

146631

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

146631

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞMENİN
EKONOMİK BÜYÜMEDEKİ ROLÜ

Ö. DENİZ ÖZGÜREL
2501010561


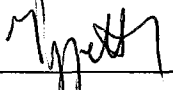
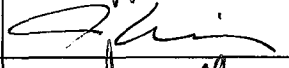
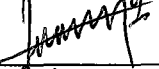

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. TARGAN ÜNAL

İSTANBUL-2004

T.C
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜ
MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAYI

İKTİSAT TEORİSİ Bilim Dalında 2501010561 numaralı ÖZNR DENİZ ÖZGÜREL'İN hazırladığı "TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞMENİN EKONOMİK BÜYÜMEDEKİ ROLÜ" konulu YÜKSEK LİSANS / ~~DOKTORA-TEZİ~~ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 10.Maddesi uyarınca 27.10.2004, ÇARŞAMBA günü saat 15.00'de yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin ~~.....~~'ne* OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI (2)	İMZA
PROF.DR.TARGAN ÜNAL	Kabul	
PROF.DR.İZZETTİN ÖNDER	kabul	
PROF.DR.ABDÜLKADİR MERCOL	Kabulü	
DOÇ.DR.KAYA ARDIÇ	Kabul	
YRD.DOÇ.DR.BURAK ATAMTÜRK	Kabulü	

ÖZ

Finansal gelişme ekonomik büyümeyi hızlandırır mı? Eğer finansal gelişme ekonomik büyümeyi hızlandırıyorsa, finansal sistemi geliştirecek politikaları ve bu politikaların ekonomik büyümeyi nasıl etkileyeceğini bilmek büyük önem taşımaktadır. Bu çalışma finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini Türkiye'yi baz alarak incelemiştir. Birinci bölümde, finansal sistem ve yapıyı oluşturan finansal araçlar ve finansal araçlar tanıtılmıştır. İkinci bölümde, finansal gelişme ve göstergeleri incelenmiş, ayrıca finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen teorik ve ampirik çalışmalar anlatılmıştır. Üçüncü ve son bölümde, Türkiye'nin finansal sistemi ve finansal gelişme göstergeleri 1987-2003 dönemi için makro ekonomik göstergelerle birlikte incelenmiştir. Yapılan çalışma sonucunda, 1987-2003 yılları arasında finansal sistemin bir takım aksaklıklara rağmen geliştiği gözlenmiştir. Finansal sistemin gelişmesinin daha çok döviz mevduatları artışı ve kamu kağıtları stoğundaki artış yoluyla olduğu görülmüştür. Bunun yanı sıra yine aynı dönemi kapsayan istatistikî çalışmamızda özel sektöre verilen bankacılık kredisi ile borsa hacmini kapsayan finansal gelişme oranının reel büyüme oranıyla, milli gelirin reel büyüme oranının aynı yönde hareket ettiği ve aralarında pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür.

ABSTRACT

Does financial development cause faster economic growth? If it does then it is important to know the policies that improve financial system and also the effect of the financial development policies on growth. In this study, the relation between financial development and economic growth has been analysed for Turkey. In the first chapter, the financial system and its components like financial institutions and financial instruments have been described. In the second chapter financial development and its indicators have been analysed. Also in this chapter the empirical and theoretical studies about the relation between economic growth and financial development have been explained. In the third and final chapter Turkey's financial system and its financial development indicators and also its macro economic indicators have been analysed for the period 1987-2003. It can be said under the lights of this study even there are shortcomings in the financial intermediation process, Turkey's financial system developed for the period 1987-2003. This financial development occurred by means of increase in foreign exchange accounts and government bonds. Additionally in our statistical analysis for the same period we found that financial development indicator's (private credit plus values of share traded) real growth rate is positively related with GDP growth rate and they act parallel in the same period.

ÖNSÖZ

Ekonomi literatüründe finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yoğun bir ilgi görmesi, bu zamana kadar gelişmekte olan ülkelerde uygulanmış olan finans politikalarından doğmaktadır. Bu iki değişken arasında pozitif bir ilişki olma olasılığı kaynak yetersizliği çeken gelişmekte olan ülkeler için yeni politikalar üretilmesine fırsat vermektedir.

