türkiye Ekonomisi’nde Krizden Büyümeye Geçiş: Kaynakları, Sürdürülebilirliği ve İyi Bir Büyüme Olup Olmadığı Üzerine Bir Tartışma”, *TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı*, 11-13 Eylül, Ankara.
- Bahmani-Oskooee, M. ve Chomsisengphet, S. (2002) “Stability of M2 Demand Functions in Industrial Countries”, *Applied Economics*, 34, ss. 2075-2083.
- Bahmani-Oskooee, M. ve Hajilee, M. (2009) “The J-Curve at Industry Level: Evidence from Sweden–US Trade”, *Economic Systems* 33, ss. 83–92.
- Bahmani-Oskooee, M. ve Wang, Y. (2007) “The J-Curve at The Industry Level: Evidence From Trade Between The US and Australia”, *Australian Economic Papers*, c. 46, s. 4, ss. 315-328.
- Bahmani-Oskooee, M. ve Brooks, T. J. (1999) “Bilateral J-Curve Between U.S. and Her Trading Partners”, *Review of World Economics*, c. 135, s. 1, March, ss. 156-165. <http://www.springerlink.com/content/9712226274713465/fulltext.pdf>, 12.07.2009
- Baltagi, B., Demetriades, P. ve Law, S. H. (2007) “Financial Development, Openness and Institutions”, *University of Leicester Discussion Paper in Economics*, 2007/05.

- Banerjee, A., Dolado, J., Galbraith, J. W. ve Hendry, D. (1993) *Co-integration, Error Correction and the Econometric Analysis of Non-Stationary Data*, Advanced Texts in Econometrics, Oxford University Press, Oxford.
- Barro, R. J. (1990) "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth", *Journal of Political Economy*, 98, ss. 103-125.
- Barro, R. J. (1995) *Determinants of Economic Growth A Cross-Country Empirical Study*, The MIT Press. Mass.
- Barth, J., Caprio, G. ve Levine, R. (2001) "Banking System Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance And Stability?", *Prudential Regulation and Supervision: Why it is Important and What are the Issues*, Edtr., F. Mishkin, National Bureau of Economic Research.
- Başıoğlu, U., Ceylan, A. ve Parasız, İ. (2001) *Finans Teori Kurum ve Araçlar*, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa.
- Beaugrand, P., Boileau, L. ve Montfort, M. (2002) "The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits: The Case of Central and West African Countries". *IMF Working Paper*. WP/02/79.
- Beck, T. ve Levine, R. (2004) "Stock Markets, Banks and Economic Growth: Panel Evidence", *Journal of Banking and Finance* 28, ss. 423-442.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. ve Levine, R. (2001) "Law, Politics and Finance", World Bank Working Paper, No. 2585.
- Bekaert, G. ve Harvey, C. (2000) "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets", *The Journal of Finance*, 55, ss. 565-613.
- Bekaert, G., Harvey, C. R. Ve Lundblad, C. (2005) "Does Financial Liberalization Spur Growth?", *Journal of Financial Economics*, 77, ss. 3-55.
- Ben Naceur, S., Boubakri, N. ve Ghazouani, S. (2008) "Privatization and Financial Market Development: A Comparison Between Mena Countries and Other Regions", *Economic Research Forum*, Working Paper No. 390.
- Bencivenga, V. ve Smith, B. (1991) "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, 58, ss. 195-209.
- Benli A. ve Sönmezler, G. (2002) "Bankacılık Sistemi ve Kriz", *İktisat İşletme ve Finans*, c. 17, s. 195, ss.80-92.
- Binay, Ş. ve Kunter, K. (1999) "Türkiye'de Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1997", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Ocak, ss.24-48.

- Bittencourt, M. (2008) "Inflation and Financial Development: Evidence from Brazil", *United Nations University*, Research Paper No: 2008/14.
- Boratav, K. (2006) *Türkiye'de Devletçilik*, İmge Kitabevi, Ankara.
- Borio, C. (1997) "Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries", Working Paper No. 40, BIS, Basel.
- Bortolotti, B., de Jong, F., Nicodano, G. ve Schindele, I. (2007) "Privatization and Stock Market Liquidity", *Journal of Banking and Finance* 31, ss. 297-316.
- Boubakri, N. ve Hamza, O. (2007) "The Dynamics of Privatization, the Legal Environment and Stock Market Development", *International Review of Financial Analysis* 16, ss. 304-331.
- Boyd, J., Levine, R. ve Smith, B. (2001) "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance", *Journal of Monetary Economics*, 47, ss. 221-248.
- Boz, İ. (2004) "Tarım Sektörünün İktisadi Kalkınmadaki Rolü" *Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular*, Edtr., S. Taban ve M. Kar, Ekin Kitabevi, ss. 138-158, Bursa.
- Braun, M. ve Raddatz, C. (2005) "Trade Liberalization and the Politics of Financial Development", *World Bank Working Paper*, No: 3517.
- Brown, R. L., Durbin, J. ve Evans, J. M. (1975) "Techniques for Testing the Constancy of Regression Relations Over Time", *Journal of Royal Statistical Society*, 37 (Series B), ss. 149-163.
- Brownbridge, M., Kirkpatrick, C. H. ve Maimbo, S. M. (2005) "Financial Regulation in Developing Countries: Policy and Recent Experience", *Finance and Development Surveys of Theory, Evidence and Policy*, Derleyenler: C. Green, C. Kirkpatrick and V. Murinde (Cheltenham, UK: Edward Elgar), ss. 154-180.
- Buffie, E. F. (1984) "Financial Repression, The New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies", *Journal of Development Economics*, c. 14, s. 3, ss. 305-322.
- Bulutay, T. (1995) *Yeni Büyüme Kuramları ve Büyüme Kalkınma Konusunda Diğer Bazı Yaklaşımlar*, DPT: Ankara.
- Burke, S. P. ve Hunter, J. (2005) *Modelling Non-Stationary Economic Time Series: A Multivariate Approach*, Palgrave Macmillan London.
- Burkett, P. ve Dutt, A. K. (1991) "Interest Rate Policy, Effective Demand and Growth in LDCs.", *International Review of Applied Economics*, c. 5, s. 2, ss. 127-154.
- Büyükdenez, A. (1991) *Türkiye'de Faiz Politikaları*, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları: İstanbul.

- Canbaş, S. ve Doğukanlı, H. (1997). *Finansal Pazarlar*, Beta Basımevi: İstanbul.
- Celasun, M. (2002) “2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme” VI. *METU International Conference in Economics*, 11-14 Eylül, Ankara.
- Celasun, M. ve Tansel, A. (1993) “Distributional Effects and Saving-Investment Behaviour in A Liberalising Economy: the Case of Turkey”, *METU Studies in Development*, c. 20, s. 3, ss. 269-298.
- Charemza, W.W. ve Deadman, D.F. (1997) *New Directions in Econometric Practice*: Edward Elgar. Cheltenham
- Chinn, M. D. ve Ito, H. (2002) “Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence”, *NBER Working Paper Series*, No: 8967, ss. 1-42.
- Chinn, M. ve Ito, H. (2006) “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions”, *Journal of Development Economics*, 81, ss. 163-192.
- Cho, Y. J. (1990) “McKinnon-Shaw Versus the Neostructuralists on Financial Liberalization: A Conceptual Note”, *World Development*, c. 18, s. 3, ss. 477-480.
- Cizre-Sakallıoğlu, Ü. ve Yeldan, E. (2000) “Politics, Society and Financial Liberalization: Turkey in the 1990s” *Development and Change*, c. 31, s. 1, ss. 481-508.
- Clarke, R. (1996) “Equilibrium Interest Rate and Financial Liberalization in Developing Countries”, *Journal of Development Studies*, c. 32, s. 3, ss. 391-413.
- Coe, D. T. ve Moghadam, R. (1993) “Capital and Trade As Engines of Growth in France: An Application of Johansen’s Cointegration Methodology”, *IMF Staff Papers*, c. 40, s. 3, ss. 542-566.
- Conway, P. (1990) “The Record on Private Investment in Turkey”, *The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability*, Edtr., T. Aricanli and D. Rodrik, London: Macmillan.
- Coşan, F. M. ve Ersel, H. (1986) “Turkish Financial System: its Evolution and Performance, 1980-1986”, *Inflation and Capital Markets*, Proceedings of the OECD-CMB Conference, August, 4-8, Bolu: Capital Market Board Publications, No. 7.
- Cuadro, L., Gallego, S. ve Herrero, A. G. (2003) “Why Do Countries Develop More Financially than Others? The Role of the Central Bank and Banking Supervision”,

http://www.cass.city.ac.uk/conferences/emg_finance/Papers/Cuadro_Gallego_Garcia-Herrero.pdf 12/12/2008.

- Cull, R., Senbet, L. W. ve Sorge, M. (2001) "Deposit Insurance and Financial Development", *Policy Research Working Paper*, WPS 2682, ss. 1-61.
- Darrat, A. F. (1999) "Are Financial Deepening and Economic Growth Causally Related? Another Look At The Evidence" *International Economic Journal*, c. 13, s. 3, ss. 19-35.
- De Vita, G., Endresen, K. ve Hunt, L. C. (2006) "An Empirical Analysis of Energy Demand in Namibia", *Energy Policy*, 34, ss. 3447-3463.
- Dehasa, M., Druck, P. ve Plekhanov, A. (2007) "Relative Price Stability, Creditor Rights and Financial Deepening", *IMF Working Paper* No: 07/139.
- Dehasa, M., Druck, P. ve Plekhanov, A. (2007) "Relative Price Stability, Creditor Rights and Financial Deepening", *IMF Working Paper* No: 07/139.
- Deidda, L. G. (2006) "Interaction Between Economic and Financial Development", *Journal of Monetary Economics*, 53, ss. 233-248.
- Demetriades, P. O. (2008) "New Perspectives on Finance and Growth", *University of Liecester*, Working Paper No: 08/14, April, ss. 1-21.
- Demetriades, P. O. ve Deveraux, M. P. (1992) "Investment and Financial Repression, Theory and Evidence from 63 LDCs", *Working Paper in Economics*, 96/12, December, Keele University.
- Demetriades, P. O. ve Law, S. H. (2006) "Finance Institutions and Economic Development", *International Journal of Finance & Economics*, 11, ss. 245-260.
- Demetriades, P., Du, J., Girma, S. ve Xu, C. (2007) "Does the Chinese Banking System Promote the Growth of Firms?", *World Economy and Finance Working Paper*, WEF0036.
- Demir, O. (2002) "İçsel Büyüme Kapsamında Devletin Değişen Rolü", *I.Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi*, Kocaeli Üniversitesi, 10-11 Mayıs, ss. 339-358, Hereke: Kocaeli.
- Demir, Y., Öztürk, E. ve Albeni M. (2007) "Türkiye'de Finansal Piyasalar ile Ekonomik Büyüme İlişkisi", *K.M.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, c. 7, s. 3, Aralık., ss. 438-455.
- Demirbaş, M. (2000) "Türkiye'de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi, 1980-1997 Dönemi Örneği", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C. 5, S. 2, ss. 81-92.

- Denizer, C. (1997) "The Effects of Financial Liberalization and New Bank Entry on Market Structure and Competition in Turkey", Washington D.C.: *World Bank Policy Research Working Paper*, No: WPS 1839.
- Derviş, K. ve Petri, P. A. (1987) "The Macroeconomics of Successful Development: What are the Lessons?", *NBER Conference on Macroeconomics*, March, 13-14, Mass: Cambiridge.
- Di Giorgio, D. (1999) "Financial Development and Reserve Requirements", *Journal of Banking & Finance*, 23, ss. 1031-1041.
- Diamond, D. W. ve Dybvig, P. H. (1983) "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", *Journal of Political Economy*, June, c. 51, s. 3, ss. 401-419.
- Do, Q. T. ve Levchenko, A. A. (2006) "Comparative Advantage, Demand for External Finance and Financial Development", *Public Disclosure Authorized*, WPS 3889.
- Doğan, H. (1999) *Finansal Liberalizasyon Politikalarının Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri*, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü: Ankara.
- Doğan, H. (2002) "Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği", *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl 17, s. 190, ss. 60-71.
- Doğan, H. (2008) "Türkiye'de Finans ve Reel Ekononmi İlişkisi: Schumpeter Haklı mıydı?", *İşletme Finans Dergisi*, c. 23, s. 272, ss. 49-79.
- Doornik, J. A. ve Hendry, D. F. (1994) *Pcfiml 8.0 Interactive Econometric Modelling Of Dynamic Systems*, London: International Thomson Publishing.
- Dornbush, R. ve Reynoso, A. (1989) "Financial Factors in Economic Development", *The American Economic Review*, c. 79, s. 2, ss. 204-209.
- DPT (Devlet Planlama Teşkilatı) (2001) *2002 Yılı Programı*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- DPT (Devlet Planlama Teşkilatı) (2002) *Temel Ekonomik Göstergeler: Şubat 2002*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- DPT (Devlet Planlama Teşkilatı) (2009) Temel Ekonomik Göstergeler, www.dpt.gov.tr, 10.02.2009.
- Durham, J. B. (2002) "The Effects of Stock Market Development on growth and Private Investment in Lower Income Countries", *Emerging Markets Review*, s. 3, c. 3, ss. 211-232.
- Dutt, A. K. (1994) "Interet Rate Policy in LDCs: A Post Keynesian View", *Journal of Post Keynesian Economics*, c. 13, s. 2, ss. 210-232.

- Ege, I., Nazlıoğlu, Ő. ve Bayrakdaroğlu, A. (2008) “Financial Development and Economic Growth: Cointegration and Causality Analysis for The Case of Turkey”, *Management and Administration Research Center*, March Working Paper Series, No. 2008-04 METU, Ankara.
- Emek, U. (2000) “Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri”, *Rekabet Dergisi*, c. 1, s. 3, ss. 58-83.
- Enders, W. (1995) *Applied Econometric Time Series*, Wiley, New York.
- Engle, R. F. ve Granger C. W. J. (1987) “Co-integration and Error Correction: Representantation, Estimation and Testing”, *Econometrica*, 55, ss.251-276.
- Erim, N. ve Türk, A. (2005) “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, c. 10, s. 2, ss. 21-45.
- Erol, T. (1992) “Short-Term Macroeconomic Adjustment Process in A Developing Economy: the Turkish Case, 1960-80 and 1981-86”, *METU Studies in Development*, c. 19, s. 1, ss. 51-65.
- Ersel, H. (2002) “Macroeconomic Information and the Role of Banks in its Transmission”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 38, ss. 9-23.
- Ertuğrul, A. ve Selçuk, F. (2001) “A Brief Account of the Turkish Economy: 1980-2000”, *Russian-East European Finance and Trade*, c. 36, s. 6, ss. 6-32.
- Erzan, R., Akçay, C. ve Yolalan, R. (2001) “Kuşbakışı Türk Bankacılık Sektörü”, *Active Bankacılık Dergisi*, s. 17, Mart-Nisan, ss. 3-14.
- Esen, A. ve Seyrek, İ. (1998) “The Role of Capital Market in the Development Experience of Turkey”, *Uludağ Ü. İİBF Dergisi*, c. 16, s. 3.
- Esen, O. (1998) “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Yaklaşım”, *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, c. 13, s. 145, Nisan, ss.23-30.
- Filer, R. K. Honousek, J. ve Campos, N. F. (1999) “Do Stock Markets Promote Economic Growth?”, Working Paper No. 267, <http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp267.pdf>, 06.06.2008.
- Flores, R. G. ve A. Szafarz (1996) “An Enlarged Definition of Cointegration” *Economics Letters*, 50, ss. 193–195.
- Frankel, J. ve Rose, A. (1998) “Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment”, *Journal of International Economics*, 41, ss. 351-366.

- Fry, M. J. (1978) "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?", *Journal of Money, Credit and Banking*, c. 10, s. 4, ss. 464-475.
- Fry, M. J. (1979) "The Cost of Financial Repression in Turkey", *Saving and Development*, c. 3, s. 2, ss. 127-135.
- Fry, M. J. (1980) "Money, interest, Inflation and Growth in Turkey", *Journal of Monetary Economics*, s. 6, ss. 535-545.
- Fry, M. J. (1982) "Financial Sectors in Some Small Islands Developing Economies", *Problems and Policies in Small Economies*, Edtr., Bimal Jalan, London: Croom Helm, ss. 185-207.
- Fry, M. J. (1988) *Money, Interest and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Pres.
- Fry, M. J. (1995) *Money Interest and Banking in Economic Development*, Second Edition: John Hopkins University Pres, Baltimore.
- Fry, M. J. (1997) "In Favour of Financial Liberalization", *The Economic Journal* 107, May, ss. 754-770.
- Fuller, W. A. (1976) *Introduction to Statistical Time Series*, John Wiley, New York.
- Galbis, V. (1977) "Financial Intermediation And Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach", *Journal Of Development Studies*, c. 13, s. 2, ss. 58-72.
- Galetoviç, A. (1996) "Finance and Growth: A Synthesis And Interpretation of the Evidence", *BNL Quarterly Review*, c. 49, s. 96, ss.59-82.
- Garcia, G. (2000) "Deposit Insurance and Crisis Management", *IMF Working Paper*, No. 0057.
- Gelb, A. H. (1989) "Financial Policies Growth and Efficiency", *World Bank Research Working Paper*, No. 202, World Bank, June, Washington, D.C.
- Gelbard, E. A. ve Leite, S. P. (1999) "Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa", *IMF Working Paper*, No: WP/99/105, August.
- Gibson, H. ve Tsakalotos, E. (1994) "The Scope and Limits of Financial Liberalization in Developing Countries", *Journal of Development Studies*, c. 30, s. 3, ss. 678-628.
- Girgin, B., Acar, İ. ve Seyfi, Ç. (2008) "Mevduat Sigortacılığı ve Banka Kaynaklarının Korunmasındaki Rolü", *TMSF Çatı*, c. 2, s. 18, Temmuz-Ağustos-Eylül, ss. 11-15.

- Girma, S. ve Shortland, A. (2004) "The Political Economy of Financial Development", *University of Liecester*, Working Paper No: 04/21, July. ss. 1-35.
- Goldsmith, R. W. (1969) *Financial Structure And Development*, Yale University Pres: New Haven And London.
- Gorton, G. (1988) "Banking Panics and Business Cycles", *Oxford Economic Papers*, 40, ss. 751-781.
- Gökdeniz, İ., Erdoğan, M. ve Kalyüncü, K. (2003) "Finansal Piyasaların Ekonomik Büyümeye Etkisi ve Türkiye Örneği (1989-2002)", *G.Ü. Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, s. 1, ss. 107-117.
- Granger, C. W. J. (1986) "Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48, ss. 213-228.
- Granger, C. W. J. ve Newbold, P. (1974) "Spurious Regressions in Econometrics", *Journal of Econometrics*, 35, ss.143-159.
- Greenwood, J. ve Jovanovic, B. (1990) "Financial Development, Growth and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, 98, ss. 1076-1107.
- Gregorio, J. D. ve Guidotti, P. E. (1995) "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, c. 23, s. 3, ss. 433-448.
- Greene, J. ve Villanueva, D. (1991) "Private Investment in Developing Countries: An Emprical Analysis", *International Monetary Fund Staff Papers*, 38, March, ss. 33-58.
- Gujarati, D. N. (1999) *Temel Ekonometri*, Literatür Yayınları, İstanbul.
- 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*, c. 45, s. 4, ss. 515-538.
- Gurley, J. G. ve Shaw, E. S. (1967) "Financial Structure And Economic Development", *Economic Development And Cultural Change*, c. 15, s. 3, ss. 257-268.
- Günel, M. (2006) *Para Banka ve Finansal Sistem*, Yeni Dönem Yayıncılık, Ankara.
- Günel, M. (2007) "Türkiye'de Bankacılık: Sorunlar, Gelişmeler, Çözüm Önerileri", *Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri* Edtr. Ahmet Ay, Çizgi Kitabevi, Konya, ss. 319-366.
- Güncavdı, O., Bleaney, M. ve McKay, A. (1998) "Financial Liberalisation and Private Investment: Evidence From Turkey", *Journal of Development Economics*, c. 57, s. 2, ss. 443-455.

- Günçavdı, O. ve McKay, A. (2003) “Macroeconomic Adjustment and Private Manufacturing Investment in Turkey: A Time-series Analysis”, *Applied Economics*, 35, ss.1901–1909.
- Günçavdı, Ö. ve Küçükçifçi, S. (2005) “Financial Reforms and the Decomposition of Economic Growth: An Investigation of the Changing Role of The Financial Sector in Turkey”, *Review of Middle East Economics and Finance*, c. 3, s. 1, ss. 63-86.
- Halıcioğlu, F. (2007) “The Financial Development and Economic Growth Nexus For Turkey”, *MPRA Paper No. 3566*, November, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/3566/> ss. 1-9.
- Hansen, H. ve Juselius, K. (1995) *Cats in Rats: Cointegration Analysis of Time Series*. Estima, Evans-ton, Illinois.
- Harris, R. (1995) *Using Cointegration Analysis in Econometric Modelling*, Prentice Hall/ Harvester Wheatsheaf, London.
- Haslag, J. H. ve Koo, J. (1999) “Financial Repression, Financial Development and Economic Growth”, *Federal Reserve Bank of Dallas*, Working Paper No: 99-02.
- Hauner, D. (2006) “Fiscal Policy and Financial Development”, IMF Working Paper, WP/06/26, Washington, D. C.: IMF.
- Henry, P. B. (2000) “Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices”, *Journal of Finance*, c. 55, s. 2, ss. 529-564.
- Hermes, N. (1994) “Financial Development and Economic Growth: A Survey of the Literature”, *International Journal of Development Banking*, c. 12, s. 1, ss. 3-22.
- Hermes, N. (1995) *Financial Markets and the Role of the Government in Chile*, Labyrinth Publication, Netherlands.
- Hermes, N. ve Lensink, R. (1996) *Financial Development And Economic Growth, Theory And Experiences From Developing Countries*, Routledge: London.
- Hicks, J. A. (1969) *A Theory of Economic History*: Clarendon Press, Oxford.
- HM (Hazine Müsteşarlığı) (2001) *Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar*, 15 Mayıs, Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Ankara.
- HM (Hazine Müsteşarlığı) (2009) Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetimi, İç ve Dış Borç Stoku, <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://ca8a5b252efea63752b1cb4e1cc81997&InitialNodeFirstLevel=true>, 10.06.2009

- Holden, K. ve Thompson, J. (1992) "Co-integration: An introductory Survey", *British Review of Economic Issues*, c. 14, s. 33, ss. 1-55.
- Huang, W. (2006) "Emerging Markets Financial Openness and Financial Development", *University of Bristol*, Discussion Paper No. 06/588.
- Huybens, E. ve Smith, B. D. (1999) "Inflation, Financial Markets and Long-Run Real Activity", *Journal of Monetary Economics*, 43, ss. 283-315.
- IFS (International Financial Statistics) (2009) <http://www.imfstatistics.org/imf/> 22.01.2009
- Ito, H. (2006) "Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization", *Nort American Journal of Economics and Finance*, 17, ss. 303-327.
- İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) (2008) Borsa Kotunda Bulunan ve Borsada İşlem Gören Şirketler <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm> 12.12.2008.
- İsmihan, M. (2008) "Kronik İstikrarsızlık ve Potansiyel Büyüme Hızı: Türkiye Deneyimi, 1960-2006", *Dokuz Eylül Üniversitesi, II. Ulusal İktisat Kongresi*, 20-22 Şubat, İzmir.
- Johansen, S. (1988) "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, ss.231-254.
- Johansen, S. ve Juselius, K. (1990) "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration –With Application to the Demand for Money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, ss.169-210.
- Johansen, S. Ve Juselius, K. (1992) "Testing Structural Hypothesis in A Multivariate Cointegration Analysis of the PPP and tha UIP for UK", *Journal of Econometrics*, 53, ss.211-244.
- Johansen, S. (1992) "Determination of Cointegration Rank in the Presence of a Linear Trend", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, c. 54, s. 3, ss.383-397.
- Jones, C. I. (1995) "Time Series Tests Of Endogenous Growth Models", *Quarterly Journal Of Economics*, 110, ss. 495-525.
- Jung, W. S. (1986) "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", *Economic Development and Culturel Change*, c. 34, s. 2, ss. 333-346.
- Kadılar, C. (1996) "Johansen Eşbütünleşme Analizi", *Hazine Dergisi*, s. 3, Temmuz, ss. 77-95.
- Kapur, B. K. (1976) "Alternative Stabilization Policies For Less-Development Economies", *Journal of Political Economy*, c. 84, s. 4i, ss. 777-795.

- Kapur, B. K. (1983) "Optimal Financial And Foreign-Exchange Liberalization of Less Developed Economies", *Quarterly Journal Of Economics*, 98, ss. 41-62.
- Kar, M. (2000) *An Empirical Investigation of Financial Liberalization in Turkey: 1963-1995*, Doktora Tezi, Loughborough University: Loughborough.
- Kar, M. (2001a) "A Critical Review of The Theory of Financial Liberalization", *Atatürk University, Journal of the Faculty of Economics and Administrative Sciences*, c. 15, s. 3-4, ss. 81-96.
- Kar, M. (2001b) "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği", *Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi Dergisi*, c. 2, s. 2, ss. 150-169.
- Kar, M. ve Ağır, H. (2003) "Türkiye'de Beşeri Sermaye ve Ekonomik Büyüme: Nedensellik Testi", *II. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildiriler Kitabı*, (Derbent-İzmir), ss. 181-190.
- Kar, M. ve Ağır, H. (2005) "Finansal Derinleşmenin Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme", *Finans Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi*, s. 496, ss. 50-67.
- Kar, M. ve Pentecost, E. (2000) "The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence", *Economic Research Paper, Department of Economics, Loughborough University*, No. 00/27. Loughborough.
- Kar, M. ve Taban, S. (2003) "Kamu Harcama Çeşitlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri", *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, c. 58, s. 3, ss. 145-169.
- Kar, M. ve Tuncer, M. (1999) "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme", *Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi*, c. 17, s. 3.
- Karabulut, K., ve Emsen, Ö. S. (1997) "Kalkınma Teorileri ve Geliştirilen Son Büyüme Modeli: Yeni Büyüme Teorisi", *Atatürk Üniversitesi Sbf Dergisi*, c. 58, s. 3, ss. 27-50.
- Karagöz, K. ve Armutlu, R. (2007) "Hisse Senedi Piyasasının Gelişimi ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği", *VIII. Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, İnönü Üniversitesi, 24-25 Mayıs, Malatya.
- Kepenek, Y. (1990) *Gelişimi, Üretim Yapısı ve Sorunlarıyla Türkiye Ekonomisi*, Verso Yayıncılık, Ankara.
- Keyder, N. (1990) *Para Teori- Politika Türkiye Üzerine Bir Uygulama*, Bizim Büro Basımevi, Ankara.

- Kibritçioğlu, A. (1998) “İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri”, *Ankara Üniversitesi, Sbf Dergisi*, c. 53, s. 1-4, ss. 207-230.
- King, R. G. ve Levine R. (1993a) “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, c. 108, s. 3, ss.717-737.
- King, R. G. ve Levine, R. (1993b) “Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Growth”, *Journal of Monetary Economics* 32, December, ss. 513-542.
- Klein, M. W. ve Olivei, G. P. (2008) “Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth”, *Journal of International Money and Finance*, 27, ss. 861-875.
- Koçyiğit, A. (2000) “A Simultaneous-Equations Model of Savings in Sixteen Emerging Market Economies: A Time Series Analysis, *İnönü Üniversitesi İİBF Dergisi*, c. 1, s. 1, ss. 1-18.
- Köne, A. Ç. (2003) “Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, c. 4 s. 2, ss. 233-246.
- Kutlar, A. (1998) *Bilgisayar Uygulamalı Ekonometriye Giriş*, Beta Yayınları, Sivas.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. ve Shleifer, A. (2002) “Government Ownership of Banks”, *Journal of Finance*, c. 57, s. 1, ss. 265-301.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997) “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 52, ss. 1131-1150.
- Lanyi, A. ve Saracoglu, R. (1983) *Interest Rate Policies in Developing Countries*, IMF, Occ. Paper 22.
- Law, S. H. ve Demetriades, P. (2006) “Opennes, Institutions and Financial Development”, *World Economy&Finance Research Programme Working Paper Series, Economic&Social Research Council, WEF, 0012, May*.
- Lawrence, P. (2006) “Finance and Development: Why Should Causation Matter?”, *Journal of International Development*, c. 18, ss. 997-1016.
- Leff, N. H. ve Sato, K. (1988) “Estimating Investment and Savings Functions for Developing Countries, With An Application to Latin America”, *International Economic Journal*, c. 2, s. 3, ss. 1-17.
- Leigh, L. (1996) “Financial Development and Economic Growth: An Econometric Analysis for Singapore”, *IMF Working Papers*, WP/96/15, Washington, D. C.: IMF.

- Lele, P. ve Siems, M. (2007) "Shareholder Protection: A Leximetric Approach", *Journal of Corporate Law Studies*, 7, ss. 17-50.
- Levine, R. (1997) "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal Of Economic Literature*, 35, ss. 688-726.
- Levine, R. ve Zervos, S. (1996) "Stock Markets Development and Long-Run Growth", *Policy Research Working Paper*, No: 1582, Washington D.C.: The World Bank.
- Levine, R. ve Zervos, S. (1998) "Capital Control Liberalization and Stock Market Development", *World Development*, c. 26, s. 7, ss. 1169-1183.
- Lewis, A. W. (1954) "Economic Development with Unlimited Supplies of Labour", *Manchester School Of Economics And Social Studies*, 22, ss. 139-191.
- Lewis, J. D. (1992) "Financial Repression and Liberalisation in A General Equilibrium Model With Financial Markets", *Journal of Policy Modelling*, c. 14, s. 2, ss. 135-166.
- Li, Kui-W. (1994) *Financial Repression and Economic Reform in China*, Westport: Praeger.
- Llewellyn, D. T. (1997) "The Financial System And Economic Development: Efficiency And Stability", *Report Prepared For The XXII. World Congress of the International Union For Housing Finance*, 27 October, Bangkok.
- Llwellyn, D. T. (2005) "Banking Regulation After Recent Financial Crises: Lessons for Developing and Developed Countries", *Finance and Development Surveys of Theory, Evidence and Policy*, Derleyenler: C. Green, C. Kirkpatrick and V. Murinde (Cheltenham, UK: Edward Elgar), ss. 185-240.
- Lucas, R., (1988) "On The Mechanics Of Economic Development", *Journal Of Monetary Economics*, c. 22, s. 1, ss. 3-42.
- Lütkepohl, H. (2005) *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*, Springer-Verlag, Berlin Heidelberg.
- Lynch, D. (1996) "Measuring Financial Sector Development", *Journal of Monetary Economics*, 22, ss.3-42.
- Mankiw, N. G., Romer, D. ve Weil, D. N. (1992) "A Contribution To The Empirics Of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, c. 107, s. 2, ss. 403-437.
- Mathieson, D. J. (1979) "Financial Reform And Capital Flows in A Developed Economy", *Imf Staff Papers*, 26, ss. 450-489.
- Mathieson, D. J. (1980) "Financial Reform And Stabilization Policy In A Developing Economy", *Journal of Development Economics*, c. 7, s. 3, ss. 359-395.

- Mazur, E. A. ve Alexander, R. J. (2000) "Financial Sector Development and Economic Growth in New Zealand", *Applied Economic Letters*, c. 8, s. 8, ss. 545-549.
- MacKinnon, C. G. (1991) "Critical Values for Cointegration Tests", *Long Run Economic Relationships: Readings in Cointegration*, Edtr., R. F. Engle ve C. W. J. Granger, Oxford University Press: Oxford.
- McKinnon, R. I. (1991) *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, John Hopkins University Press: Baltimore.
- McKinnon, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution: Washington.
- McKinnon, R. I. ve Mathieson, D. J. (1981) "How to Manage a Repressed Economy", *Princeton Essays in International Finance*, 145, December.
- Meier, G. M. ve Seers, D. (1984) *Pioneers in Development*, New York: Oxford University Press.
- Mihçı, H. (2005) "Kurumsal Yapı ve Kalkınma" *İktisadi Kalkınmada Sosyal, Kültürel ve Siyasal Faktörlerin Rolü*, Edtr. M. Kar ve S. Taban, Ekin Kitabevi, Bursa, ss. 53-87.
- Molho, L. E. (1986) "Interest Rates, Saving and Investment in Developing Countries- A Re- Examination of the McKinnon-Shaw Hypotheses", *IMF Staff Papers*, c. 33, s. 1, ss. 90-116.
- Montiel, P. J. (2003) "Development of Financial Markets and Macroeconomic Policy", *Journal of African Economies*, c. 12, s. 2, ss. ii12-ii52.
- Moore, B. J. (1986) "Inflation and Financial Deepening", *Journal of Development Economics*, 20, ss. 125-133.
- Murinde, V. ve Eng, F. S. H. (1994a) "Financial Restructuring and Economic Growth in Singapore", *Savings and Development*, c. 18, s. 2, ss. 225-246.
- Murinde, V. ve Eng, F. S. H. (1994b) "Financial Development and Economic Growth in Singapore: Demand Following or Supply Leading?", *Applied Financial Economics*, c. 46, s. 6, ss. 391- 401.
- Müslümov, A. ve Aras, G. (2002) "The Causality Relationship Between Stock Market Development and Economic Growth: The Case of OECD Countries", *Global Business and Technology Association*, June 25-29, Rome, Italy, ss. 882-889.
- Narayan, P. K. ve Narayan, S. (2004) "Is Devaluation Expansionary or contractionary? Empirical Evidence From Fiji", *Applied Economics*, 39, ss. 2589-2598.

- Ncube, M. ve Senbet, L. W. (1997) "Perspectives on Financial Regulation and Liberalisation in Africa Under Asimetric Information and Incentive Problems", *Journal of African Economies*, c. 6, s. 1, Part. II, ss. 29-88.
- Newbery, D. ve Stiglitz, J. (1984) "Pareto Inferior Trade", *Review of Economic Studies*, 51, ss. 1-12.
- North, D. (1990) *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press: Cambridge.
- Nurkse, R. (1953) *Problems Of Capital Formation in Underdeveloped Countries*, Basil Blackwell: Oxford.
- Odedokun, M. O. (1989) Causalities Between Financial Aggregates and Economic Activities in Nigeria: The Results from Grangerr's Test", *Savings and Development*, c. 23, s. 1, ss. 101-111.
- Olson, M. (1982) *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities*, Yale University Press: New Haven.
- Olson, M. (1993) "Dictatorship, Democracy and Development", *American Political Science Review*, 87, ss. 567-576.
- Ongun, T. (2001) "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme", *GÜ İİBF Dergisi* c. 3, s. 2, ss. 1-11.
- Onur, S. (2005) "Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, c. 1, s. 1, ss. 127-152.
- Öcal, T., Çolak, Ö. F., Togay, S. ve Eser, K. (1997) *Para Banka Teori ve Politika*, Gazi Kitapevi Yayınları: Ankara.
- ÖİB (Özelleştirme İdaresi Başkanlığı) (2009) Türkiye'de Özelleştirme, <http://www.oib.gov.tr> 10.06.2009.
- Önder, İ., Türel, O., Ekinci, N. ve Somel, C. (1993) *Türkiyede Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar*, Türkiye Araştırmaları 2, Tarih Vakfı Yurt Yayınları: İstanbul.
- Öniş, Z. (1991) "Political Economy of Turkey in the 1980s: Anatomy of Unorthodox Liberalism", *Strong State and Economic Interest Groups: The Post- 1980 Turkish Experience*, Edtr. M. Heper, De Gruyter, New York, ss. 27-40.
- Öniş, Z. (1999) "The State and Economic Development in Contemporary Turkey: Etatism to Neo-Liberalism and Beyond", *State and Market: The Political Economy of Turkey in Comparative Perspective*, Edtr. Z. Öniş, Boğaziçi University Pres, İstanbul, ss. 455-476.

- Öniş, Z. (1986) “Stabilization and Growth in A Semi-industrial Economy: An Evaluation of the Recent Turkish Experiment, 1977-84”, *METU Studies in Development*, c. 13, s. 1-2, ss. 7-28.
- Özatay, F. ve Sak, G. (2002) “Financial Liberalization in Turkey: Why was the Impact on Growth Limited?”, *Emerging Markets Finance and Trade*, c. 38, s. 5, ss. 6-22.
- Öztürk, İ. (2008) “Financial Development and Economic Growth: Evidence from Turkey”, *Applied Econometrics and International Development*, c. 8, s. 1, ss. 85-98.
- Pagano, M. (1993) “Financial Markets and Growth, An Overview”, *European Economic Review*, 37, ss. 613-622.
- Parasız, İ. (1997) *Para Banka ve Finansal Piyasalar Teori ve Politika*, Ezgi Kitapevi Yayınları: Bursa.
- Parasız, İ. ve Yıldırım, K. (1994) *Uluslararası Finansman Teori Ve Uygulama*, Ezgi Kitapevi Yayınları: Bursa.
- Patrick, H. T. (1966) “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, *Economic Development and Cultural Change*, 14, January, ss. 174-189.
- Paya, M. (1998) *Para Teorisi ve Para Politikası*, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Perotti, E. C. (1995) “Credible Privatization”, *American Economic Review* 84, ss. 215-234.
- Perotti, E. C. ve Van Oijen, P. (2001) “Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economics”, *Journal of International Money and Finance*, 20, ss. 43-69.
- Pesaran, H. ve Shin, Y. (1995) “An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis”, S. Strom, A. Holly ve A. Diamond (Edt.), *Centennial Volume of Ranger Frisch*, Cambridge University Press.
- Pesaran, H., Shin, Y. ve Smith, R. J. (1996) “Testing for Existence of A Long-Run Relationship”, *DAE Working Paper*, No. 9622, Department of Applied Economics, University of Economics.
- Pesaran, H., Shin, Y. ve Smith, R. J. (2001) “Bound Testing Approaches to the Analysis of Long Run Relationships”, *Journal of Applied Econometrics*, c. 16, s. 3, ss. 289-326.
- Phillips, P. C. B. ve Peron, P. (1988) “Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, *Biomètrika*, c.75, s. 2, ss. 336-346.