Bu çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki Türkiye için araştırılmaya çalışılmıştır. Son yıllarda ülkemizde çıkan finansal krizlerle finansal sistemin sağlıklı işlemesinin hem ülke ekonomisi hem de ekonomik büyüme için ne denli önemli olduğu bir kere daha anlaşılmıştır.

Tez çalışmam boyunca yardımlarını esirgemeyen ve beni en iyi şekilde yönlendiren Danışman Hocam Sayın Prof. Dr. Targan Ünal'a göstermiş olduğu hoşgörü ve yardımlarından dolayı teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL SİSTEMİN YAPISI, FONKSİYONLARI ve ÖNEMİ

1.1. Finansal Sistem ve Yapısı.....	3
1.1.1. Bankacılık Ağırlıklı Finansal Sistem (BAFS)	4
1.1.2. Sermaye Piyasası Ağırlıklı Finansal Sistem (SPAFS).....	6
1.1.3. Finansal Sistemin İşleyişi	7
1.1.3.1. Doğrudan Finansman	9
1.1.3.2. Dolaylı Finansman	10
1.2. Finansal Piyasalar.....	10
1.2.1. Para Piyasası	11
1.2.2. Sermaye Piyasası	12
1.2.2.1. Birincil Sermaye Piyasası.....	13
1.2.2.2. İkincil Sermaye Piyasası	14
1.2.2.3. Üçüncül Sermaye Piyasası	14
1.2.3. Para Piyasası ve Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler.....	14
1.3. Fon Arz ve İsteminde Bulunanlar	15

1.4. Finansal Araçlar	15
1.5. Finansal Kurumlar	15
1.5.1. Para Yaratın Finansal Kurumlar	16
1.5.1.1. Merkez Bankası	16
1.5.1.2. Ticaret (Mevduat) Bankaları	17
1.5.2. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar	17
1.5.3. Finansal Kurumların Yararları	18
1.6. Finansal Sistemin Ekonomide Önemi	19

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

2.1. Finansal Gelişme ve Finansal Gelişmenin Ölçülmesi	21
2.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme	29
2.2.1. Geleneksel Yazın	30
2.2.2. İlk Ampirik Çalışmalar	32
2.2.2.1. Finansal Liberalizasyon	33
2.2.2.2. Finansal Liberalizasyona Getirilen Eleştiriler	36
2.2.3. İçsel Büyüme Modelleri	39
2.2.3.1. Finansal İçsel Büyüme (FİB) Modelleri	42
2.2.4. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi	48
2.2.4.1. Arzın Öncülük Ettiği Durum	50
2.2.4.2. Talebin Takip Ettiği Durum	50
2.2.4.3. Diğer Yaklaşımlar	52

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞMENİN SEYRİ ve FİNANSAL GELİŞMEYLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ

3.1. Türkiye'de Finansal Gelişme ve Finansal Gelişme Göstergelerinin Seyri	54
3.1.1. Bankacılık Sektörü	69
3.1.2. Sermaye Piyasaları	84
3.2. Finansal Gelişme ve Makro Ekonomik Göstergeler	91
3.3 Finansal Gelişme ve Reel Büyüme İlişkisi	97
SONUÇ	102
KAYNAKÇA	106