- Quintyn, M. ve Taylor, M. W. (2002) "Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability", *IMF*, Working Paper No. 46.
- Rajan, R. G. ve Zingales, L. (2003) "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics*, 69, ss. 5-50.
- Rebelo, S. (1991) "Long-Run Policy Analysis And Long Run Growth", *Journal of Political Economy*, c. 99, s. 3, ss. 500-521.
- Renelt, D. (1991) *Economic Growth: A Review of the theoretical and Empirical Literature*, Working Papers WPS 678, Washington, D.C.: World Bank.
- Rinaldi, R. ve Tedeschi, R. (1996) "Money Demand in Italy: A System Approach", Banca d'Italia, Temi di Discussione, No. 267, May.
- Rioja, F. ve Valev, N. (2004) "Does One Size Fit All?: A Re-examination of the Finance and Growth Relationship", *Journal of Development Economics*, 74, ss. 429-447.
- Rittenberg, L. (1988) "Financial Liberalisation and Savings in Turkey", *Liberalisation and the Turkish Economy*, Edtr. T. F. Nas ve M. Odekon, New York: Greenwood Press.
- Rittenberg, L. (1991) "Investment Spending and Interest Rate Policy: the Case of Financial Liberalisation in Turkey", *Journal of Development Studies*, c. 27, s. 2, ss. 151-167.
- Robertson, D. ve Wickens, M. (1994) "VAR Modelling", *Applied Economic Forecasting Techniques*, Edtr., S.G. Hall, London: Harvester Wheatsheaf.
- Romer, P. M. (1986) "Increasing Returns And Long Run Growth", *Journal Of Political Economy*, c. 94, s. 5, ss. 1002-1037.
- Romer, P. M. (1990) "Endogenous Technological Change", *Journal Of Political Economy*, c. 98, s. 5, ss. 71-102.
- Roubini, N. ve Sala-i Martin, X. (1992) "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, 39, ss. 5-30.
- Roubini, N. ve Sala-i Martin, X. (1995) "A Growth Model Of Inflation, Tax Evasion And Financial Repression", *Journal Of Monetary Economics*, c. 35, s. 2, ss. 275-371.
- Salai Martin, X. (1990) "Lecture Notes On Economic Growth (I): Introduction To The Literature And Neo-Classical Models", *Nber Working Paper*, No:3563. Mass.

- Sancak, C. (2002) "Financial Liberalization and Real Investment: Evidence from Turkish Firms", *IMF Working Paper, African Department*, WP/02/ 100, Washington D.C: IMF.
- Sarikamış, C. (2001) "Türkiye'de Sermaye Piyasası", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, s. 10, Nisan, ss. 23-26.
- Schumpeter, J. A. (1912) *The Theory of Economic Development*, Harvard University Pres, Cambridge.
- Seyidoğlu, H. (1999) *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Güzem Can Yayınları: İstanbul.
- Shan, J. ve Jianhong, Q. (2006) "Does Financial Development 2lead2 Economic Growth? The Case of China", *Annals of Economics and Finance*, 1, ss. 231-250.
- Shaw, E. S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Pres: New York.
- Solow, R. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, c. 70, s. 1, ss. 65-94.
- SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), (2008a) Menkul Kıymet Stokları, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>, 1997-2007, 21.06.2008.
- Stern, N. (1989) "The Economics of Development: A Survey", *Economic Journal*, September, ss. 597-685.
- Stiglitz, J. (1994) "The Role of The State in Financial Markets", *Proceedings of The World Bank Conference on Development Economics*, Edtr. Bruno, M. ve Pleskoviç, B. World Bank, Washington D C.
- Stiglitz, J. (1998a) "The Role of the Financial System in Development", *Fourth Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean*, San Salvador.
- Stiglitz, J. (1998b) "Knowledge for Development Economics Science, Economic Policy and Economic Advice", *Annual World Bank Conference on Develeopment Economics*, Washington.
- Stiglitz, J. E. (2000) "Democratising the International Monetary Fund and the World Bank: Governance and Accountability", *Governance*, c. 16, s. 1, ss. 111-139.
- Swan, R. (1956) "Economic Growth and Capital Acumulation", *Economic Record*, c. 32, s. 3, ss. 34-61.
- Şahin, H. (1995) *Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişimi- Bugünkü Durumu*, Ezgi Kitabevi, Bursa.

- Şenses, F. (1984) “An Assessment of Turkey’s Liberalisation Attempts Since 1980 Against the Background of Her Stabilisation Program, *METU Studies in Development*, c. 10, s. 3, ss. 271-321.
- Şıklar, İ. (1992) “Türkiye’de Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme”, *Anadolu Üniversitesi Afyon İİBF Yıllığı*, ss.159-182.
- Tarı, R. (2002) *Ekonometri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Taş, S. (2001) *Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri*, Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü: Afyon.
- Taş, S. ve Örnek, İ. (2003) “Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme arasındaki Nedensellik İlişkisi”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Mart, 468, ss. 82-96.
- Taylor, L. (1983) *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Basic Boks: New York.
- TBB (Türkiye Bankalar Birliği) (2008a) *Bankaların, Banka, Şube ve Personel Sayıları* http://www.tbb.org.tr/v12/diger_bilgiler.htm, 20.06.2008.
- TBB (Türkiye Bankalar Birliği), (2008b) *Türkiye’de Bankacılık Sistemi Seçilmiş Rasyolar*, “2001-2007”, Haziran, www.tbb.org.tr, 20/06/2008.
- TBB (Türkiye Bankalar Birliği) (2008c) *50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye’de Bankacılık Sistemi “1958-2007”*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 262.
- TBB (Türkiye Bankalar Birliği), (2001) *Bankalarımız 2000*, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, İstanbul.
- TBB (Türkiye Bankalar Birliği), (2003) *Bankalarımız 2002*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No: 232, İstanbul.
- TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası) (2008) *Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)*, www.tcmb.gov.tr, 10.02.2009.
- TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası) (2001) *Yıllık Rapor 2000*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası) (2002) *Yıllık Rapor 2001*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası), (2003) *Elektronik Veri Dağıtım Sistemi*, <http://www.tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html/>, 12.04.2003.

- Thiel, M. (2001) "Finance and Growth: A Review of Theory and the Available Evidence", Directorate General for Economic And Financial Affairs, Economic Paper No. 158. http://eoropa.eu.int/economy_finance, 29.5.2003.
- TKBB (Türkiye Katılım Bankaları Birliği) (2008a) *Katılım Bankaları, Banka, Şube ve Personel Sayıları*, http://www.tkbb.org.tr/index.php?option=com_content&task=blogsection&id=30&Itemid=382, 12.09.2008.
- TKBB (Türkiye Katılım Bankaları Birliği) (2008b) *Sektör Verileri Aralık 2007, Mevduat, Kredi ve Aktifler* <http://www.tkbb.org.tr>, 10.03.2009.
- Tobin, J. (1965) "Money and Economic Growth", *Econometrica*, c. 33, s. 4, ss. 671-684.
- Tokat, E. (2007) "The Impact of Financial Liberalisation on Macroeconomic Variables: A Two- Country Analysis", *İktisat İşletme ve Finans*, c. 22, s. 261, ss. 5-21.
- Tokgöz, E. (2001) *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi: 1914-2001*, İmaj Yayıncılık, Ankara.
- Toprak, M. (1993) "1980 Sonrası Ekonomide Yapısal Değişme ve Finansal Derinleşme", *İktisat İşletme ve Finans*, Şubat, s. 83, ss. 18-32.
- TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği) (2004) *Türkiye Sermaye Piyasası, Gelişme, Strateji, Hedefler*, Mayıs, <http://www.tspakb.org>, 20.06.2008.
- TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği), (2008b) *Türkiye Sermaye Piyasası 2007*, TSPAKB Yayın No: 34, Mayıs, İstanbul.
- Tswamuno, D. T., Pardee, S. ve Wunnava, P. V. (2007) "Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience", *International Journal of Applied Economics*, c. 4, s. 2, ss. 75-89.
- Tunay, K. B. (2005) *Finansal Sistem: Yapısı İşleyişi Yönetimi ve Ekonomisi*, Birsen Yayınevi, İstanbul.
- TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu) (2008) İstatistik Göstergeler, 1923-2006, Yayın No: 3114, http://www.tuik.gov.tr/yillik/Ist_gostergeler.pdf, 10.01.2009.
- Türk, İ. (1998) *Maliye Politikası*, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Uludağ, İ. ve Arıcan, E. (1999) *Finansal Hizmetler Ekonomisi*, Beta Basımevi: İstanbul.
- Ural, M. ve Acar Balaylar, N. (2008) "Türk Bankacılık Sektöründe Konsolidasyonların Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkilerinin Analizi", *Finans Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi*, c. 45, s. 524, ss. 15-28.

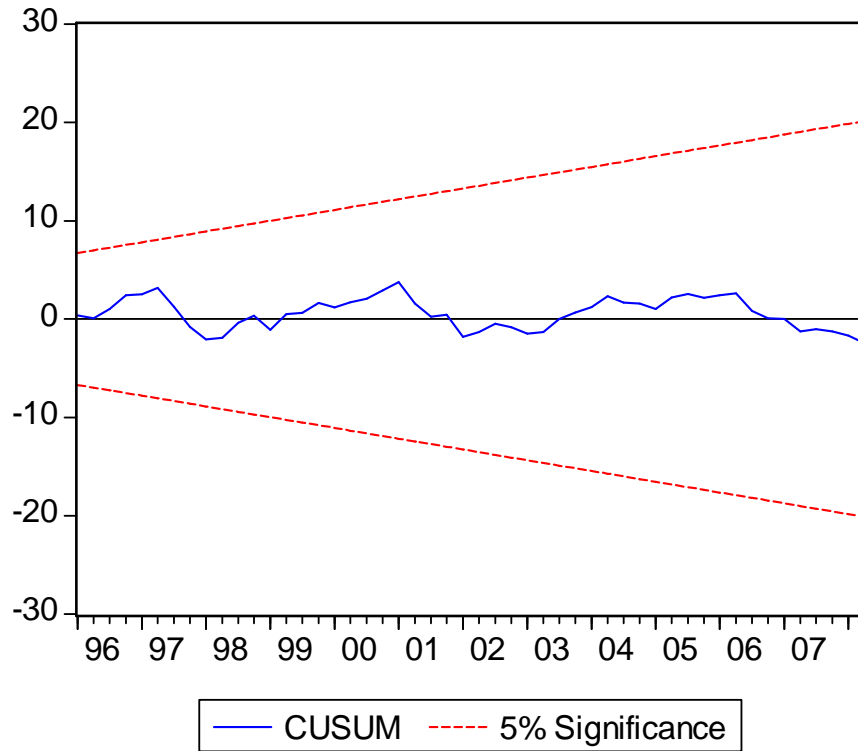
- Uygur, E. (1994) "Liberalisation and Economic Performance in Turkey", *UNCTAD Discussion Papers* No: 65, August.
- Uygur, E. (2001) "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", *Türkiye Ekonomik Kurumu Tartışma Metni*, 2001 (1).
- Ünalmiş, D. (2002) "The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey"; CBRT Research Department, Working Paper No: 3, Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/research/work/wp6.pdf>, 25.01.2009.
- Van Wijnbergen, S. (1982) "Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies: A Quantitative Analysis of South Korea", *Journal of Development Economics*, c. 10, s. 2, ss. 133-169.
- Van Wijnbergen, S. (1983) "Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy", *Journal of Development Economics*, c. 13, s. 1-2, ss. 45-65.
- Williamson, J. (2000) "What Should the World Bank Think About the Washington Consensus?", *The World Bank Research Observer*, c. 15, s. 2, ss. 251-264.
- Williamson, J. ve Mahar, M. (2002) *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, (Çev. G. Delice), Liberte Yayınları: Ankara.
- Wood, A. (1994) "Financial Development and Economic Growth in Barbados: Causal Evidence", *Savings and Development*, c. 17, s. 4, ss. 379- 390.
- Yeldan, E. (1998) "On Structural Sources of the 1994 Turkish Crisis:CGE Modelling Analysis", *International Review of Applied Economics*, c. 12, s. 3, ss. 397-413.
- Yeldan, E. (2001a) *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İletişim Yayınları, İstanbul.
- Yeldan, E. (2001b) "Türkiye Ekonomisi'nde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine", *Doğu-Batı Düşünce Dergisi*, c. 4, s. 17, Kasım, ss. 187-195.
- Yeldan, E. (2003) "Türkiye Ekonomisi ve IMF politikaları", *İktisat İşletme Finans Dergisi*, 207 (Haziran), ss.32-37.
- Yentürk, N. (1997) "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri", *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, c. 8, s. 25, ss.131-153.
- Yıldızoğlu, E. ve Marguies, R. (1988) *Austerity Packages and Beyond: Turkey Since 1980*, *Capital and Class*, 36.
- Yücel, F. (2009) "Temel Bileşenler Yöntemiyle Türk Sermaye Piyasası Gelişiminin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkilerinin Bir Analizi", *Sosyoekonomi*, 2009-1, Ocak-Haziran, ss. 77-86.

- Yülek, M. A. (1997) “İçsel Büyüme Teorileri, Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Kamu Politikaları Üzerine”, *Hazine Dergisi*, 6 (Nisan), ss. 89-105.
- Zaim, O. (1995) “The Effect of Financial Liberalization on the Efficiency of Turkish Commercial Banks”, *Applied Financial Economics*, c. 5, s. 4, ss. 257-264.
- Zoli, E. (2007) “Financial Development in Emerging Europa: The Unfinished Agenda”, *IMF Working Paper* No 07-245.

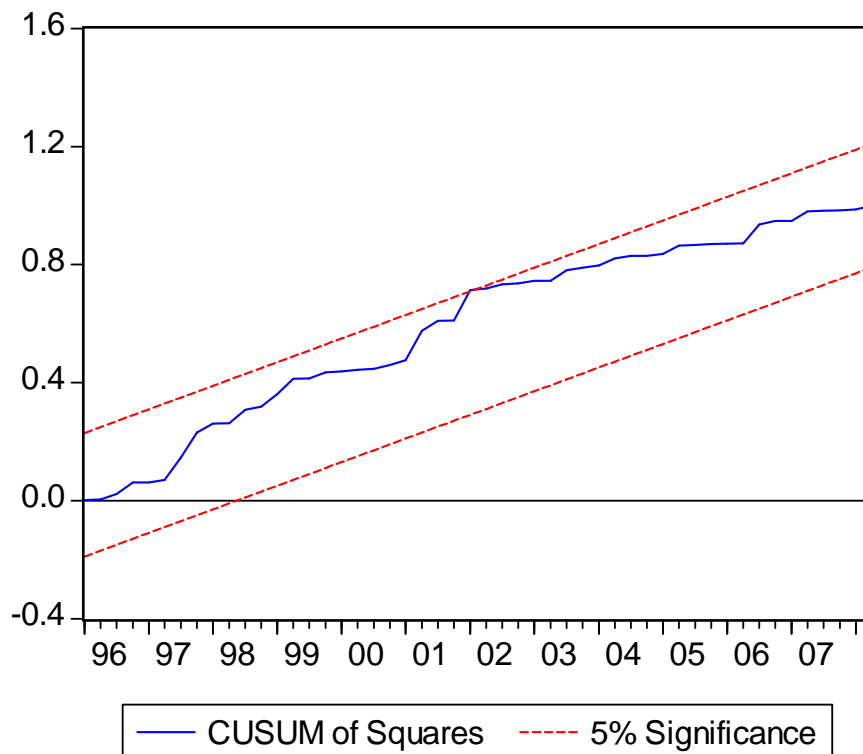
EKLER

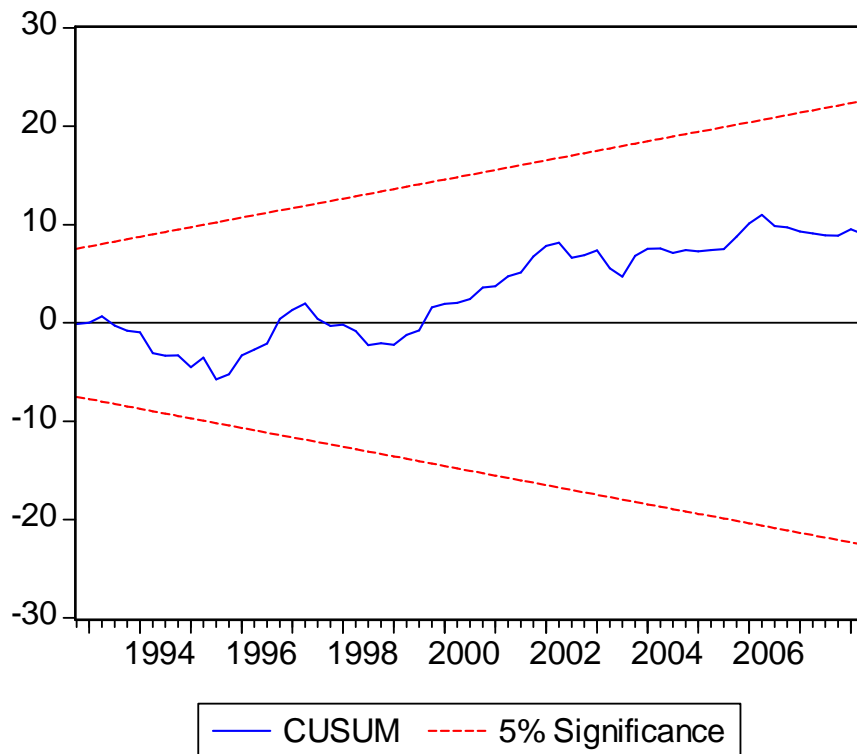
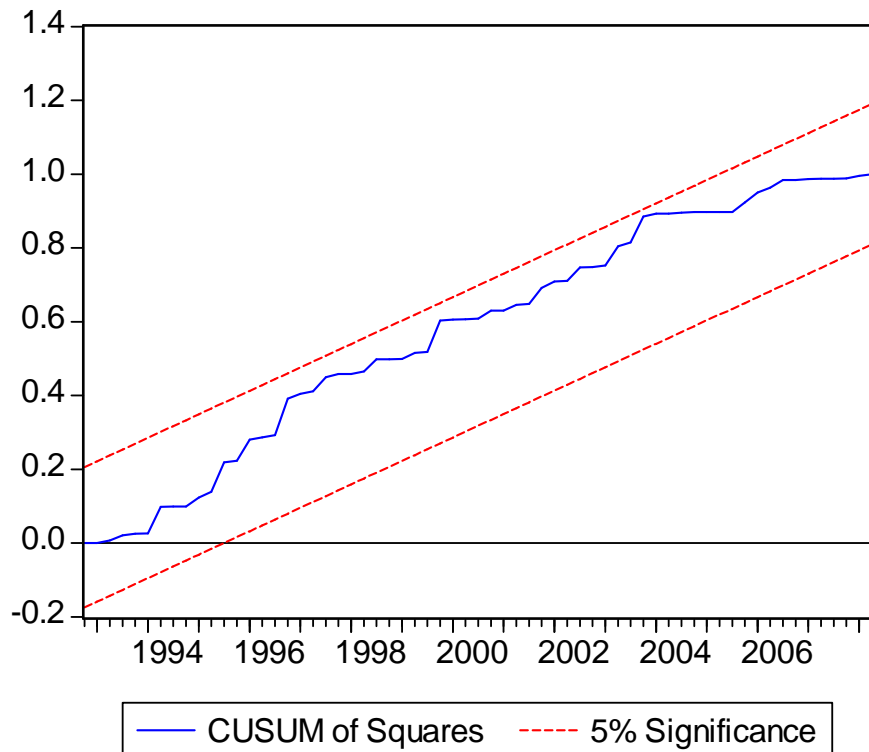
EK-1 Ampirik Analiz Sonuçları