TABLÖLAR LİSTESİ

2.1.	Arzın Öncülüğünü Savunan Çalışmalar.....	51
3.1.	Parasal Büyüklükler/GSYİH, 1986-2003	56
3.2.	Euro Bölgesinde Finansal Gelişme Göstergelerinin Gelişimi.....	58
3.3.	Bankacılık Sektörü Mevduat Hacmi/GSMH.....	59
3.4.	Özel Sektöre Verilen Krediler	60
3.5.	Piyasa Kapitalizasyon Oranı.....	63
3.6.1.	Toplam Finansal Varlıklar/GSMH, 1986-1994	65
3.6.2.	Toplam Finansal Varlıklar/GSMH, 1995-2003	65
3.7.1.	Finansal Varlıkların Kompozisyonu, 1986-1995	67
3.7.2.	Finansal Varlıkların Kompozisyonu, 1996-2003	67
3.8.	Banka Sayısı.....	71
3.9.	Bankacılık Sisteminin Toplam Aktifleri.....	72
3.10.1.	Bankacılık Sisteminin Aktif Yapısı, 1988-1995	73
3.10.2.	Bankacılık Sisteminin Aktif Yapısı, 1996-2003	73
3.11.1.	Bankacılık Sisteminde Mevduatların Dağılımı, 1988-1995.....	74
3.11.2.	Bankacılık Sisteminde Mevduatların Dağılımı, 1996-2003.....	74
3.12.1.	Bankacılık Sisteminde Kredilerin Dağılımı, 1998-1995.....	75
3.12.2.	Bankacılık Sisteminde Kredilerin Dağılımı, 1996-2003.....	75
3.13.	Toplam Krediler/Toplam Mevduat	76
3.14.	Bankacılık Sisteminde Mevduat Dağılımı, 1986-2003	78
3.15.	Bankacılık Sisteminde Vadeli Mevduatın Vadelere Göre Dağılımı.....	79
3.16.	Genel Giderler 1994-2001.....	80
3.17.	Net Faiz Marjı, 1994-2001.....	81
3.18.	Bankacılık Sistemi Yoğunlaşma Endeksi, 1994-2001.....	82
3.19.1.	Menkul Kıymet Stokları, 1986-1994	85
3.19.2.	Menkul Kıymet Stokları, 1995-2003	85
3.20.	İMKB Hisse Senedi Piyasasına İlişkin Göstergeler, 1986-2003.....	87
3.21.1.	Tasarruflar/GSMH, Yatırımlar/GSMH, 1987-1994	91
3.21.2.	Tasarruflar/GSMH, Yatırımlar/GSMH, 1995-2002	92

3.22.1. Sermaye Birikim Oranı, 1987-1994	93
3.22.2. Sermaye Birikim Oranı, 1995-2002	93
3.23. Sektörler İtibarıyla Büyüme Hızı	93
3.24. Sektörler İtibarıyla İşgücü Verimliliği Artış Hızları	94
3.25. Sektörler İtibarıyla Sermaye Stoku Artış Oranları	94
3.26. Genel İstatistikler	98
3.27. Korelasyon Matrisi.....	99
3.28. Kovaryans Matrisi.....	99



ŞEKİLLER LİSTESİ

- 1.1. Finansal Sistem 8
- 3.1. Bankacılık Sisteminde Yapısal Bozulma Nedenleri 83



GRAFİKLER LİSTESİ

3.1. Sermaye Birikimi, Toplam Finansal Varlıklar.....	95
3.2. Toplam Finansal Varlıklar, Sabit Sermaye Yatırımları, Özel Sektöre Verilen Krediler	96
3.3. Finansal Gelişme ve Reel Büyüme İlişkisi.....	97



KISALTMALAR LİSTESİ

BAFS:	Bankacılık Ağırlıklı Finansal Sistem
DTH:	Döviz Tevdiat Hesapları
FİB:	Finansal İçsel Büyüme
GSMH:	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH:	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
SPAFS:	Sermaye Piyasası Ağırlıklı Finansal Sistem
TMSF:	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TFV:	Toplam Finansal Varlıklar



GİRİŞ

Ekonomi literatüründe büyüme olgusu her dönemde ilgi çekici bir konu olmuştur. Bazı ülkeler aynı büyüme safhalarına sahipken, diğer ülkelerin farklı büyüme performansı göstermesi, iktisatçıları ekonomik büyüme sürecinde finansal sistemin etkisi olabileceği düşüncesini araştırmaya itmiş ve ülkelerin finansal sistemlerinin gelişmişlik düzeyinin, ülkelerin büyüme performansını açıklayabileceği sorusunu gündeme getirmiştir.

Finansal sistemin temel amacı, ekonomide fon fazlası olan ekonomik birimlerden fon ihtiyacı olanlara aktarma işlemini gerçekleştirmektir. Finansal sistem, bu fon aktarma işlevini yapısını oluşturan finansal araçlar, aracilar ve yasal düzenlemeler sayesinde gerçekleştirmektedir.

Finansal sistemin büyümesi, bu sistemi oluşturan birimlerin zaman içinde gösterdiği gelişime bağlıdır. Finansal araçların ve araçların çeşitlenmesi, fon aktarma maliyetlerinin düşmesi, finansal aracılık işlemlerinin yaygınlaşması, finansal sistemde oluşabilecek aksaklıkların yasal düzenlemelerle çözümlenmesi, finansal sistemin gelişimi olarak özetlenebilir.

Gelişmiş, iyi çalışan bir finansal sistem, fon transferi sırasında oluşabilecek asimetrik enformasyon problemlerini ve işlem maliyetlerini azaltarak, tasarrufların hareketlenmesini (mobilization) sağlar; kaynak dağılımını etkinleştirir, ekonomik birimler üzerinde kurumsal denetim uygular (corporate control), risk yönetimini kolaylaştırır ve malların, hizmetlerin ticaretini kolaylaştırır. Ayrıca yine etkin bir finansal sistem ekonomideki atıl fonların en yüksek kazançlı yatırımlara dönüşmesini sağlayarak, yatırımların verimliliğini artırır.

Gelişmiş finansal sistem, sağladığı bu hizmetlerle ekonomideki sermaye birikimini, verimliliği, tasarrufları dolayısıyla büyümeyi olumlu yönde etkileyebilmektedir. Bu yüzden finansal sistemin sağlıklı bir biçimde işlemesi, her ülke için gerekli bir unsurdur. Nitekim 1970 ve 1980'lerde çeşitli ülkelerde yaşanan bankacılık krizleri milli gelirin %10'u hatta daha fazlasına denk gelecek maliyetlere neden olmuştur.

Eğer finansal sistemin gelişimi ülke ekonomisi ve ekonomik büyüme için bu kadar önemliyse ve finansal gelişmeyle ekonomik büyüme birlikte hareket ediyorsa finansal sistemin gelişimini sağlayacak uygun politikalar üretmek ve bu politikaları özellikle gelişmekte olan ülkeler için üretmek daha büyük bir önem arz etmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülkelerin kaynak yetersizliği, kalkınmaları önünde bir engel teşkil etmektedir. Bu yüzden gelişmiş bir finansal sistemin sağlayacağı hizmetler bu sorunun aşılmasına yardımcı olabilecektir.

Bu çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki Türkiye ekonomisi ele alınarak sorgulanacaktır. Üç bölümden oluşan bu çalışmanın birinci bölümünde finansal sistem ve çeşitleri, finansal sistemin işleyişi ve yapısı, finansal sistemin yapısını oluşturan birimlerden ve finansal sistemin ekonomideki öneminden bahsedilecektir.

İkinci bölümde finansal gelişmeden ne anlaşılması gerektiği ve finansal gelişme sürecini takipte kullanılan göstergeler, finansal sistemin gelişmesi için önerilen politikalar ve bu politikalara geliştirilen eleştiriler anlatılacaktır. Ayrıca, ikinci bölümde ekonomi literatüründe finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi yorumlamak amacıyla geleneksel ve yakın zamanda yapılan çalışmalara değinilecek aynı zamanda bu ilişkiyi nedensellik bazında inceleyen çalışmalara yer verilecektir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde, Türkiye'deki finansal sistemin gelişimi ve bu gelişimin göstergeleri, bankacılık sektörü ve sermaye piyasaları olarak ayrıştırılarak incelenecek ve finansal sistemin gelişimindeki aksaklıklar tartışılacaktır. Ayrıca bu bölümde finansal gelişme sürecinde ekonomideki makro ekonomik göstergelerin seyri yorumlanacak, finansal gelişmeyle ekonomik büyüme arasındaki ilişki grafik ve istatistikî analizle sınanacak ve sonuca göre uygun politikalar önerilmeye çalışılacaktır.

Birinci Bölüm

FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI, FONKSİYONLARI ve ÖNEMİ

1.1. Finansal Sistem ve Yapısı

Bir ülkede gerçekleştirilmek istenen ekonomik amaçlar (fiyat istikrarı, yüksek gelir, istihdam, yüksek ekonomik büyüme oranları gibi) yatırım ve tasarruf ilişkisine bağlıdır. Tasarruf ve yatırımlar ne kadar artarsa (ceteris paribus) gelecekte de üretim miktarı o kadar artar. Ayrıca tasarruflar ne kadar verimli dağıtılsa yüksek kazançlı sermaye projelerine daha çok tasarruf akar ve neticede ekonomik büyüme oranı artar.¹ Kısaca ekonomik büyüme için sermaye birikimi, sermaye birikimi için yatırım, yatırım için tasarrufları yatırıma kanalize edecek bir finansal sistem gereklidir.