Model 1 CUSUM

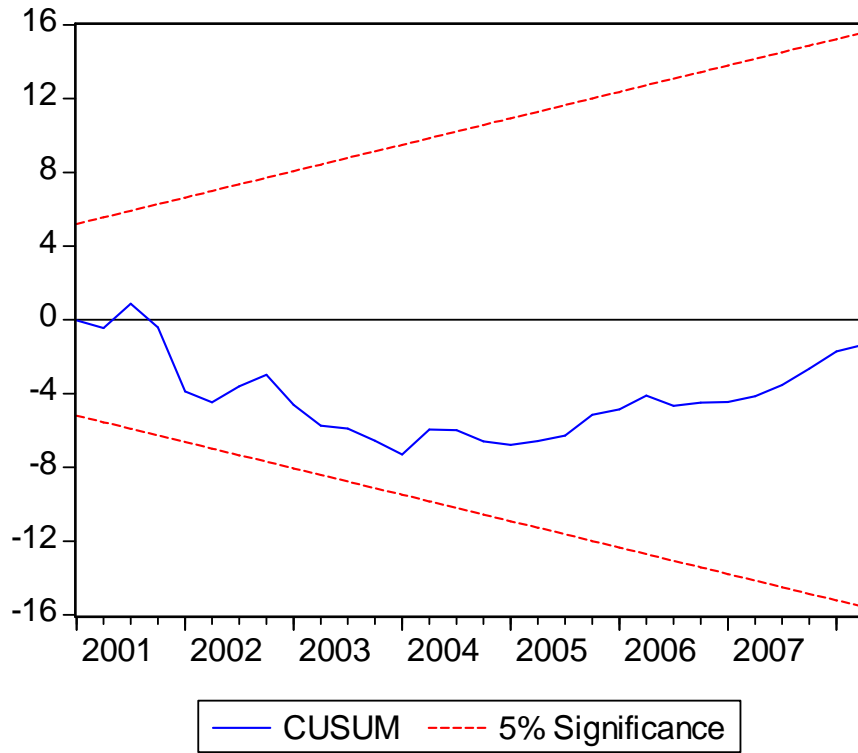


Model 1 CUSUMSQ

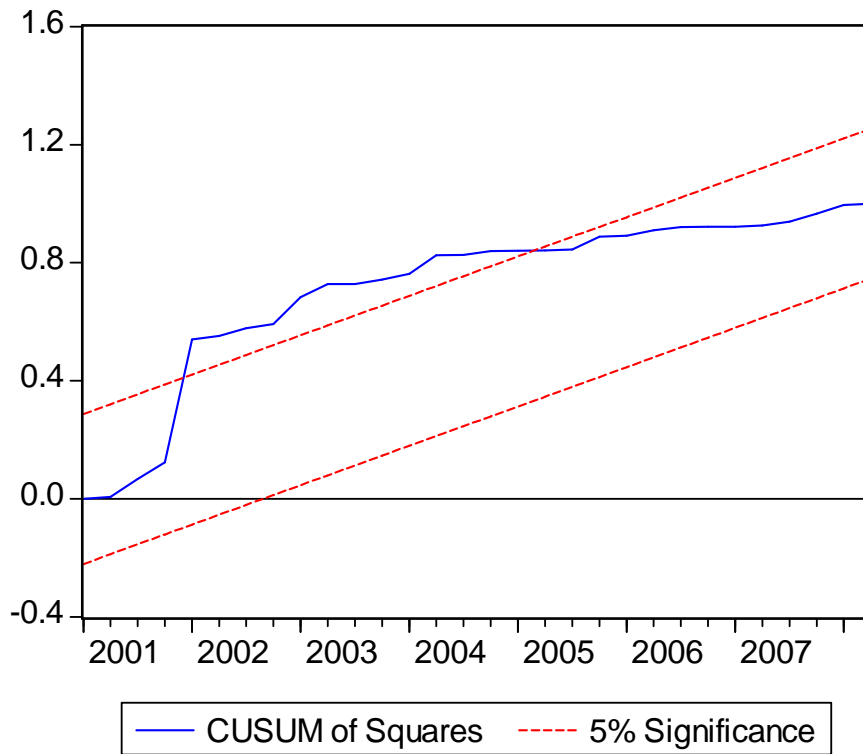


Model 2 CUSUM**Model 2 CUSUMSQ**

Model 3 CUSUM



Model 3 CUSUMSQ



Model 4

VAR Lag Order Selection Criteria

End. variables: LM2 LKBG LOPEN LENF LKTAS

Exogenous variables: C D1981 @TREND

Date: 08/05/09 Time: 14:40

Sample: 1960 2007

Included observations: 44

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 0 | 79.87820 | NA | 3.61e-08 | -2.949009 | -2.340763 | -2.723442 |
| 1 | 176.6881 | 158.4162* | 1.41e-09* | -6.213097* | -4.591106* | -5.611585* |
| 2 | 200.4440 | 33.47422 | 1.60e-09 | -6.156547 | -3.520812 | -5.179089 |
| 3 | 220.6399 | 23.86779 | 2.34e-09 | -5.938175 | -2.288696 | -4.584773 |
| 4 | 246.5124 | 24.69647 | 3.09e-09 | -5.977834 | -1.314611 | -4.248486 |

Vector Autoregression Estimates

Date: 08/05/09 Time: 14:44

Sample (adjusted): 1961 2007

Included observations: 47 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

| | LM2 | LKBG | LOPEN | LENF | LKTAS |
|-----------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| LM2(-1) | 0.655696 (0.14803) [4.42936] | 0.100187 (0.07681) [1.30433] | 0.092267 (0.20436) [0.45150] | 0.602142 (0.93786) [0.64204] | 0.031834 (0.10642) [0.29915] |
| LKBG(-1) | -0.076031 (0.17161) [-0.44304] | 0.897209 (0.08904) [10.0759] | -0.321184 (0.23690) [-1.35575] | 5.261692 (1.08723) [4.83956] | -0.049102 (0.12336) [-0.39803] |
| LOPEN(-1) | -0.039132 (0.09170) [-0.42672] | 0.058909 (0.04758) [1.23805] | 0.552625 (0.12659) [4.36535] | -0.454362 (0.58098) [-0.78207] | 0.022214 (0.06592) [0.33698] |
| LENF(-1) | -0.018557 (0.02141) [-0.86668] | 0.007848 (0.01111) [0.70639] | 0.029969 (0.02956) [1.01388] | 0.222432 (0.13565) [1.63971] | 0.015408 (0.01539) [1.00102] |
| LKTAS(-1) | 0.106959 (0.16229) [0.65904] | -0.122800 (0.08421) [-1.45825] | -0.181639 (0.22404) [-0.81073] | 1.578682 (1.02820) [1.53538] | 0.795904 (0.11667) [6.82205] |
| C | -0.450885 (0.32771) [-1.37587] | 0.478888 (0.17004) [2.81632] | -0.547843 (0.45239) [-1.21099] | -7.987931 (2.07617) [-3.84743] | 0.003605 (0.23558) [0.01530] |
| D1981 | | 0.042611 | 0.001273 | 0.193265 | 0.063649 |

| | | | | | |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | (0.08743) | (0.04536) | (0.12069) | (0.55388) | (0.06285) |
| | [0.48740] | [0.02806] | [1.60134] | [1.36134] | [1.01276] |
| @TREND | 0.011778 | -0.003444 | 0.019160 | -0.107250 | -0.002297 |
| | (0.00791) | (0.00410) | (0.01092) | (0.05010) | (0.00568) |
| | [1.48936] | [-0.83939] | [1.75513] | [-2.14074] | [-0.40412] |
| R-squared | 0.942118 | 0.977979 | 0.960656 | 0.805295 | 0.821205 |
| Adj. R-squared | 0.931729 | 0.974027 | 0.953594 | 0.770348 | 0.789114 |
| Sum sq. resids | 0.401692 | 0.108148 | 0.765506 | 16.12283 | 0.207576 |
| S.E. equation | 0.101488 | 0.052660 | 0.140101 | 0.642967 | 0.072955 |
| F-statistic | 90.68395 | 247.4347 | 136.0366 | 23.04324 | 25.58956 |
| Log likelihood | 45.22202 | 76.05830 | 30.06800 | -41.54720 | 60.73642 |
| Akaike AIC | -1.583916 | -2.896098 | -0.939064 | 2.108391 | -2.244103 |
| Schwarz SC | -1.268997 | -2.581179 | -0.624145 | 2.423310 | -1.929184 |
| Mean dependent | -1.308697 | 2.679657 | -1.610024 | 3.065819 | -0.879138 |
| S.D. dependent | 0.388416 | 0.326748 | 0.650363 | 1.341692 | 0.158866 |

| | |
|---|-----------|
| Determinant resid covariance (dof adj.) | 6.99E-10 |
| Determinant resid covariance | 2.75E-10 |
| Log likelihood | 183.9001 |
| Akaike information criterion | -6.123409 |
| Schwarz criterion | -4.548816 |

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

H0: no serial correlation at lag order h

Date: 08/05/09 Time: 14:46

Sample: 1960 2007

Included observations: 47

| Lags | LM-Stat | Prob |
|------|----------|--------|
| 1 | 39.74604 | 0.0310 |
| 2 | 25.50896 | 0.4342 |
| 3 | 13.15792 | 0.9745 |
| 4 | 21.53347 | 0.6625 |
| 5 | 24.99785 | 0.4625 |
| 6 | 28.31981 | 0.2933 |
| 7 | 22.12163 | 0.6287 |
| 8 | 18.09591 | 0.8383 |
| 9 | 15.51025 | 0.9286 |
| 10 | 21.80625 | 0.6469 |
| 11 | 29.28398 | 0.2522 |
| 12 | 33.03928 | 0.1301 |

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

H0: residuals are multivariate normal

Date: 07/13/09 Time: 13:13

Sample: 1960 2007

Included observations: 47

| Component | Jarque-Bera | df | Prob. |
|-----------|-------------|----|--------|
| 1 | 1.180556 | 2 | 0.5542 |
| 2 | 2.738071 | 2 | 0.2544 |
| 3 | 1.119243 | 2 | 0.5714 |
| 4 | 51.58216 | 2 | 0.0000 |
| 5 | 0.620023 | 2 | 0.7334 |
| Joint | 57.24005 | 10 | 0.0000 |

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms

Date: 07/13/09 Time: 13:15

Sample: 1960 2007

Included observations: 47

Joint test:

| Chi-sq | df | Prob. |
|----------|-----|--------|
| 235.8870 | 195 | 0.0242 |

Date: 08/05/09 Time: 15:14

Sample (adjusted): 1962 2007

Included observations: 46 after adjustments

Trend assumption: No deterministic trend (restricted constant)

Series: LM2 LKBG LOPEN LENF LKTAS

Exogenous series: D1981 @TREND

Warning: Critical values assume no exogenous series

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.614096 | 92.73694 | 76.97277 | 0.0019 |
| At most 1 | 0.359436 | 48.93727 | 54.07904 | 0.1329 |
| At most 2 | 0.317892 | 28.44858 | 35.19275 | 0.2218 |
| At most 3 | 0.142286 | 10.85045 | 20.26184 | 0.5566 |
| At most 4 | 0.079092 | 3.790166 | 9.164546 | 0.4443 |

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.614096 | 43.79967 | 34.80587 | 0.0033 |
| At most 1 | 0.359436 | 20.48869 | 28.58808 | 0.3757 |
| At most 2 | 0.317892 | 17.59813 | 22.29962 | 0.1995 |

| | | | | |
|-----------|----------|----------|----------|--------|
| At most 3 | 0.142286 | 7.060282 | 15.89210 | 0.6621 |
| At most 4 | 0.079092 | 3.790166 | 9.164546 | 0.4443 |

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

| LM2 | LKBG | LOPEN | LENF | LKTAS | C |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 2.528300 | -8.401915 | -1.617180 | 1.569499 | -6.519854 | 7.238463 |
| -1.756333 | -4.316518 | -5.740676 | 0.270699 | 0.827040 | -8.797787 |
| 1.487178 | -8.163961 | 0.715459 | 0.810994 | -8.220700 | 13.68685 |
| 1.269091 | 8.259907 | 0.282283 | -0.448724 | -3.477145 | -16.72161 |
| -10.46407 | -4.672055 | 3.351887 | 0.790923 | 1.392219 | -1.912439 |

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

| | | | | | |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| D(LM2) | -0.027288 | 0.030763 | -0.018827 | -0.008038 | 0.017252 |
| D(LKBG) | -0.014549 | -0.011743 | 0.024306 | -0.005757 | -0.003934 |
| D(LOPEN) | 0.034272 | 0.079043 | -0.005701 | 0.006053 | -0.015127 |
| D(LENF) | -0.271784 | 0.041948 | -0.082366 | 0.166977 | -0.066432 |
| D(LKTAS) | 0.010079 | -0.001171 | 0.015051 | 0.014219 | 0.012747 |

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 182.0898

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

| LM2 | LKBG | LOPEN | LENF | LKTAS | C |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1.000000 | -3.323148 | -0.639631 | 0.620772 | -2.578750 | 2.862976 |
| | (0.78356) | (0.33089) | (0.11296) | (0.67451) | (1.31848) |

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

| | |
|----------|-----------|
| D(LM2) | -0.068992 |
| | (0.03766) |
| D(LKBG) | -0.036785 |
| | (0.02172) |
| D(LOPEN) | 0.086651 |
| | (0.05996) |
| D(LENF) | -0.687152 |
| | (0.23360) |
| D(LKTAS) | 0.025484 |
| | (0.02676) |

Model 4 ECM

Dependent Variable: DLM2

Method: Least Squares

Date: 07/13/09 Time: 13:28

Sample (adjusted): 1962 2007

Included observations: 46 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|-------|
|----------|-------------|------------|-------------|-------|

| | | | | |
|------------|-----------|----------|-----------|--------|
| DLM2(-1) | -0.228851 | 0.154124 | -1.484846 | 0.1461 |
| DLKBG(-1) | 0.030480 | 0.348839 | 0.087376 | 0.9308 |
| DLOPEN(-1) | 0.138047 | 0.107770 | 1.280943 | 0.2082 |
| DLENF(-1) | 0.016763 | 0.020329 | 0.824612 | 0.4149 |
| DLKTAS(-1) | -0.301781 | 0.213823 | -1.411355 | 0.1665 |
| COINTEQ01 | -0.079505 | 0.037104 | -2.142757 | 0.0388 |
| D1981 | 0.123856 | 0.062853 | 1.970560 | 0.0563 |
| @TREND | -0.009830 | 0.003845 | -2.556735 | 0.0148 |
| DTMSF | 0.086589 | 0.048612 | 1.781216 | 0.0831 |

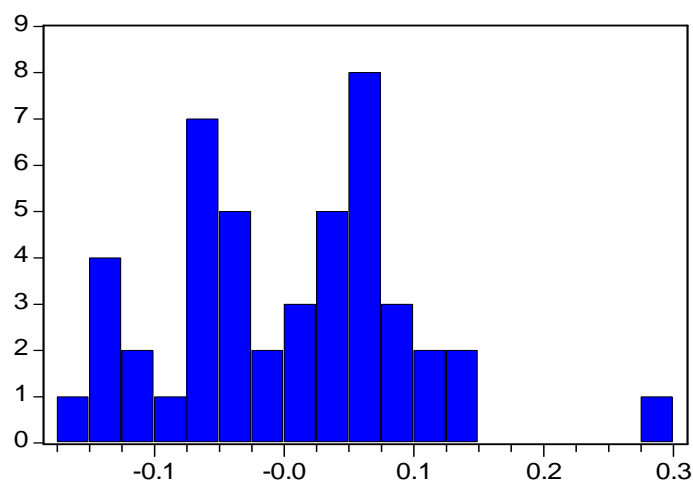
| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.286418 | Mean dependent var | 0.027989 |
| Adjusted R-squared | 0.132130 | S.D. dependent var | 0.105482 |
| S.E. of regression | 0.098267 | Akaike info criterion | -1.628680 |
| Sum squared resid | 0.357285 | Schwarz criterion | -1.270902 |
| Log likelihood | 46.45964 | Durbin-Watson stat | 1.891754 |

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 0.475859 | Probability | 0.625312 |
| Obs*R-squared | 1.146608 | Probability | 0.563660 |

White Heteroskedasticity Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 0.800944 | Probability | 0.673583 |
| Obs*R-squared | 14.09765 | Probability | 0.591439 |



| | |
|-------------------|-----------|
| Series: Residuals | |
| Sample 1962 2007 | |
| Observations 46 | |
| Mean | 0.003509 |
| Median | 0.008341 |
| Maximum | 0.275508 |
| Minimum | -0.161970 |
| Std. Dev. | 0.089034 |
| Skewness | 0.353918 |
| Kurtosis | 3.341144 |
| Jarque-Bera | 1.183371 |
| Probability | 0.553394 |

Model 5

VAR Lag Order Selection Criteria

End. variables: LOSK LKBG LOPEN LENF LKTAS

Exogenous variables: C D1981 @TREND

Date: 08/05/09 Time: 15:27

Sample: 1960 2007

Included observations: 44

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|------------------|------------------|------------|-------------------|-------------------|
| 0 | 69.66472 | NA | 5.74e-08 | -2.484760 | -1.876514 | -2.259193 |
| 1 | 174.3717 | 171.3388* | 1.56e-09* | -6.107807 | -4.485816* | -5.506294* |
| 2 | 195.1423 | 29.26764 | 2.03e-09 | -5.915560 | -3.279826 | -4.938103 |
| 3 | 224.9210 | 35.19294 | 1.93e-09 | -6.132771* | -2.483292 | -4.779369 |
| 4 | 241.4071 | 15.73678 | 3.90e-09 | -5.745778 | -1.082555 | -4.016430 |

Vector Autoregression Estimates

Date: 07/13/09 Time: 13:43

Sample (adjusted): 1961 2007

Included observations: 47 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

| | LOSK | LKBG | LOPEN | LENF | LKTAS |
|-----------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| LOSK(-1) | 0.682756 (0.12634) [5.40428] | 0.001696 (0.06140) [0.02762] | 0.084343 (0.15976) [0.52792] | -1.217048 (0.71156) [-1.71039] | 0.026173 (0.08326) [0.31434] |
| LKBG(-1) | 0.124662 (0.18410) [0.67712] | 0.860863 (0.08948) [9.62065] | -0.385244 (0.23282) [-1.65471] | 5.496710 (1.03693) [5.30094] | -0.070123 (0.12134) [-0.57792] |
| LOPEN(-1) | -0.023787 (0.09954) [-0.23897] | 0.075377 (0.04838) [1.55800] | 0.551216 (0.12588) [4.37893] | -0.109660 (0.56065) [-0.19559] | 0.022314 (0.06560) [0.34014] |
| LENF(-1) | -0.069062 (0.02442) [-2.82804] | 0.007608 (0.01187) [0.64101] | 0.034443 (0.03088) [1.11532] | 0.151384 (0.13754) [1.10063] | 0.016785 (0.01609) [1.04293] |
| LKTAS(-1) | -0.163382 (0.17663) [-0.92500] | -0.115050 (0.08585) [-1.34016] | -0.177983 (0.22336) [-0.79684] | 1.676899 (0.99483) [1.68562] | 0.797288 (0.11641) [6.84902] |
| C | -1.018879 (0.42482) [-2.39837] | 0.410649 (0.20648) [1.98884] | -0.442247 (0.53722) [-0.82321] | -10.89524 (2.39271) [-4.55351] | 0.034081 (0.27998) [0.12173] |
| D1981 | 0.039822 (0.08932) [0.44582] | -0.028612 (0.04341) [-0.65907] | 0.189201 (0.11296) [1.67501] | 0.226618 (0.50309) [0.45045] | 0.061417 (0.05887) [1.04329] |

| | | | | | |
|---|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| @TREND | 0.007390 (0.00645) [1.14651] | 0.000116 (0.00313) [0.03690] | 0.022156 (0.00815) [2.71798] | -0.081667 (0.03631) [-2.24940] | -0.001254 (0.00425) [-0.29508] |
| R-squared | 0.779487 | 0.977019 | 0.960731 | 0.816966 | 0.821248 |
| Adj. R-squared | 0.739908 | 0.972894 | 0.953683 | 0.784114 | 0.789164 |
| Sum sq. resids | 0.477777 | 0.112864 | 0.764047 | 15.15635 | 0.207527 |
| S.E. equation | 0.110683 | 0.053795 | 0.139968 | 0.623397 | 0.072947 |
| F-statistic | 19.69433 | 236.8639 | 136.3070 | 24.86792 | 25.59699 |
| Log likelihood | 41.14574 | 75.05536 | 30.11282 | -40.09450 | 60.74202 |
| Akaike AIC | -1.410457 | -2.853419 | -0.940971 | 2.046575 | -2.244341 |
| Schwarz SC | -1.095538 | -2.538501 | -0.626052 | 2.361493 | -1.929422 |
| Mean dependent | -1.658853 | 2.679657 | -1.610024 | 3.065819 | -0.879138 |
| S.D. dependent | 0.217028 | 0.326748 | 0.650363 | 1.341692 | 0.158866 |
| Determinant resid covariance (dof adj.) | | 8.06E-10 | | | |
| Determinant resid covariance | | 3.17E-10 | | | |
| Log likelihood | | 180.5391 | | | |
| Akaike information criterion | | -5.980389 | | | |
| Schwarz criterion | | -4.405795 | | | |

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

H0: no serial correlation at lag order h

Date: 07/13/09 Time: 13:44

Sample: 1960 2007

Included observations: 47

| Lags | LM-Stat | Prob |
|------|----------|--------|
| 1 | 40.48265 | 0.0260 |
| 2 | 24.52543 | 0.4892 |
| 3 | 12.20924 | 0.9848 |
| 4 | 14.42615 | 0.9538 |
| 5 | 26.54346 | 0.3791 |
| 6 | 25.52981 | 0.4330 |
| 7 | 23.42947 | 0.5525 |
| 8 | 19.32155 | 0.7814 |
| 9 | 12.74602 | 0.9795 |
| 10 | 18.80694 | 0.8063 |
| 11 | 23.18859 | 0.5666 |
| 12 | 37.64086 | 0.0501 |

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

H0: residuals are multivariate normal

Date: 07/13/09 Time: 13:44

Sample: 1960

2007

Included observations: 47

| Component | Jarque-Bera | df | Prob. |
|-----------|-------------|----|-------|
|-----------|-------------|----|-------|

| | | | |
|-------|----------|----|--------|
| 1 | 4.612980 | 2 | 0.0996 |
| 2 | 1.706461 | 2 | 0.4260 |
| 3 | 1.310351 | 2 | 0.5194 |
| 4 | 32.13827 | 2 | 0.0000 |
| 5 | 0.134151 | 2 | 0.9351 |
| Joint | 39.90222 | 10 | 0.0000 |

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)

Date: 07/13/09 Time: 13:45

Sample: 1960 2007

Included observations: 47

Joint test:

| Chi-sq | df | Prob. |
|----------|-----|--------|
| 223.7385 | 195 | 0.0774 |

Date: 07/13/09 Time: 13:46

Sample (adjusted): 1962 2007

Included observations: 46 after adjustments

Trend assumption: No deterministic trend (restricted constant)

Series: LOSK LKBG LOPEN LENF LKTAS

Exogenous series: D1981 @TREND

Warning: Critical values assume no exogenous series

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.582217 | 99.10245 | 76.97277 | 0.0004 |
| At most 1 * | 0.381440 | 58.95402 | 54.07904 | 0.0172 |
| At most 2 * | 0.364049 | 36.85743 | 35.19275 | 0.0328 |
| At most 3 | 0.236747 | 16.03629 | 20.26184 | 0.1727 |
| At most 4 | 0.075451 | 3.608672 | 9.164546 | 0.4735 |

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|

| | | | | |
|-----------|----------|----------|----------|--------|
| None * | 0.582217 | 40.14844 | 34.80587 | 0.0105 |
| At most 1 | 0.381440 | 22.09658 | 28.58808 | 0.2693 |
| At most 2 | 0.364049 | 20.82114 | 22.29962 | 0.0793 |
| At most 3 | 0.236747 | 12.42762 | 15.89210 | 0.1625 |
| At most 4 | 0.075451 | 3.608672 | 9.164546 | 0.4735 |

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

| LOS K | LKB G | LOP EN | LEN F | LKT AS | C |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 5.527966 | -13.44628 | -3.039319 | 2.412334 | -4.026956 | 22.06017 |
| -0.421728 | 8.506116 | -1.268517 | -1.007962 | 6.924390 | -15.06342 |
| 6.862307 | 1.526851 | 2.919549 | 0.389695 | 1.791720 | 19.55448 |
| 2.925862 | 3.465871 | -4.401483 | -0.468367 | 1.191205 | -10.29749 |
| -4.234028 | 7.505947 | 2.848735 | -0.208162 | -3.548156 | -20.04553 |

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

| | | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| D(LOS K) | -0.028888 | -0.016493 | -0.046700 | -0.020405 | 0.002201 |
| D(LKB G) | -0.018551 | -0.026199 | 0.005804 | -0.006385 | -0.006295 |
| D(LOP EN) | 0.048788 | 0.004755 | -0.051541 | 0.048441 | -0.008903 |
| D(LEN F) | -0.256288 | 0.071483 | 0.080379 | 0.245754 | 0.018612 |
| D(LKT AS) | 0.007531 | -0.022900 | 0.005117 | 0.002157 | 0.015741 |

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 173.3004

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

| LOS K | LKB G | LOP EN | LEN F | LKT AS | C |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 1.000000 | -2.432409 | -0.549808 | 0.436387 | -0.728470 | 3.990649 |
| | (0.39148) | (0.16313) | (0.05982) | (0.32962) | (0.68521) |
| | [-6.21335] | [-3.37041] | [7.29470] | [-2.21001] | [5.82400] |

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

| | |
|-----------|-----------|
| D(LOS K) | -0.159690 |
| | (0.08567) |
| D(LKB G) | -0.102552 |
| | (0.04776) |
| D(LOP EN) | 0.269699 |
| | (0.12690) |
| D(LEN F) | -1.416751 |
| | (0.52133) |
| D(LKT AS) | 0.041633 |
| | (0.06207) |

Model 5 ECM

Dependent Variable: DLOSK
 Method: Least Squares
 Date: 07/13/09 Time: 13:51
 Sample (adjusted): 1962 2007
 Included observations: 46 after adjustments

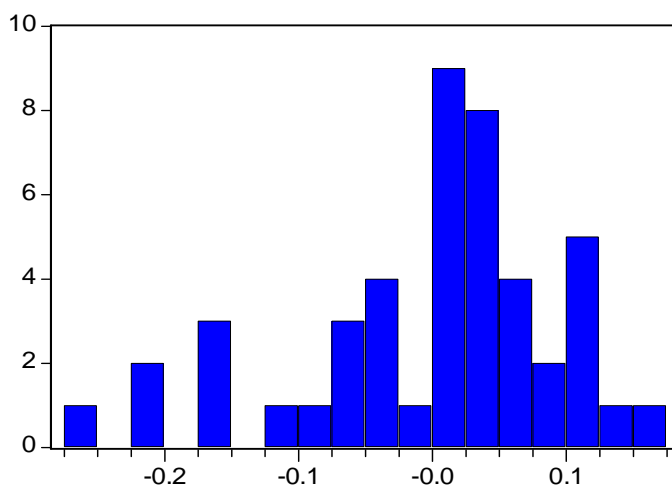
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| DLOSK(-1) | 0.269005 | 0.134682 | 1.997327 | 0.0530 |
| DLKBG(-1) | -0.287650 | 0.345249 | -0.833165 | 0.4100 |
| DLOPEN(-1) | 0.200253 | 0.116711 | 1.715803 | 0.0943 |
| DLENF(-1) | 0.001458 | 0.025782 | 0.056553 | 0.9552 |
| DLKTAS(-1) | 0.001655 | 0.217561 | 0.007605 | 0.9940 |
| COINTEQ02 | -0.159690 | 0.085665 | -1.864121 | 0.0700 |
| D1981 | -0.015439 | 0.065937 | -0.234142 | 0.8161 |
| @TREND | -0.007241 | 0.004432 | -1.633721 | 0.1106 |
| R-squared | 0.250907 | Mean dependent var | | 0.023335 |
| Adjusted R-squared | 0.112916 | S.D. dependent var | | 0.111592 |
| S.E. of regression | 0.105103 | Akaike info criterion | | -1.510972 |
| Sum squared resid | 0.419776 | Schwarz criterion | | -1.192947 |
| Log likelihood | 42.75236 | Durbin-Watson stat | | 1.768722 |

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 3.674649 | Probability | 0.035299 |
| Obs*R-squared | 7.795452 | Probability | 0.020288 |

White Heteroskedasticity Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 0.651867 | Probability | 0.808115 |
| Obs*R-squared | 11.30746 | Probability | 0.730510 |



| | |
|-------------------|-----------|
| Series: Residuals | |
| Sample 1962 2007 | |
| Observations 46 | |
| Mean | -0.000879 |
| Median | 0.017328 |
| Maximum | 0.153328 |
| Minimum | -0.256206 |
| Std. Dev. | 0.096579 |
| Skewness | -0.864429 |
| Kurtosis | 3.215321 |
| Jarque-Bera | 5.817687 |
| Probability | 0.054539 |

Model 6

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: LOSK LKBG LOPEN LENF
 LIB
 Exogenous variables: C I2001
 Date: 07/13/09 Time: 14:10
 Sample: 1960 2007
 Included observations: 26

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | 30.71837 | NA | 1.40e-07 | -1.593721 | -1.109838 | -1.454380 |
| 1 | 140.6775 | 160.7095 | 2.17e-10 | -8.129041 | -6.435449* | -7.641348 |
| 2 | 179.6375 | 41.95691* | 1.01e-10* | -9.202886* | -6.299587 | -8.366841* |

Vector Autoregression Estimates

Date: 07/13/09 Time: 14:11
 Sample (adjusted): 1981 2007
 Included observations: 27 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

| | LOSK | LKBG | LOPEN | LENF | LIB |
|-----------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| LOSK(-1) | 0.464993 (0.19425) [2.39374] | -0.065130 (0.08185) [-0.79575] | 0.252778 (0.18267) [1.38377] | 0.845382 (0.59360) [1.42417] | -0.061783 (0.28455) [-0.21712] |
| LKBG(-1) | -0.036776 (0.27877) [-0.13192] | 0.827575 (0.11746) [7.04582] | 0.059483 (0.26215) [0.22691] | 1.108464 (0.85185) [1.30125] | -0.223972 (0.40835) [-0.54848] |
| LOPEN(-1) | 0.517189 (0.21970) [2.35407] | 0.020841 (0.09257) [0.22514] | 0.558140 (0.20660) [2.70150] | -0.682716 (0.67136) [-1.01692] | 0.488524 (0.32183) [1.51797] |
| LENF(-1) | -0.132385 (0.04755) [-2.78399] | -0.002343 (0.02004) [-0.11696] | 0.009704 (0.04472) [0.21700] | 0.905148 (0.14531) [6.22910] | -0.071385 (0.06966) [-1.02480] |
| LIB(-1) | -0.270755 (0.12288) [-2.20349] | 0.034870 (0.05177) [0.67353] | 0.162259 (0.11555) [1.40422] | -0.068041 (0.37548) [-0.18121] | 0.529427 (0.17999) [2.94136] |
| C | 1.251606 (1.23385) [1.01439] | 0.334027 (0.51988) [0.64251] | -0.787405 (1.16030) [-0.67862] | -2.136143 (3.77039) [-0.56656] | 2.889153 (1.80741) [1.59850] |
| I2001 | -0.153226 (0.11811) [-1.29733] | -0.106145 (0.04976) [-2.13295] | 0.192553 (0.11107) [1.73364] | 0.126409 (0.36092) [0.35025] | 0.845152 (0.17301) [4.88493] |

| | | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| R-squared | 0.814356 | 0.854634 | 0.917407 | 0.832161 | 0.915899 |
| Adj. R-squared | 0.758663 | 0.811024 | 0.892629 | 0.781810 | 0.890668 |
| Sum sq. resids | 0.238405 | 0.042324 | 0.210829 | 2.226184 | 0.511567 |
| S.E. equation | 0.109180 | 0.046002 | 0.102672 | 0.333630 | 0.159932 |
| F-statistic | 14.62216 | 19.59730 | 37.02514 | 16.52700 | 36.30137 |
| Log likelihood | 25.53853 | 48.87476 | 27.19800 | -4.621443 | 15.23118 |
| Akaike AIC | -1.373224 | -3.101834 | -1.496148 | 0.860848 | -0.609717 |
| Schwarz SC | -1.037266 | -2.765876 | -1.160190 | 1.196805 | -0.273759 |
| Mean dependent | -1.581589 | 2.900999 | -1.110879 | 3.754434 | 3.216817 |
| S.D. dependent | 0.222244 | 0.105822 | 0.313333 | 0.714246 | 0.483686 |
| Determinant resid covariance (dof adj.) | | 1.31E-10 | | | |
| Determinant resid covariance | | 2.92E-11 | | | |
| Log likelihood | | 135.8955 | | | |
| Akaike information criterion | | -7.473737 | | | |
| Schwarz criterion | | -5.793949 | | | |

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

H0: no serial correlation at lag order h

Date: 07/13/09 Time: 14:11

Sample: 1960 2007

Included observations: 27

| Lags | LM-Stat | Prob |
|------|----------|--------|
| 1 | 26.14290 | 0.4000 |
| 2 | 21.57515 | 0.6601 |
| 3 | 26.86791 | 0.3625 |
| 4 | 16.26340 | 0.9068 |
| 5 | 28.49419 | 0.2856 |
| 6 | 17.83059 | 0.8495 |
| 7 | 26.45077 | 0.3839 |
| 8 | 21.70926 | 0.6525 |
| 9 | 25.85146 | 0.4156 |
| 10 | 17.64727 | 0.8570 |
| 11 | 33.31193 | 0.1235 |
| 12 | 30.20920 | 0.2166 |

Probs from chi-square with 25 df.

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

H0: residuals are multivariate normal

Date: 07/13/09 Time: 14:12

Sample: 1960

2007

Included observations: 27

| Component | Jarque-Bera | df | Prob. |
|-----------|-------------|----|-------|
|-----------|-------------|----|-------|

| | | | |
|-------|----------|----|--------|
| 1 | 1.750567 | 2 | 0.4167 |
| 2 | 1.573819 | 2 | 0.4552 |
| 3 | 3.193348 | 2 | 0.2026 |
| 4 | 3.257035 | 2 | 0.1962 |
| 5 | 1.315814 | 2 | 0.5179 |
| <hr/> | | | |
| Joint | 11.09058 | 10 | 0.3505 |

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)

Date: 07/13/09 Time: 14:12

Sample: 1960

2007

Included observations: 27

Joint test:

| Chi-sq | df | Prob. |
|----------|-----|--------|
| 190.5384 | 165 | 0.0845 |

Date: 07/13/09 Time: 14:12

Sample (adjusted): 1982 2007

Included observations: 26 after adjustments

Trend assumption: No deterministic trend (restricted constant)

Series: LOSK LKBG LOPEN LENF LIB

Exogenous series: I2001

Warning: Critical values assume no exogenous series

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.851469 | 110.6074 | 76.97277 | 0.0000 |
| At most 1 * | 0.614298 | 61.02647 | 54.07904 | 0.0106 |
| At most 2 * | 0.548290 | 36.25655 | 35.19275 | 0.0382 |
| At most 3 | 0.348773 | 15.59395 | 20.26184 | 0.1942 |
| At most 4 | 0.157069 | 4.442615 | 9.164546 | 0.3502 |

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.851469 | 49.58094 | 34.80587 | 0.0005 |
| At most 1 | 0.614298 | 24.76991 | 28.58808 | 0.1426 |
| At most 2 | 0.548290 | 20.66261 | 22.29962 | 0.0832 |

| | | | | |
|-----------|----------|----------|----------|--------|
| At most 3 | 0.348773 | 11.15133 | 15.89210 | 0.2408 |
| At most 4 | 0.157069 | 4.442615 | 9.164546 | 0.3502 |

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

| LOS K | LKB G | LOP EN | LEN F | LIB | C |
|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| -10.59699 | 2.592254 | 14.60606 | -2.892328 | -8.599452 | 30.87353 |
| 3.610529 | 9.841931 | 0.524646 | -0.665309 | -2.282444 | -12.86216 |
| -3.277623 | 3.390850 | 1.707146 | -1.813879 | -3.870284 | 5.857760 |
| -5.311692 | 11.64297 | -5.304780 | -1.018077 | 3.518941 | -55.90998 |
| 1.979534 | 6.085173 | -3.994761 | 0.547659 | 1.256807 | -24.24492 |

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

| | | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| D(LOS K) | 0.068852 | -0.031427 | -0.016998 | 0.010878 | 0.004743 |
| D(LKB G) | 0.007909 | -0.029619 | -0.013329 | 0.007613 | -0.005628 |
| D(LOP EN) | -0.035336 | -0.020912 | 0.009668 | 0.008147 | 0.030556 |
| D(LEN F) | -0.079184 | 0.067400 | 0.148542 | 0.033843 | -0.008267 |
| D(LIB) | 0.026595 | 0.000650 | 0.065058 | -0.067528 | 0.026165 |

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 149.1243

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

| LOS K | LKB G | LOP EN | LEN F | LIB | C |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 1.000000 | -0.244622 | -1.378322 | 0.272939 | 0.811500 | -2.913425 |
| | (0.15129) | (0.11111) | (0.03170) | (0.08126) | (0.63853) |
| | [-1.61695] | [-12.4046] | [8.61114] | [9.98631] | [-4.56270] |

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

| | |
|-----------|-----------|
| D(LOS K) | -0.729620 |
| | (0.14268) |
| D(LKB G) | -0.083808 |
| | (0.11222) |
| D(LOP EN) | 0.374458 |
| | (0.20679) |
| D(LEN F) | 0.839110 |
| | (0.55678) |
| D(LIB) | -0.281825 |
| | (0.38651) |