Finansal sistem, bir ülke ekonomisinde fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımını gerçekleştiren kurumlar, söz konusu bu akımı sağlayan araçlar ve tüm bu unsurları düzenleyen hukuki ve idari kurallar bütünüdür.²

Yazında Gerschenkron'un (1962) finansal sistemi iki kategoriye ayıran sınıflandırma kabul edilir. Bunlardan ilki bankacılık ağırlıklı finansal sistem, diğeri ise sermaye piyasası ağırlıklı finansal sistemdir.³

Demirgüç-Kunt ve Levine (2001) ülkelerin finansal sistemleri hakkında yaptıkları çalışmada, zengin ve gelişmiş ülkelerde finansal sistemin daha gelişmiş

¹ Murray E. Polakoff and Others, **Financial Institutions And Markets**, U.S.A., 1970, ss.3-5.

² Nihal Kargı, **Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği**, Ankara, SPK Yayınları No:115, 1998, ss.29-33.

³ Philip Arestis, Panicos Demetriades, "Finance And Growth: Institutional Considerations and Causality," **University Of East London, Department Of Economics Working Papers**, No:9605, ss.4-5.

olduğunu ve yine gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının daha aktif ve etkin çalıştığını, ülkeler zenginleştikçe finansal sistemlerinin sermaye piyasası ağırlıklı sistemlere dönüştüğünü bulmuşlardır.⁴

Levine (1997), farklı finansal sistemlerin çıkma nedenlerini ve zaman içinde finansal sistemlerin nasıl değiştiğini açıklayacak yeterli teori bulunmadığını ve hangi finansal sistemin bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmede daha iyi olduğunu gösterecek modellere ihtiyaç duyulduğunu vurgulamıştır.

Kurumsal finansman yazınında finansal sistemlerin bankacılık ağırlıklı ya da sermaye piyasası ağırlıklı olarak ayrılmaları bu sistemlerin yatırım projelerine ne kadar katıldıkları ile ilgilidir. Bankalar proje seçiminde, işletmeleri denetlemede ve güven veren yatırımcıların seçiminde daha dikkatlidir. Sermaye piyasalarında ise işletmenin yatırım kararlarına katılım çok düşüktür.⁵

1.1.1. Bankacılık Ağırlıklı Finansal Sistem (BAFS)

BAFS'de tasarrufların etkin alanlara yönlendirilme fonksiyonunu bankacılık sistemi yerine getirir. Almanya ve Japonya finansal sistemin bankacılık ağırlıklı olduğu ülkelerdir. Bankacılık sisteminde bankalarla işletmeler arasında yakın bir ilişki vardır ve sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi az ve önemsizdir.

BAFS'nin kaynağını mevduat olarak toplanan fonlar oluşturur ve bu fonlar iki şekilde kullanılır. Birinci kullanım yeri, işletmelere kısa ve orta vadeli fon kullandırmak, ikincisi ise bankaların söz konusu işletmelerin sermayelerine iştirak yolu ile katılmalarıdır. Burada amaç işletmelerin belli bir büyümeye ulaşmasını ve sermaye piyasasından daha kolay fon edinebilmesini sağlamaktır.⁶

BAFS'de işletmelerin sahipliğini küçük sayıda hissedarın büyük sayıda hissesi oluşturur ve işletmelerin kontrolünde bu hissedarların hakları sınırlıdır.

⁴ Aslı Demirgüç-Kunt, Ross Levine, "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", **Financial Structure and Economic Growth**, Ed. By. Aslı Demirgüç-Kunt, Ross Levine, MIT Press, 2001, s.83.

⁵ Shanka Chakraborty, Tripid Ray, "Bank-based versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis," **University of Oregon Economics Department Working Papers**, No:2003-6, 2003, ss.1-5.

⁶ Targan Ünal, **Finans Kesiminin Reel Sektöre Kaynak Yaratma Kapasitesi**, İstanbul, İTO Yayın No:1996-31, 1996, ss.1-27.

İşletmelerin yönetim kurulunda bankaların varlığı ön plandadır. Bu sistemde işletme birleşmeleri ve satın alma gibi durumlar ender görülür ve eğer banka işletmenin yönetim kurulundan memnun kalmazsa, işletmenin yönetim kurulunu ya değiştirir ya da görevden alır.⁷

Özetle BAFS'nin en önemli özelliği işletmelerin, hissedar sermayesinden çok finansman konusunda ağırlıklı olarak banka kredisi kullanmalarıdır ve bankaların da bu kredilerin gözetimini yapmasıdır.

Ülkelerin finansal sistemlerini araştıran çalışmalar yapıldıkça, BAFS'nin ekonomik büyümenin bazı devrelerinde, finansal hizmetler sağlamada sermaye piyasası ağırlıklı finansal sisteme göre daha etkin olduğunu savunanlar ya da tam tersi olan sermaye piyasası ağırlıklı finansal sistemin daha etkin olduğunu savunan iktisatçılar çıkmıştır.

BAFS'yi savunanlar, gelişmiş sermaye piyasalarında bilginin yatırımcılara çok hızlı bir şekilde yayılacağını, bu durumun bireysel yatırımcıları firmaları araştırmak için harcayacakları para ve zamandan caydıracağını ve piyasada bedavacılık (free-rider) sorununun oluşacağını savunmuşlardır. Bu sorun BAFS'de daha az olur çünkü bankalar yatırım kararlarını açığa çıkarmadan hızlı bir şekilde alırlar.⁸

Bunun yanı sıra BAFS'yi savunanlar sermaye piyasalarında kurumsal denetimin etkin olmadığını, şirket yatırımcılarının şirket hakkında, dışardaki yatırımcılara oranla daha çok bilgisi olacağını ve bu bilgi asimetrisinin teslim almanın (take over) potansiyel etkinliğini azaltacağını belirtmişlerdir. Çünkü dışarıda az bilgisi olan yatırımcılar, içerdeki daha çok bilgisi olan yatırımcılara oranla daha fazla fiyat teklif edeceklerdir.⁹

BAFS'yi savunanların bir diğer düşüncesi de, likit hisse senedi piyasalarında hissedarların hisselerini çok kolay satabilmelerinin ve işletmeyle bağlarını

⁷ Arestis, Demetriades, **a.g.e.**, ss.4-5.

⁸ Ross Levine, "Bank-based or Market Based Financial Systems: Which is Better?," **NBER Working Papers**, No:91138, 2002, ss.12-14.

⁹ **A.e.**

kopartmalarının, hissedarların dikkatli ve pahalı bir kurumsal yönetimin üstlenilmesi isteğini azaltabileceği yönündedir.¹⁰

Sonuç itibarıyla BAFS'yi savunanlar sermaye piyasalarının şirketler hakkında bilgi toplama ve yöneticilerin gözetimi konusunda başarılı olmadıklarını savunmaktadır.

1.1.2. Sermaye Piyasası Ağırlıklı Finansal Sistem (SPAFS)

SPAFS'lerde (Amerika ve İngiltere), sermaye piyasası oldukça gelişkindir. Bankacılık sisteminin fonların dağılımına ve finansal varlıkların mülkiyetine katılımı oldukça azdır. Uzun dönemli dış fonların çoğu, işletme birleşmelerini ve satın almaları destekleyen açık ve aktif bir sermaye piyasası tarafından karşılanır.¹¹

Bu sistemde çoğunlukla yatırım bankaları ve aracı kurumlar kanalıyla menkul kıymet ihraç edilerek doğrudan finansman sağlanır ve işletmelerin sahipliği, büyük ölçüde dağınık olup, menkul kıymetleri hane halkı ve kurumsal yatırımcıların portföylerinde yer alır.¹²

SPAFS'nin önemli bir yönü de finansın uluslararası finansal sistemin bir parçası olmasıdır. Bu yüzden bu sistemlerde finansı yerel endüstrilerle olan ilişkilerden daha çok uluslararası çevirimler (circuits) etkiler. Bahsedildiği üzere BAFS'nin daha iyi olduğunu savunan iktisatçılar olduğu gibi SPAFS'nin daha etkin olduğunu savunan iktisatçılar da oluşmuştur.