Model 6 ECM

Dependent Variable: DLOS K

Method: Least Squares

Date: 07/13/09 Time: 14:20

Sample (adjusted): 1982 2007

Included observations: 26 after adjustments

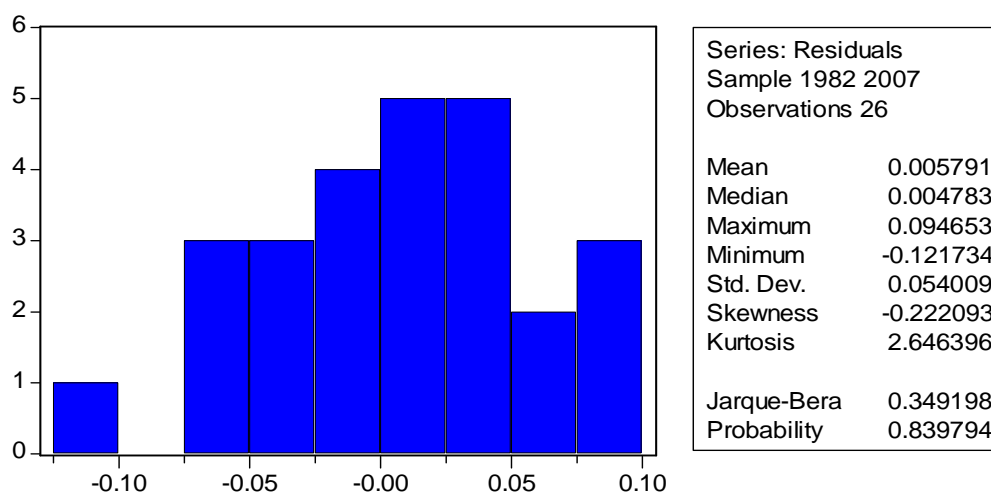
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| DLOSK(-1) | 0.156219 | 0.127475 | 1.225483 | 0.2362 |
| DLKBG(-1) | -0.592808 | 0.338363 | -1.751985 | 0.0968 |
| DLOPEN(-1) | -0.213023 | 0.149416 | -1.425700 | 0.1711 |
| DLENF(-1) | -0.055710 | 0.046325 | -1.202594 | 0.2447 |
| DLIB(-1) | 0.076097 | 0.105842 | 0.718968 | 0.4814 |
| COINTEQ03 | -0.685427 | 0.134965 | -5.078567 | 0.0001 |
| I2001 | -0.181669 | 0.072047 | -2.521534 | 0.0213 |
| DBDDK | 0.054512 | 0.027809 | 1.960262 | 0.0656 |
| R-squared | 0.805883 | Mean dependent var | | 0.031685 |
| Adjusted R-squared | 0.730393 | S.D. dependent var | | 0.123314 |
| S.E. of regression | 0.064029 | Akaike info criterion | | -2.411288 |
| Sum squared resid | 0.073796 | Schwarz criterion | | -2.024181 |
| Log likelihood | 39.34675 | Durbin-Watson stat | | 2.396686 |

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 1.084209 | Probability | 0.361762 |
| Obs*R-squared | 2.829388 | Probability | 0.243000 |

White Heteroskedasticity Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 0.453941 | Probability | 0.917073 |
| Obs*R-squared | 9.520770 | Probability | 0.796315 |



Model 7

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LM2 LKBG LOPEN LENF LIB

Exogenous variables: C I2001

Date: 07/13/09 Time: 14:29

Sample: 1960 2007

Included observations: 26

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | 31.25931 | NA | 1.34e-07 | -1.635331 | -1.151448 | -1.495991 |
| 1 | 134.6993 | 151.1816* | 3.44e-10* | -7.669181 | -5.975589* | -7.181487* |
| 2 | 163.3607 | 30.86602 | 3.54e-10 | -7.950819* | -5.047520 | -7.114774 |

Vector Autoregression Estimates

Date: 07/13/09 Time: 14:30

Sample (adjusted): 1981 2007

Included observations: 27 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

| | LM2 | LKBG | LOPEN | LENF | LIB |
|----------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| LM2(-1) | 0.655223 (0.20488) [3.19807] | -0.065305 (0.08264) [-0.79026] | 0.325677 (0.17876) [1.82189] | 0.034230 (0.62880) [0.05444] | 0.344910 (0.27704) [1.24498] |
| LKBG(-1) | 0.305367 (0.28721) [1.06321] | 0.820298 (0.11585) [7.08099] | 0.073215 (0.25059) [0.29217] | 1.366346 (0.88148) [1.55005] | -0.312619 (0.38837) [-0.80495] |
| LOPEN(-1) | 0.225653 (0.23857) [0.94584] | 0.026452 (0.09623) [0.27489] | 0.492506 (0.20816) [2.36605] | -0.261588 (0.73221) [-0.35726] | 0.246777 (0.32260) [0.76496] |
| LENF(-1) | -0.036886 (0.04130) [-0.89316] | 0.008265 (0.01666) [0.49617] | -0.033236 (0.03603) [-0.92238] | 0.787371 (0.12675) [6.21211] | -0.071283 (0.05584) [-1.27648] |
| LIB(-1) | -0.061208 (0.12998) [-0.47090] | 0.063730 (0.05243) [1.21561] | 0.033539 (0.11341) [0.29574] | -0.254421 (0.39892) [-0.63777] | 0.462661 (0.17576) [2.63235] |
| C | -0.634039 (1.33395) [-0.47531] | 0.262138 (0.53804) [0.48721] | -0.377114 (1.16387) [-0.32402] | -2.681632 (4.09404) [-0.65501] | 3.560529 (1.80378) [1.97393] |
| I2001 | 0.302634 (0.12426) [2.43540] | -0.104673 (0.05012) [-2.08839] | 0.178117 (0.10842) [1.64284] | 0.205515 (0.38138) [0.53887] | 0.797422 (0.16803) [4.74568] |
| R-squared | 0.903011 | 0.854573 | 0.922381 | 0.815168 | 0.921764 |
| Adj. R-squared | 0.873915 | 0.810944 | 0.899096 | 0.759718 | 0.898293 |
| Sum sq. resids | 0.260269 | 0.042342 | 0.198132 | 2.451585 | 0.475892 |
| S.E. equation | 0.114077 | 0.046012 | 0.099532 | 0.350113 | 0.154255 |
| F-statistic | 31.03497 | 19.58762 | 39.61161 | 14.70103 | 39.27259 |
| Log likelihood | 24.35397 | 48.86906 | 28.03658 | -5.923459 | 16.20707 |

| | | | | | |
|----------------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|
| Akaike AIC | -1.285480 | -3.101412 | -1.558265 | 0.957293 | -0.682005 |
| Schwarz SC | -0.949522 | -2.765454 | -1.222308 | 1.293251 | -0.346048 |
| Mean dependent | -1.064462 | 2.900999 | -1.110879 | 3.754434 | 3.216817 |
| S.D. dependent | 0.321266 | 0.105822 | 0.313333 | 0.714246 | 0.483686 |

| | |
|---|-----------|
| Determinant resid covariance (dof adj.) | 1.81E-10 |
| Determinant resid covariance | 4.04E-11 |
| Log likelihood | 131.5335 |
| Akaike information criterion | -7.150629 |
| Schwarz criterion | -5.470840 |

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

H0: no serial correlation at lag order h

Date: 07/13/09 Time: 14:31

Sample: 1960 2007

Included observations: 27

| Lags | LM-Stat | Prob |
|------|----------|--------|
| 1 | 23.37654 | 0.5556 |
| 2 | 17.10408 | 0.8780 |
| 3 | 16.63357 | 0.8947 |
| 4 | 14.63496 | 0.9495 |
| 5 | 30.21056 | 0.2165 |
| 6 | 16.57520 | 0.8966 |
| 7 | 23.39103 | 0.5547 |
| 8 | 26.10658 | 0.4019 |
| 9 | 26.22997 | 0.3954 |
| 10 | 23.01342 | 0.5768 |
| 11 | 33.54499 | 0.1180 |
| 12 | 19.91666 | 0.7512 |

Probs from chi-square with 25 df.

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

H0: residuals are multivariate normal

Date: 07/13/09 Time: 14:31

Sample: 1960

2007

Included observations: 27

| Component | Jarque-Bera | df | Prob. |
|-----------|-------------|----|--------|
| 1 | 1.729950 | 2 | 0.4211 |
| 2 | 3.935933 | 2 | 0.1397 |
| 3 | 3.115213 | 2 | 0.2106 |
| 4 | 2.144295 | 2 | 0.3423 |
| 5 | 2.435631 | 2 | 0.2959 |
| Joint | 13.36102 | 10 | 0.2042 |

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)

Date: 07/13/09 Time: 14:31

Sample: 1960 2007

Included observations: 27

Joint test:

| Chi-sq | df | Prob. |
|----------|-----|--------|
| 175.8162 | 165 | 0.2678 |

Date: 07/13/09 Time: 14:31

Sample (adjusted): 1982 2007

Included observations: 26 after adjustments

Trend assumption: No deterministic trend (restricted constant)

Series: LM2 LKBG LOPEN LENF LIB

Exogenous series: I2001

Warning: Critical values assume no exogenous series

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.788751 | 97.33023 | 76.97277 | 0.0006 |
| At most 1 * | 0.657482 | 56.90760 | 54.07904 | 0.0274 |
| At most 2 | 0.478416 | 29.05042 | 35.19275 | 0.1975 |
| At most 3 | 0.244635 | 12.12743 | 20.26184 | 0.4375 |
| At most 4 | 0.169631 | 4.833014 | 9.164546 | 0.3022 |

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.788751 | 40.42262 | 34.80587 | 0.0096 |
| At most 1 | 0.657482 | 27.85719 | 28.58808 | 0.0618 |
| At most 2 | 0.478416 | 16.92298 | 22.29962 | 0.2376 |
| At most 3 | 0.244635 | 7.294417 | 15.89210 | 0.6334 |
| At most 4 | 0.169631 | 4.833014 | 9.164546 | 0.3022 |

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by $b^*S11*b=I$):

| LM2 | LKBG | LOPEN | LENF | LIB | C |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| -14.15028 | 4.404253 | 11.49924 | -0.729144 | 0.109096 | -12.42780 |
| 2.885029 | 4.922510 | -3.476273 | -1.241002 | -2.424371 | -2.980290 |
| -4.157863 | 10.32432 | -5.520716 | 0.232739 | 6.302129 | -62.58160 |
| 1.872086 | 4.305913 | 2.575704 | 0.866160 | -2.284295 | -3.920869 |
| -1.215370 | -9.045506 | 5.847844 | 0.316765 | -1.785810 | 35.07655 |

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

| | | | | | |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| D(LM2) | 0.060729 | 0.018919 | -0.015049 | 0.025577 | -0.019328 |
| D(LKBG) | 0.000427 | -0.021444 | 0.003599 | -0.018264 | 0.002291 |
| D(LOPEN) | -0.024138 | 0.029708 | -0.007933 | -0.012087 | -0.033167 |
| D(LENF) | 0.009022 | 0.207268 | 0.046499 | 0.006693 | 0.010130 |
| D(LIB) | 0.003277 | 0.061170 | -0.097895 | 0.013773 | -0.003382 |

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 134.9068

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

| LM2 | LKBG | LOPEN | LENF | LIB | C |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 1.000000 | -0.311249 | -0.812651 | 0.051529 | -0.007710 | 0.878273 |
| | (0.12732) | (0.09730) | (0.02048) | (0.06279) | (0.59263) |
| | [-2.44469] | [-8.35172] | [2.51579] | [-0.12278] | [1.48200] |

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

| | |
|----------|-----------|
| D(LM2) | -0.859332 |
| | (0.26930) |
| D(LKBG) | -0.006043 |
| | (0.14951) |
| D(LOPEN) | 0.341557 |
| | (0.30300) |
| D(LENF) | -0.127661 |
| | (0.86299) |
| D(LIB) | -0.046376 |
| | (0.52914) |

Model 7 ECM

Dependent Variable: DLM2

Method: Least Squares

Date: 07/13/09 Time: 14:39

Sample (adjusted): 1982 2007

Included observations: 26 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|------------|-------------|------------|-------------|--------|
| DLM2(-1) | 0.126101 | 0.196341 | 0.642256 | 0.5288 |
| DLKBG(-1) | -0.695500 | 0.594859 | -1.169184 | 0.2576 |
| DLOPEN(-1) | -0.290951 | 0.189208 | -1.537733 | 0.1415 |
| DLENF(-1) | -0.138375 | 0.060002 | -2.306159 | 0.0332 |

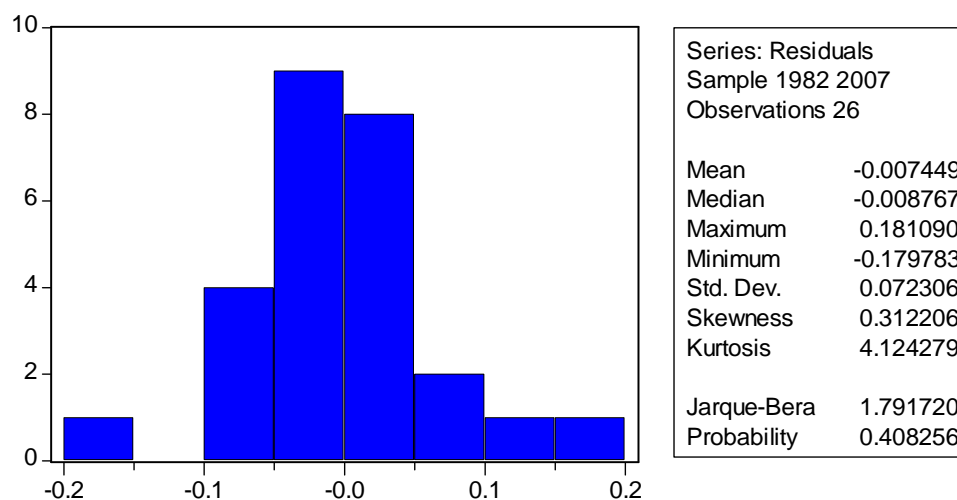
| | | | | |
|--------------------|-----------|-----------------------|-----------|--------|
| DLIB(-1) | -0.056440 | 0.096403 | -0.585459 | 0.5655 |
| COINTEQ04 | -0.779303 | 0.239883 | -3.248683 | 0.0045 |
| I2001 | 0.302717 | 0.114291 | 2.648658 | 0.0163 |
| DTM100 | 0.090147 | 0.035711 | 2.524342 | 0.0212 |
| R-squared | 0.662953 | Mean dependent var | 0.035362 | |
| Adjusted R-squared | 0.531880 | S.D. dependent var | 0.125232 | |
| S.E. of regression | 0.085683 | Akaike info criterion | -1.828667 | |
| Sum squared resid | 0.132148 | Schwarz criterion | -1.441560 | |
| Log likelihood | 31.77266 | Durbin-Watson stat | 2.330276 | |

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 1.018647 | Probability | 0.383344 |
| Obs*R-squared | 2.682134 | Probability | 0.261566 |

White Heteroskedasticity Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 0.895099 | Probability | 0.584738 |
| Obs*R-squared | 13.84602 | Probability | 0.461245 |



Model 8

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LM2 LKBG LOPEN LNPY1

Exogenous variables: C I2001

Date: 07/13/09 Time: 15:15

Sample: 1960 2007

Included observations: 20

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | 102.5106 | NA | 9.26e-10 | -9.451058 | -9.052765 | -9.373307 |
| 1 | 156.9011 | 76.14668* | 2.14e-11* | -13.29011* | -12.09523* | -13.05685* |

Vector Autoregression Estimates

Date: 07/13/09 Time: 15:16

Sample (adjusted): 1988 2007

Included observations: 20 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

| | LM2 | LKBG | LOPEN | LNPY1 |
|---|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| LM2(-1) | 0.657252 (0.21096) [3.11546] | -0.024253 (0.09290) [-0.26107] | 0.328051 (0.20444) [1.60460] | -0.019445 (0.03342) [-0.58181] |
| LKBG(-1) | 1.283365 (0.40565) [3.16376] | 0.476449 (0.17863) [2.66725] | 0.445941 (0.39311) [1.13440] | -0.081642 (0.06426) [-1.27041] |
| LOPEN(-1) | 0.296847 (0.21499) [1.38077] | 0.066926 (0.09467) [0.70694] | 0.654286 (0.20834) [3.14045] | 0.020296 (0.03406) [0.59592] |
| LNPY1(-1) | -1.517528 (1.35227) [-1.12221] | 1.461679 (0.59548) [2.45460] | 1.597075 (1.31048) [1.21870] | 0.209311 (0.21423) [0.97703] |
| C | -3.774224 (1.19473) [-3.15907] | 1.589799 (0.52611) [3.02181] | -1.333836 (1.15780) [-1.15204] | 0.249538 (0.18927) [1.31840] |
| I2001 | 0.319468 (0.09944) [3.21276] | -0.125434 (0.04379) [-2.86457] | 0.168364 (0.09636) [1.74717] | -0.041967 (0.01575) [-2.66403] |
| R-squared | 0.930086 | 0.693231 | 0.930435 | 0.394079 |
| Adj. R-squared | 0.905117 | 0.583671 | 0.905591 | 0.177678 |
| Sum sq. resids | 0.126077 | 0.024448 | 0.118404 | 0.003164 |
| S.E. equation | 0.094897 | 0.041789 | 0.091964 | 0.015034 |
| F-statistic | 37.24944 | 6.327392 | 37.45041 | 1.821063 |
| Log likelihood | 22.28717 | 38.69046 | 22.91507 | 59.13672 |
| Akaike AIC | -1.628717 | -3.269046 | -1.691507 | -5.313672 |
| Schwarz SC | -1.329997 | -2.970327 | -1.392787 | -5.014953 |
| Mean dependent | -0.960466 | 2.948261 | -1.015224 | 0.006953 |
| S.D. dependent | 0.308078 | 0.064765 | 0.299304 | 0.016579 |
| Determinant resid covariance (dof adj.) | | 7.51E-12 | | |
| Determinant resid covariance | | 1.80E-12 | | |
| Log likelihood | | 156.9011 | | |
| Akaike information criterion | | -13.29011 | | |
| Schwarz criterion | | -12.09523 | | |

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

H0: no serial correlation at lag order h

Date: 07/13/09 Time: 15:16

Sample: 1960 2007

Included observations: 20

| Lags | LM-Stat | Prob |
|------|----------|--------|
| 1 | 12.74804 | 0.6911 |
| 2 | 9.387079 | 0.8966 |
| 3 | 12.27266 | 0.7250 |
| 4 | 11.12432 | 0.8017 |
| 5 | 36.61180 | 0.0024 |
| 6 | 27.65991 | 0.0347 |
| 7 | 8.250396 | 0.9411 |
| 8 | 11.39954 | 0.7842 |
| 9 | 17.09191 | 0.3797 |
| 10 | 21.27411 | 0.1682 |
| 11 | 25.93823 | 0.0549 |
| 12 | 20.10075 | 0.2157 |

Probs from chi-square with 16 df.

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)

Date: 07/13/09 Time: 15:17

Sample: 1960

2007

Included observations: 20

Joint test:

| Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----|--------|
| 86.18795 | 90 | 0.5942 |

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

H0: residuals are multivariate normal

Date: 07/13/09 Time: 15:17

Sample: 1960

2007

Included observations: 20

| Component | Jarque-Bera | df | Prob. |
|-----------|-------------|----|--------|
| 1 | 2.913685 | 2 | 0.2330 |
| 2 | 2.624253 | 2 | 0.2692 |
| 3 | 2.757130 | 2 | 0.2519 |
| 4 | 3.490239 | 2 | 0.1746 |
| Joint | 11.78531 | 8 | 0.1610 |

Date: 07/13/09 Time: 15:17

Sample (adjusted): 1989 2007

Included observations: 19 after adjustments
Trend assumption: No deterministic trend (restricted constant)
Series: LM2 LKBG LOPEN LNPY1
Exogenous series: I2001
Warning: Critical values assume no exogenous series
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.885133 | 75.43362 | 54.07904 | 0.0002 |
| At most 1 | 0.664442 | 34.31799 | 35.19275 | 0.0619 |
| At most 2 | 0.421927 | 13.57073 | 20.26184 | 0.3200 |
| At most 3 | 0.153117 | 3.157671 | 9.164546 | 0.5517 |

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.885133 | 41.11564 | 28.58808 | 0.0008 |
| At most 1 | 0.664442 | 20.74726 | 22.29962 | 0.0811 |
| At most 2 | 0.421927 | 10.41306 | 15.89210 | 0.2982 |
| At most 3 | 0.153117 | 3.157671 | 9.164546 | 0.5517 |

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'*S11*b=I):

| LM2 | LKBG | LOPEN | LNPY1 | C |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 9.654193 | -5.216534 | -9.612492 | -58.63365 | 14.74756 |
| 6.338949 | 21.59453 | -6.712852 | -13.79350 | -64.40531 |
| 9.041597 | -6.695419 | -9.398630 | 80.23110 | 18.17843 |
| -6.237972 | -5.836740 | 5.898919 | -18.34315 | 16.01181 |

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

| D(LM2) | D(LKBG) | D(LOPEN) | D(LNPY1) | C |
|-----------|-----------|-----------|-----------|---|
| -0.059729 | 0.004668 | 0.001619 | 0.004688 | |
| 0.037989 | -0.030476 | 0.030839 | -0.006464 | |
| -0.039176 | 0.015353 | 0.016198 | -0.006453 | |
| -0.019131 | 0.000579 | -0.029439 | -0.003473 | |

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 148.4003

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

| LM2 | LKBG | LOPEN | LNPY1 | C |
|----------|------------|------------|------------|------------|
| 1.000000 | -0.540339 | -0.995681 | -6.073387 | 1.527581 |
| | (0.24984) | (0.04205) | (1.09960) | (0.72481) |
| | [-2.16277] | [-23.6792] | [-5.52329] | [2.10757] |

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

| | |
|----------|-----------|
| D(LM2) | -0.576635 |
| | (0.24922) |
| D(LKBG) | 0.045066 |
| | (0.11859) |
| D(LOPEN) | 0.015626 |
| | (0.23516) |
| D(LNPY1) | 0.045264 |
| | (0.04176) |

Model 8 ECM

Dependent Variable: DLM2

Method: Least Squares

Date: 07/13/09 Time: 15:21

Sample (adjusted): 1989 2007

Included observations: 19 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|------------|-------------|------------|-------------|--------|
| DLM2(-1) | -0.291865 | 0.269397 | -1.083403 | 0.2999 |
| DLKBG(-1) | -0.916035 | 0.845982 | -1.082807 | 0.3002 |
| DLOPEN(-1) | -0.507106 | 0.284434 | -1.782860 | 0.0999 |
| DLNPY1(-1) | -3.422003 | 1.155290 | -2.962029 | 0.0119 |
| COINTEQ05 | -0.504257 | 0.210193 | -2.399018 | 0.0336 |
| I2001 | 0.177857 | 0.119918 | 1.483163 | 0.1638 |
| DTM100 | 0.108530 | 0.042217 | 2.570784 | 0.0245 |

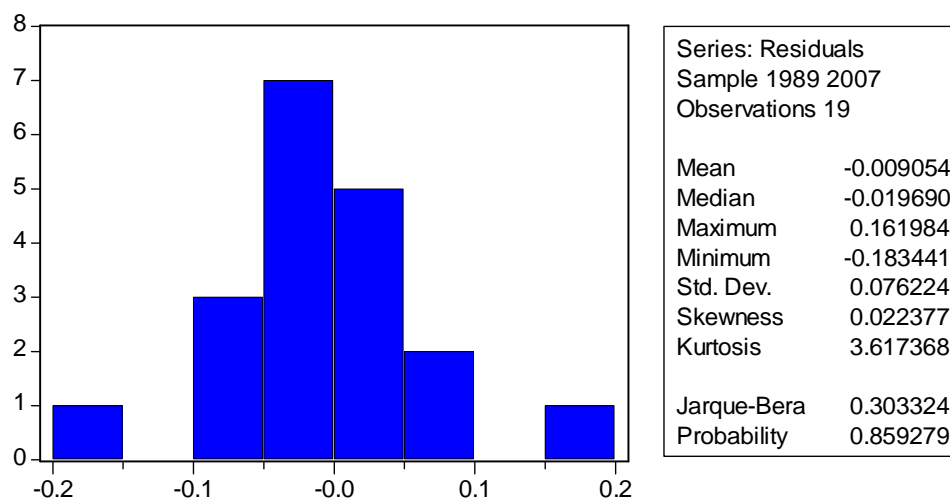
| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.703463 | Mean dependent var | 0.037027 |
| Adjusted R-squared | 0.555194 | S.D. dependent var | 0.141014 |
| S.E. of regression | 0.094048 | Akaike info criterion | -1.612720 |
| Sum squared resid | 0.106140 | Schwarz criterion | -1.264769 |
| Log likelihood | 22.32084 | Durbin-Watson stat | 1.945013 |

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 0.248800 | Probability | 0.784423 |
| Obs*R-squared | 0.631086 | Probability | 0.729393 |

White Heteroskedasticity Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 2.133864 | Probability | 0.181143 |
| Obs*R-squared | 15.39313 | Probability | 0.220638 |



Model 9

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LOSK LKBG LOPEN LENF
LKAKT

Exogenous variables: C D1981 @TREND

Date: 08/05/09 Time: 16:22

Sample: 1960 2007

Included observations: 44

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | 106.0106 | NA | 1.10e-08 | -4.136848 | -3.528601 | -3.911281 |
| 1 | 194.1580 | 144.2412* | 6.36e-10* | -7.007183 | -5.385192* | -6.405670* |
| 2 | 220.4656 | 37.06978 | 6.43e-10 | -7.066619* | -4.430884 | -6.089161 |
| 3 | 242.0060 | 25.45689 | 8.86e-10 | -6.909366 | -3.259887 | -5.555963 |
| 4 | 265.5986 | 22.52018 | 1.30e-09 | -6.845392 | -2.182169 | -5.116044 |

Vector Autoregression Estimates

Date: 08/05/09 Time: 16:23

Sample (adjusted): 1961 2007

Included observations: 47 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

| | LOSK | LKBG | LOPEN | LENF | LKAKT |
|----------|-------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| LOSK(-1) | 0.679710 (0.12427) [5.46974] | -0.000517 (0.06060) [-0.00853] | 0.080210 (0.15989) [0.50165] | -1.183133 (0.72415) [-1.63382] | -0.047496 (0.05155) [-0.92136] |
| LKBG(-1) | 0.178539 (0.16581) [1.07680] | 0.901033 (0.08086) [11.1431] | -0.299794 (0.21334) [-1.40524] | 4.856623 (0.96621) [5.02646] | -0.007843 (0.06878) [-0.11403] |

| | | | | | |
|---|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| LOPEN(-1) | 0.000789 (0.09875) [0.00799] | 0.089822 (0.04816) [1.86505] | 0.543674 (0.12707) [4.27867] | -0.250193 (0.57548) [-0.43476] | -0.045907 (0.04097) [-1.12062] |
| LENF(-1) | -0.064115 (0.02442) [-2.62596] | 0.010019 (0.01191) [0.84138] | 0.026961 (0.03142) [0.85819] | 0.142512 (0.14228) [1.00163] | -0.008108 (0.01013) [-0.80055] |
| LKAKT(-1) | 0.531908 (0.36219) [1.46858] | 0.297840 (0.17663) [1.68619] | -0.340721 (0.46603) [-0.73111] | -2.463848 (2.11063) [-1.16735] | 0.280719 (0.15025) [1.86837] |
| C | -3.194451 (1.56666) [-2.03902] | -0.801387 (0.76403) [-1.04889] | 1.025327 (2.01580) [0.50864] | -1.058617 (9.12950) [-0.11596] | 2.903722 (0.64990) [4.46798] |
| D1981 | -0.019452 (0.09793) [-0.19863] | -0.061150 (0.04776) [-1.28038] | 0.235001 (0.12601) [1.86499] | 0.475687 (0.57068) [0.83355] | 0.085636 (0.04062) [2.10800] |
| @TREND | 0.014851 (0.00901) [1.64773] | 0.003838 (0.00440) [0.87307] | 0.011911 (0.01160) [1.02706] | -0.098435 (0.05252) [-1.87410] | -0.012772 (0.00374) [-3.41591] |
| R-squared | 0.786458 | 0.977594 | 0.960631 | 0.810261 | 0.973632 |
| Adj. R-squared | 0.748130 | 0.973572 | 0.953565 | 0.776206 | 0.968899 |
| Sum sq. resids | 0.462673 | 0.110039 | 0.765988 | 15.71157 | 0.079618 |
| S.E. equation | 0.108919 | 0.053118 | 0.140145 | 0.634713 | 0.045183 |
| F-statistic | 20.51913 | 243.0870 | 135.9475 | 23.79225 | 205.7214 |
| Log likelihood | 41.90064 | 75.65097 | 30.05321 | -40.93998 | 83.25532 |
| Akaike AIC | -1.442581 | -2.878765 | -0.938434 | 2.082552 | -3.202354 |
| Schwarz SC | -1.127662 | -2.563846 | -0.623516 | 2.397471 | -2.887435 |
| Mean dependent | -1.658853 | 2.679657 | -1.610024 | 3.065819 | 3.838735 |
| S.D. dependent | 0.217028 | 0.326748 | 0.650363 | 1.341692 | 0.256205 |
| Determinant resid covariance (dof adj.) | | 3.65E-10 | | | |
| Determinant resid covariance | | 1.43E-10 | | | |
| Log likelihood | | 199.1848 | | | |
| Akaike information criterion | | -6.773821 | | | |
| Schwarz criterion | | -5.199227 | | | |

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

H0: no serial correlation at lag order h

Date: 08/05/09 Time: 16:24

Sample: 1960 2007

Included observations: 47

| Lags | LM-Stat | Prob |
|------|---------|------|
|------|---------|------|

| | | |
|----|----------|--------|
| 1 | 41.89265 | 0.0185 |
| 2 | 26.17294 | 0.3984 |
| 3 | 22.74725 | 0.5923 |
| 4 | 15.64976 | 0.9249 |
| 5 | 21.43529 | 0.6681 |
| 6 | 24.15030 | 0.5107 |
| 7 | 19.39267 | 0.7779 |
| 8 | 20.81478 | 0.7029 |
| 9 | 25.45562 | 0.4371 |
| 10 | 17.11656 | 0.8775 |
| 11 | 25.03095 | 0.4606 |
| 12 | 33.37979 | 0.1218 |

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

H0: residuals are multivariate normal

Date: 08/05/09 Time: 16:24

Sample: 1960

2007

Included observations: 47

| Component | Jarque-Bera | df | Prob. |
|-----------|-------------|----|--------|
| 1 | 4.599556 | 2 | 0.1003 |
| 2 | 1.109204 | 2 | 0.5743 |
| 3 | 1.042030 | 2 | 0.5939 |
| 4 | 12.82016 | 2 | 0.0016 |
| 5 | 1.835015 | 2 | 0.3995 |
| Joint | 21.40597 | 10 | 0.0184 |

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)

Date: 08/05/09 Time: 16:25

Sample: 1960

2007

Included observations: 47

Joint test:

| Chi-sq | df | Prob. |
|----------|-----|--------|
| 218.4948 | 195 | 0.1193 |

Date: 08/05/09 Time: 16:26

Sample (adjusted): 1962 2007

Included observations: 46 after adjustments

Trend assumption: No deterministic trend (restricted constant)

Series: LOSK LKBG LOPEN LENF LKAKT

Exogenous series: D1981 @TREND

Warning: Critical values assume no exogenous series

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.638254 | 106.3914 | 76.97277 | 0.0001 |
| At most 1 * | 0.354769 | 59.61791 | 54.07904 | 0.0148 |
| At most 2 * | 0.321785 | 39.46314 | 35.19275 | 0.0163 |
| At most 3 * | 0.242207 | 21.60177 | 20.26184 | 0.0325 |
| At most 4 | 0.174907 | 8.843928 | 9.164546 | 0.0575 |

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.638254 | 46.77344 | 34.80587 | 0.0012 |
| At most 1 | 0.354769 | 20.15477 | 28.58808 | 0.4004 |
| At most 2 | 0.321785 | 17.86136 | 22.29962 | 0.1860 |
| At most 3 | 0.242207 | 12.75784 | 15.89210 | 0.1462 |
| At most 4 | 0.174907 | 8.843928 | 9.164546 | 0.0575 |

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'*S11*b=I):

| LOSK | LKBG | LOPEN | LENF | LKAKT | C |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 4.853488 | -6.122958 | -3.992858 | 1.097964 | -16.14243 | 78.20190 |
| 5.040203 | -8.483175 | 1.801483 | 2.039979 | 19.51694 | -54.84961 |
| 5.037552 | 5.827428 | 2.771741 | -0.746818 | -12.09872 | 58.19100 |
| 4.089807 | 3.150298 | -3.880061 | -0.360951 | 6.213879 | -34.58591 |
| -3.487863 | 8.528809 | 1.592945 | -0.833065 | 10.31499 | -65.48723 |

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

| D(LOSK) | D(LKBG) | D(LOPEN) | D(LENF) | D(LKAKT) | D(C) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| -0.041061 | -0.016804 | -0.037204 | -0.019965 | 0.005981 | |
| -0.034451 | 0.009721 | -0.000109 | -0.005166 | -0.012764 | |
| 0.057615 | -0.028291 | -0.047306 | 0.037198 | -0.019606 | |
| -0.110664 | -0.192928 | 0.156576 | 0.220506 | -0.003361 | |
| 0.017375 | -0.015475 | 0.004856 | -0.010375 | -0.010531 | |

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 196.0190

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

| LOSK | LKBG | LOPEN | LENF | LKAKT | C |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1.000000 | -1.261558 | -0.822678 | 0.226222 | -3.325945 | 16.11252 |
| | (0.35092) | (0.16859) | (0.06172) | (0.76292) | (3.18087) |

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

| | |
|----------|-----------|
| D(LOSK) | -0.199288 |
| | (0.06999) |
| D(LKBG) | -0.167206 |
| | (0.03504) |
| D(LOPEN) | 0.279635 |
| | (0.10853) |
| D(LENF) | -0.537105 |
| | (0.49097) |
| D(LKAKT) | 0.084329 |
| | (0.03519) |

Model 9 ECM

Dependent Variable: DLOSK

Method: Least Squares

Date: 08/05/09 Time: 16:32

Sample (adjusted): 1962 2007

Included observations: 46 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|------------|-------------|------------|-------------|--------|
| DLOSK(-1) | 0.275637 | 0.128837 | 2.139426 | 0.0386 |
| DLKKBG(-1) | -0.111917 | 0.296106 | -0.377962 | 0.7075 |
| DLOPEN(-1) | 0.104556 | 0.107312 | 0.974317 | 0.3358 |
| DLENF(-1) | -0.022592 | 0.018694 | -1.208529 | 0.2339 |
| DLKAKT(-1) | 0.341019 | 0.278260 | 1.225539 | 0.2275 |
| COINTEQ06 | -0.059307 | 0.029908 | -1.982982 | 0.0543 |

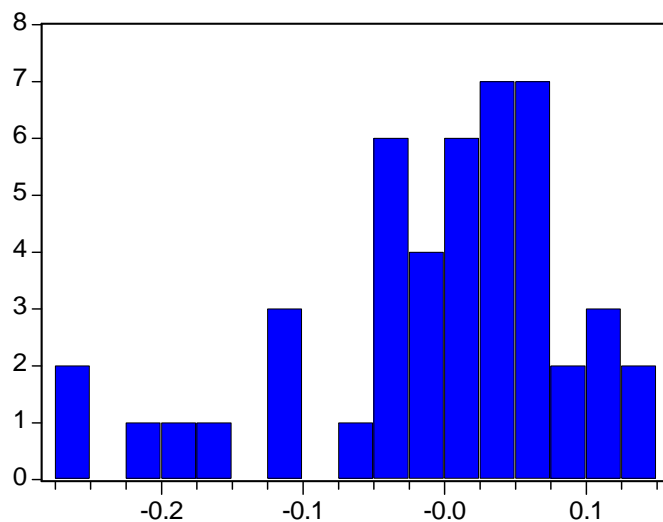
| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.262390 | Mean dependent var | 0.023335 |
| Adjusted R-squared | 0.170188 | S.D. dependent var | 0.111592 |
| S.E. of regression | 0.101654 | Akaike info criterion | -1.613376 |
| Sum squared resid | 0.413341 | Schwarz criterion | -1.374858 |
| Log likelihood | 43.10765 | Durbin-Watson stat | 1.766378 |

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 1.705881 | Probability | 0.195226 |
| Obs*R-squared | 3.678727 | Probability | 0.158919 |

White Heteroskedasticity Test:

| | | | |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic | 1.385674 | Probability | 0.221634 |
| Obs*R-squared | 15.41248 | Probability | 0.219650 |



| | |
|-------------------|-----------|
| Series: Residuals | |
| Sample 1962 2007 | |
| Observations 46 | |
| Mean | -0.004856 |
| Median | 0.019146 |
| Maximum | 0.142321 |
| Minimum | -0.269047 |
| Std. Dev. | 0.095714 |
| Skewness | -1.075488 |
| Kurtosis | 3.827502 |
| Jarque-Bera | 10.18029 |
| Probability | 0.006157 |