SPAFS'yi savunan iktisatçılar, BAFS'lerde bankaların işletmeler üzerinde çok büyük etkisi olabileceğini ve bu etkilerin negatife dönüşebileceğini vurgulamışlardır. Örneğin bankalar ihtiyatlı davrandıkları için işletmelerin yaratıcı projelere girmelerini istemeyebilirler. Bunun yanı sıra yine işletmeler de, bankaların kendilerinden yüksek kazançlı yatırımlarda daha fazla kar istemelerinden ötürü karlı

¹⁰ Thorsten Beck, Ross Levine, "New Firm Formation And Industry Growth: Does Having A Market- or Bank- Based System Matter?," **Worldbank Working Papers**, No:2383, 2000, ss.1-7.

¹¹ Philip Arestis, Panicos Demetriades, "Finance And Growth: Is Schumpeter Right?," **University Of Keele, Department Of Economics Discussion Papers**, No:ST5 5BG, 2000, s.6.

¹² Ünal, a.g.e., s.25.

yatırımlara girmek istemeyebilirler.¹³ Ayrıca bankalar yeni, belirsiz ve yaratıcılığın yüksek olduğu yani standart olmayan durumlarda bilgi toplamada da yeterince etkin olmayabilirler.

Son olarak SPAFS, BAFS'ye oranla daha zengin risk yönetimi araçları sunar. Bankalar ucuz, standart ortamlarda kullanılan belli başlı risk yönetimi hizmeti sağlarken, sermaye piyasaları her koşula uygun daha esnek ürünler sunar.

1.1.3. Finansal Sistemin İşleyişi

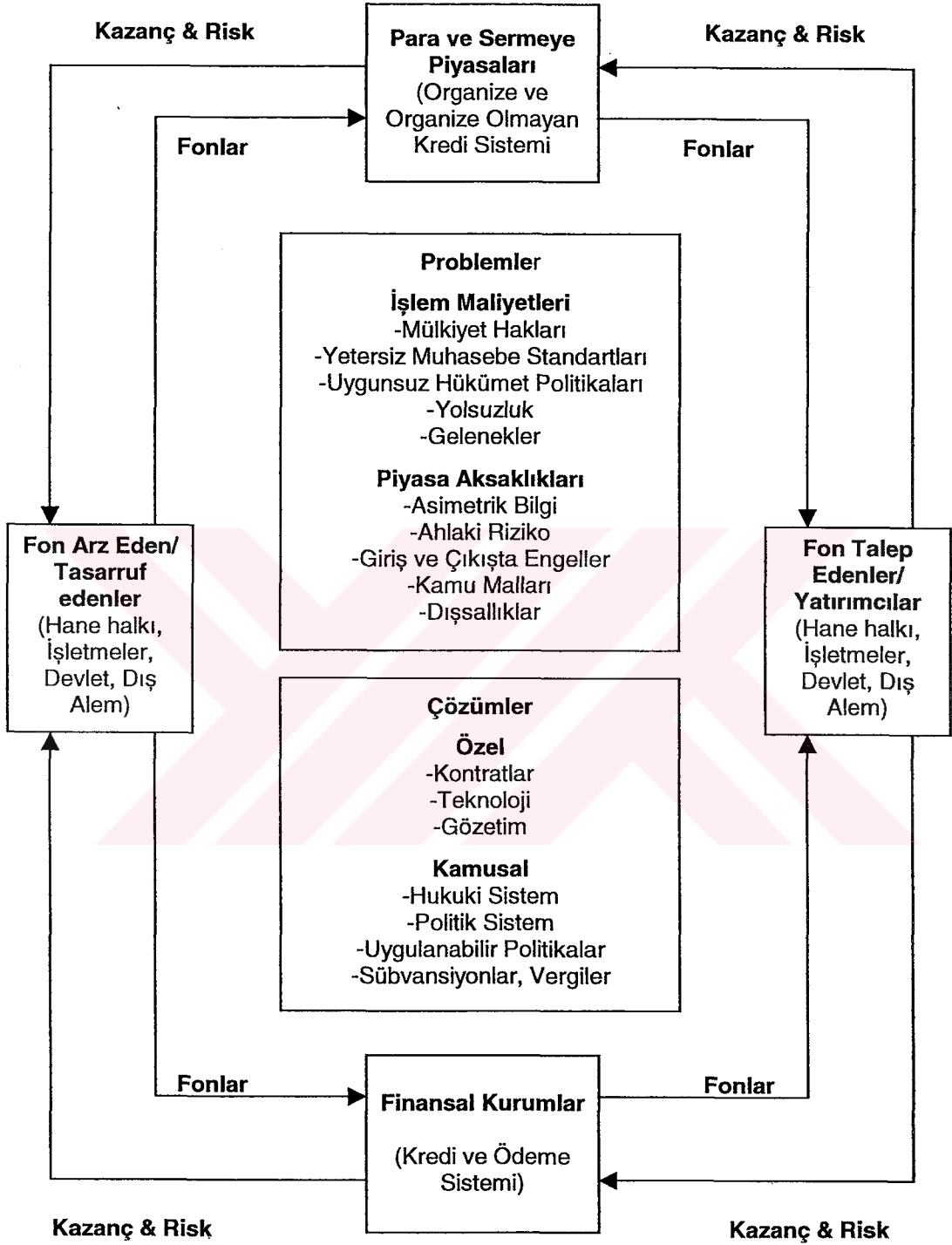
Bütün ulusal finansal sistemlerin amacı aynıdır. Fon arz edenler ve fon talep edenler arasındaki fon akımını sağlamak ve finansal piyasalarda oluşabilecek işlem maliyetleri ve belli başlı piyasa aksaklıklarının üstesinden gelerek ödemeleri kolaylaştırmaktır.