EK-2 Ampirik Çalışmanın Datası

Üç Aylık Seriler

| | LM2SA | LOSKSA | LYIKSA | LIH | RF | LRGSA | LOPEN |
|--------|---------|---------|---------|---------|----------|--------|---------|
| 1987Q1 | -0.2134 | -0.2865 | 0.1198 | -9.1860 | 7.7736 | 5.4675 | -1.2234 |
| 1987Q2 | -0.3050 | -0.3243 | 0.0657 | -8.8027 | 3.6911 | 5.4753 | -1.3072 |
| 1987Q3 | -0.3987 | -0.3995 | 0.0130 | -7.7742 | 10.5830 | 5.4518 | -1.4554 |
| 1987Q4 | -0.4149 | -0.3869 | -0.0243 | -6.7064 | 1.2648 | 5.5331 | -1.0759 |
| 1988Q1 | -0.4547 | -0.3545 | -0.0253 | -5.7561 | -11.0073 | 5.4841 | -1.0827 |
| 1988Q2 | -0.5636 | -0.4805 | -0.1484 | -6.6854 | -20.1539 | 5.4855 | -1.1932 |
| 1988Q3 | -0.6140 | -0.6063 | -0.1808 | -7.5756 | -9.2536 | 5.4932 | -1.5858 |
| 1988Q4 | -0.4827 | -0.5089 | -0.2166 | -7.3078 | 25.4048 | 5.4671 | -1.0664 |
| 1989Q1 | -0.3200 | -0.4253 | -0.1757 | -6.9203 | 17.9989 | 5.4848 | -1.0774 |
| 1989Q2 | -0.3602 | -0.5317 | -0.2344 | -5.9219 | 2.2451 | 5.4968 | -1.2299 |
| 1989Q3 | -0.5507 | -0.6644 | -0.3294 | -5.4133 | 8.6522 | 5.6333 | -1.7004 |
| 1989Q4 | -0.4174 | -0.5975 | -0.3725 | -4.1094 | 6.7038 | 5.5792 | -1.2766 |
| 1990Q1 | -0.3427 | -0.5810 | -0.4524 | -3.0381 | 4.6955 | 5.5763 | -1.2191 |
| 1990Q2 | -0.4526 | -0.5968 | -0.4069 | -3.3271 | -1.4842 | 5.6158 | -1.4625 |
| 1990Q3 | -0.5471 | -0.6286 | -0.3385 | -3.2513 | 11.1698 | 5.7018 | -1.7676 |
| 1990Q4 | -0.5164 | -0.5719 | -0.4254 | -3.3037 | 5.6894 | 5.6291 | -1.2693 |
| 1991Q1 | -0.3858 | -0.4371 | -0.2685 | -2.4433 | 13.1086 | 5.5374 | -1.2845 |
| 1991Q2 | -0.4805 | -0.4930 | -0.2906 | -3.0396 | 7.0475 | 5.5506 | -1.4257 |
| 1991Q3 | -0.6053 | -0.6328 | -0.3036 | -3.2704 | 22.1151 | 5.6611 | -1.7211 |
| 1991Q4 | -0.5370 | -0.5766 | -0.3146 | -2.7152 | 21.2561 | 5.6151 | -1.3326 |
| 1992Q1 | -0.4919 | -0.5393 | -0.2363 | -2.2426 | 13.3333 | 5.5643 | -1.3027 |
| 1992Q2 | -0.4949 | -0.5183 | -0.1700 | -2.9240 | 14.1885 | 5.5745 | -1.3348 |
| 1992Q3 | -0.6248 | -0.5911 | -0.2066 | -3.1814 | 27.5085 | 5.6698 | -1.6599 |
| 1992Q4 | -0.6281 | -0.5365 | -0.2167 | -3.4515 | 28.9425 | 5.6522 | -1.3633 |
| 1993Q1 | -0.5697 | -0.4183 | -0.1222 | -2.6001 | 21.6680 | 5.6248 | -1.2805 |
| 1993Q2 | -0.6663 | -0.4454 | -0.1835 | -2.1609 | 11.1087 | 5.6744 | -1.2869 |
| 1993Q3 | -0.7738 | -0.5266 | -0.1895 | -2.2952 | 20.4275 | 5.7720 | -1.6480 |
| 1993Q4 | -0.8184 | -0.5273 | -0.1580 | -1.6311 | 14.8597 | 5.7211 | -1.2626 |
| 1994Q1 | -0.7698 | -0.3613 | 0.1363 | -1.4244 | 27.7969 | 5.6052 | -1.0947 |
| 1994Q2 | -0.7725 | -0.6358 | -0.0962 | -2.2359 | 36.9694 | 5.5801 | -1.0163 |
| 1994Q3 | -0.6380 | -0.7317 | -0.2055 | -1.8370 | -6.2813 | 5.6875 | -1.3695 |
| 1994Q4 | -0.7580 | -0.7276 | -0.2622 | -1.6782 | -19.7262 | 5.6702 | -1.0236 |
| 1995Q1 | -0.7572 | -0.7078 | -0.2089 | -1.2189 | 25.2681 | 5.6647 | -0.9466 |
| 1995Q2 | -0.6495 | -0.6963 | -0.2084 | -0.7875 | 7.4957 | 5.7110 | -1.0232 |
| 1995Q3 | -0.6544 | -0.6578 | -0.2504 | -1.4276 | 19.5965 | 5.7768 | -1.3526 |
| 1995Q4 | -0.6543 | -0.4745 | -0.0727 | -1.2808 | 26.6524 | 5.6941 | -0.9066 |
| 1996Q1 | -0.6331 | -0.3879 | -0.0687 | -1.0350 | 28.0103 | 5.6612 | -0.7944 |
| 1996Q2 | -0.6244 | -0.4412 | -0.0774 | -1.5739 | 16.4682 | 5.6964 | -0.8678 |
| 1996Q3 | -0.6543 | -0.4780 | -0.0981 | -2.3337 | 26.6959 | 5.8310 | -1.2409 |
| 1996Q4 | -0.6102 | -0.3444 | 0.0526 | -1.4180 | 27.4517 | 5.8312 | -0.9329 |
| 1997Q1 | -0.4535 | -0.1550 | 0.2098 | -0.8193 | 25.0046 | 5.7233 | -0.7458 |
| 1997Q2 | -0.5277 | -0.1983 | 0.1247 | -1.5519 | 16.9200 | 5.7866 | -0.8422 |
| 1997Q3 | -0.6255 | -0.3092 | -0.0305 | -1.6294 | 21.7728 | 5.8924 | -1.1302 |
| 1997Q4 | -0.6045 | -0.1997 | 0.0685 | -0.8135 | 14.2465 | 5.8237 | -0.8469 |
| 1998Q1 | -1.0663 | -0.5494 | -0.3468 | -1.2436 | 12.3450 | 6.1280 | -1.1838 |
| 1998Q2 | -0.8597 | -0.4147 | -0.1627 | -0.9570 | 16.7008 | 6.1113 | -1.2023 |
| 1998Q3 | -0.6651 | -0.4622 | 0.0078 | -1.4850 | 26.9966 | 6.0924 | -1.4341 |
| 1998Q4 | -0.6827 | -0.5318 | -0.0686 | -1.7698 | 35.8739 | 6.0720 | -1.3550 |
| 1999Q1 | -0.6086 | -0.5643 | -0.0270 | -1.3134 | 36.2830 | 6.0218 | -1.3545 |

| | | | | | | | |
|--------|---------|---------|--------|---------|----------|--------|---------|
| 1999Q2 | -0.5559 | -0.5137 | 0.0841 | -1.0969 | 35.6914 | 6.0266 | -1.2668 |
| 1999Q3 | -0.3998 | -0.4257 | 0.1728 | -1.5963 | 38.1992 | 5.9387 | -1.4025 |
| 1999Q4 | -0.4391 | -0.6039 | 0.1857 | -0.5807 | 21.4644 | 6.0023 | -1.2019 |
| 2000Q1 | -0.5490 | -0.7036 | 0.0246 | 0.0369 | -11.6702 | 6.0438 | -1.1887 |
| 2000Q2 | -0.5384 | -0.5346 | 0.1153 | -0.2189 | -3.1396 | 6.0394 | -1.0832 |
| 2000Q3 | -0.4516 | -0.3603 | 0.2188 | -0.8792 | 10.6757 | 5.9938 | -1.2708 |
| 2000Q4 | -0.4749 | -0.4580 | 0.2972 | -0.6120 | 43.5971 | 6.0352 | -1.1360 |
| 2001Q1 | -0.3870 | -0.4651 | 0.3895 | -0.8971 | 61.0136 | 6.0274 | -1.1262 |
| 2001Q2 | -0.3882 | -0.5237 | 0.5320 | -0.6644 | 37.4228 | 5.9848 | -0.9532 |
| 2001Q3 | -0.3993 | -0.4669 | 0.5908 | -1.4807 | 22.8609 | 5.9060 | -1.0367 |
| 2001Q4 | -0.4328 | -0.6374 | 0.5950 | -0.8263 | 8.8169 | 5.9191 | -0.8945 |
| 2002Q1 | -0.5135 | -0.9237 | 0.5715 | -1.0106 | 16.1167 | 5.9526 | -1.0757 |
| 2002Q2 | -0.4711 | -0.9228 | 0.5826 | -1.4514 | 15.5415 | 5.9603 | -1.0075 |
| 2002Q3 | -0.4522 | -0.7313 | 0.5387 | -1.6064 | 28.8102 | 5.9403 | -1.0265 |
| 2002Q4 | -0.5031 | -0.6777 | 0.5047 | -0.8666 | 27.4981 | 6.0068 | -0.9430 |
| 2003Q1 | -0.5940 | -0.7749 | 0.4849 | -1.4872 | 23.2955 | 6.0409 | -1.0122 |
| 2003Q2 | -0.5226 | -0.6910 | 0.4582 | -1.2055 | 17.9606 | 5.9879 | -0.9351 |
| 2003Q3 | -0.4154 | -0.5487 | 0.4460 | -1.4480 | 20.0689 | 5.9493 | -1.1092 |
| 2003Q4 | -0.4194 | -0.6179 | 0.4582 | -0.6712 | 16.7077 | 6.0317 | -0.9489 |
| 2004Q1 | -0.4225 | -0.6928 | 0.4123 | -0.6852 | 17.1523 | 6.0996 | -0.9982 |
| 2004Q2 | -0.3438 | -0.4710 | 0.4308 | -1.1562 | 15.6042 | 6.1069 | -0.8217 |
| 2004Q3 | -0.3002 | -0.3551 | 0.4702 | -1.1557 | 19.5199 | 6.0826 | -0.9652 |
| 2004Q4 | -0.3334 | -0.4471 | 0.4229 | -0.9676 | 16.5414 | 6.1474 | -0.8518 |
| 2005Q1 | -0.3760 | -0.4403 | 0.4099 | -0.6664 | 13.2309 | 6.1697 | -0.9140 |
| 2005Q2 | -0.2706 | -0.3047 | 0.4536 | -1.1652 | 11.0990 | 6.1690 | -0.8853 |
| 2005Q3 | -0.1697 | -0.2056 | 0.5054 | -0.9339 | 14.2687 | 6.1278 | -1.0445 |
| 2005Q4 | -0.1459 | -0.1790 | 0.5364 | -0.7916 | 11.9966 | 6.1804 | -0.9267 |
| 2006Q1 | -0.1300 | -0.1335 | 0.5583 | -0.4883 | 11.8639 | 6.1954 | -1.0181 |
| 2006Q2 | -0.0916 | -0.0386 | 0.5797 | -0.6890 | 10.3117 | 6.2397 | -0.8147 |
| 2006Q3 | -0.0785 | -0.0016 | 0.5690 | -1.1651 | 17.1543 | 6.1919 | -0.9342 |
| 2006Q4 | -0.0959 | -0.0242 | 0.5406 | -1.0830 | 15.8377 | 6.2418 | -0.8485 |
| 2007Q1 | -0.1144 | -0.0146 | 0.5321 | -0.7681 | 16.2531 | 6.2551 | -0.8563 |
| 2007Q2 | -0.1066 | 0.0127 | 0.5419 | -0.9087 | 15.1231 | 6.2833 | -0.8334 |
| 2007Q3 | -0.0214 | 0.0974 | 0.6104 | -0.7189 | 18.5684 | 6.2287 | -0.9534 |
| 2007Q4 | -0.0079 | 0.1163 | 0.6265 | -0.8008 | 15.7085 | 6.2574 | -0.8588 |
| 2008Q1 | -0.0722 | 0.1222 | 0.5950 | -0.8349 | 14.7636 | 6.3292 | -0.8134 |
| 2008Q2 | -0.0257 | 0.1811 | 0.5997 | -1.1081 | 11.1627 | 6.3184 | -0.7294 |

Yıllık Seriler

| | LM2 | LOSK | LKBG | LOPEN | LENF | LKAKT | LKTAS | RF | LIB | LNPY1 |
|------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|-------|-----|-------|
| 1960 | -1.8939 | -1.7109 | 1.8581 | -2.2355 | 1.6094 | 4.2570 | -1.0158 | 4.00 | | |
| 1961 | -1.8602 | -2.0426 | 1.8859 | -2.2148 | -0.6655 | 4.2180 | -0.9708 | 6.99 | | |
| 1962 | -1.9213 | -1.9788 | 1.9816 | -2.2062 | 1.0788 | 4.2180 | -1.0578 | 4.56 | | |
| 1963 | -1.9411 | -1.9785 | 2.0711 | -2.2975 | 1.1332 | 4.2002 | -0.9955 | 4.39 | | |
| 1964 | -1.8426 | -1.9231 | 2.0957 | -2.4688 | 0.5227 | 4.2002 | -0.9462 | 5.81 | | |
| 1965 | -1.7372 | -1.8243 | 2.0807 | -2.4475 | 1.7790 | 4.1957 | -0.9368 | 1.58 | | |
| 1966 | -1.7016 | -1.7843 | 2.1854 | -2.4648 | 1.4731 | 4.1912 | -0.9196 | 3.14 | | |
| 1967 | -1.6649 | -1.7507 | 2.2044 | -2.5750 | 1.9099 | 4.1942 | -0.9171 | 0.75 | | |
| 1968 | -1.6266 | -1.6904 | 2.2790 | -2.6351 | -0.9125 | 4.1775 | -0.9495 | 7.10 | | |
| 1969 | -1.5732 | -1.6102 | 2.2823 | -2.6790 | 2.0627 | 4.1510 | -0.9809 | -0.37 | | |
| 1970 | -1.5312 | -1.6255 | 2.3459 | -2.4713 | 1.9358 | 4.1287 | -0.9724 | 2.07 | | |
| 1971 | -1.4967 | -1.7172 | 2.3872 | -2.2284 | 2.7564 | 4.0877 | -0.9685 | -6.74 | | |

| | | | | | | | | | | |
|------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 1972 | -1.4444 | -1.6466 | 2.4296 | -2.1755 | 2.4567 | 4.0091 | -0.9984 | -2.67 | | |
| 1973 | -1.4220 | -1.6139 | 2.4874 | -2.0736 | 2.7369 | 4.0019 | -1.0121 | -8.44 | | |
| 1974 | -1.4993 | -1.6742 | 2.6205 | -1.9504 | 2.7610 | 4.0360 | -1.0235 | -6.82 | | |
| 1975 | -1.5118 | -1.5871 | 2.6793 | -2.0283 | 2.9549 | 3.9532 | -1.0384 | -10.20 | | |
| 1976 | -1.5415 | -1.5459 | 2.7353 | -2.0190 | 2.8543 | 3.9220 | -1.0349 | -8.36 | | |
| 1977 | -1.4963 | -1.5532 | 2.7184 | -2.0875 | 3.2988 | 3.9200 | -1.0359 | -18.08 | | |
| 1978 | -1.5831 | -1.7767 | 2.7202 | -2.2781 | 3.8130 | 3.8330 | -1.0591 | -33.28 | | |
| 1979 | -1.6602 | -1.9437 | 2.7932 | -2.5269 | 4.0723 | 3.8795 | -1.0338 | -38.69 | | |
| 1980 | -1.7130 | -1.9960 | 2.6338 | -1.8498 | 4.7021 | 3.9180 | -1.1329 | -77.17 | 2.6101 | |
| 1981 | -1.4922 | -1.7930 | 2.7103 | -1.6505 | 3.5994 | 3.8506 | -1.2166 | -1.58 | 2.5177 | |
| 1982 | -1.3627 | -1.6883 | 2.7005 | -1.4871 | 3.4287 | 3.8607 | -0.9990 | 19.16 | 2.5337 | |
| 1983 | -1.3843 | -1.5721 | 2.6848 | -1.4164 | 3.4470 | 3.9570 | -0.8875 | 13.60 | 3.1268 | |
| 1984 | -1.3810 | -1.7234 | 2.7253 | -1.2099 | 3.8790 | 3.9522 | -0.8742 | -3.38 | 3.0397 | |
| 1985 | -1.4087 | -1.7472 | 2.7991 | -1.2480 | 3.8058 | 3.9299 | -0.8961 | 10.04 | 2.9806 | |
| 1986 | -1.2767 | -1.6269 | 2.8565 | -1.4060 | 3.5444 | 3.7819 | -0.9075 | 13.38 | 3.0204 | |
| 1987 | -1.2256 | -1.5767 | 2.8852 | -1.2713 | 3.6596 | 3.8000 | -0.8824 | 13.15 | 3.1355 | 0.0032 |
| 1988 | -1.2763 | -1.7527 | 2.8666 | -1.2512 | 4.2996 | 3.7705 | -0.9204 | 10.23 | 3.0910 | 0.0129 |
| 1989 | -1.3162 | -1.7936 | 2.9230 | -1.3630 | 4.1474 | 3.8199 | -0.8875 | -4.47 | 2.9014 | 0.0129 |
| 1990 | -1.4380 | -1.7913 | 2.9804 | -1.4523 | 4.0995 | 3.8022 | -0.8676 | -0.91 | 2.6672 | 0.0036 |
| 1991 | -1.3060 | -1.7621 | 2.9275 | -1.4725 | 4.1892 | 3.7471 | -0.8577 | 6.73 | 2.7344 | 0.0041 |
| 1992 | -1.2797 | -1.7181 | 2.9294 | -1.4429 | 4.2495 | 3.7635 | -0.6676 | 4.13 | 2.8679 | 0.0150 |
| 1993 | -1.3784 | -1.7080 | 2.9987 | -1.3937 | 4.1911 | 3.6082 | -0.6967 | 8.60 | 2.8848 | 0.0215 |
| 1994 | -1.1520 | -1.8363 | 2.9257 | -1.1498 | 4.6659 | 3.6788 | -0.8095 | -10.66 | 3.0253 | 0.0088 |
| 1995 | -1.1346 | -1.6881 | 2.9727 | -1.0827 | 4.4786 | 3.6297 | -0.6610 | 3.19 | 2.8507 | 0.0014 |
| 1996 | -1.0054 | -1.4772 | 3.0091 | -0.9986 | 4.3864 | 3.6454 | -0.7077 | 13.45 | 3.0445 | 0.0031 |
| 1997 | -0.9922 | -1.3356 | 3.0416 | -0.9313 | 4.4512 | 3.5439 | -0.6690 | 10.87 | 3.0634 | 0.0086 |
| 1998 | -0.9479 | -1.4652 | 3.0056 | -1.0108 | 4.4384 | 3.5525 | -0.6182 | 10.86 | 3.0773 | -0.0341 |
| 1999 | -0.6385 | -1.4933 | 2.8831 | -1.0110 | 4.1723 | 3.5525 | -0.4762 | -18.17 | 3.3776 | 0.0184 |
| 2000 | -0.7731 | -1.4377 | 2.9057 | -0.8845 | 4.0058 | 3.5322 | -0.6199 | -9.32 | 3.3673 | 0.0051 |
| 2001 | -0.5041 | -1.5765 | 2.8158 | -0.6939 | 3.9964 | 3.4404 | -0.6652 | 8.10 | 4.2370 | -0.0315 |
| 2002 | -0.6851 | -1.6964 | 2.8725 | -0.7823 | 3.8059 | 3.4995 | -0.6657 | 3.24 | 3.9982 | -0.0032 |
| 2003 | -0.8097 | -1.6935 | 2.8930 | -0.7590 | 3.2307 | 3.5056 | -0.7227 | 3.30 | 3.9982 | 0.0102 |
| 2004 | -0.8003 | -1.4945 | 2.9587 | -0.6475 | 2.3594 | 3.5525 | -0.6408 | 11.48 | 3.9570 | 0.0262 |
| 2005 | -0.6179 | -1.2162 | 2.9728 | -0.7521 | 2.3163 | 3.4468 | -0.7837 | 10.24 | 3.9180 | 0.0364 |
| 2006 | -0.5811 | -1.0702 | 3.0233 | -0.6225 | 2.3524 | 3.3878 | -0.8435 | 13.21 | 3.7773 | 0.0182 |
| 2007 | -0.5728 | -0.9692 | 3.0599 | -0.6027 | 2.1698 | 3.3742 | -0.8917 | 13.24 | 3.6610 | 0.0014 |

ÖZGEÇMİŞ

1974 yılında Kahramanmaraş-Afşin’de doğdum. İlk-Orta ve Liseyi Elbistan’da bitirdim. Malatya İnönü Üniversitesi İİBF Ekonometri bölümünden 1999 yılında mezun oldum. 2000 yılı Kasım ayında askerlik görevimi tamamladım. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalında yüksek lisansa 2001 Şubat ayında başladım ve “İMKB’nin Ekonomik Büyümeye Etkisinin Ekonometrik Analizi” isimli yüksek lisans tezimi 2003 Aralık ayında tamamladım. 2006 yılında doktora başladım. Finansal sistem, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini konu eden çeşitli çalışmalarım bulunmaktadır. İktisat politikası üzerine çalışmalara devam etmekteyim. Evliyim.