Şekil 1.1'de görüldüğü üzere finansal sistem, iki taraf arasında fon akımını kolaylaştırdığı için bir kredi sistemi, ama aynı zamanda ödemeleri kolaylaştırdığı için bir ödeme sistemidir. Zaman içinde fon talep eden hane halkı, devlet veya işletmeler rolünü değiştirerek fon arz edebilmektedir. Fonların akımını sağlamak için finansal sistemde, çeşitli finansal kurumlar ve çeşitli finansal piyasalar bulunmaktadır. Yeri geldiğinde finansal kurumlar kredi vermekte, yeri geldiğinde ödeme yapmakta ya da her ikisini bir arada yapmaktadır.

Şekil 1.1'in ortasında her finansal sistemde görülebilecek, fon talep edenlerle fon arz edenlerin eşleşmesine engel olabilecek problemler ve engeller gösterilmekte, aynı zamanda bu problemleri çözebilecek özel ve kamusal alternatifler sunulmaktadır.

Etkin bir finansal sistemde işlem maliyetleri düşüktür. Ancak bir toplumda mülkiyet haklarının olmayışı, muhasebe standartlarının yeterince geliştirilmemesi,

¹³ Levine, a.g.e., ss.14-16.



Şekil 1.1. Finansal Sistem

Kaynak: James R. Barth, R. Dan Brumbaugh, "Development and Evolution of National Financial Systems: An International Perspective", (Çevrimiçi) <http://136.142.158.105/LASA97/barthbrumbaugh.pdf>, 3 Haziran 2003.

hükümetlerin uygunsuz düzenlemeleri (regulation), yolsuzluk, daha aşırı durumlarda bireylerin ekonomik özgürlüğünün kısıtlanması işlem maliyetlerini yükseltir.¹⁴

Bunun yanı sıra piyasa aksaklıkları da finansal sistemin etkin çalışmasını engeller. Bilgi asimetrisinden doğabilecek ters seçim ve ahlaki riziko problemleri, hükümetin piyasaya giriş ve çıkışlarda engeller oluşturması; örneğin hükümetin problemlili bankaların sorunlarını derhal çözmeyerek rekabeti engellemesi, bilginin kamu malı özelliği taşıması nedeniyle piyasada bedavacılık (free-rider) problemlerinin oluşması ve bazı durumlarda bankacılık sektöründe negatif dışsallıkların oluşması piyasa aksaklıklarına neden olarak finansal piyasaların etkin çalışmasını engeller.

Bu yüzden finansal sistemin işleyişini düzenleyen finansal mevzuat (yasalar, kararlar, yönetmelikler) vardır. Finansal sistemin etkin çalışabilmesi için iyi bir hukuksal alt yapı, gözetim, denetim ve düzenlemelerin sıkılaştırılması, sağlamaştırılması ve iyileştirilmesi gerekliliklerden birkaçıdır.¹⁵

Finansal sistem fon aktarımını, finansal kurumlar tarafından finansal araçlar vasıtası ile gerçekleştirir. Finansal kurumlar, fonları fazla verenlerden açık verenlere aktarımını iki yoldan sağlarlar. Bunlar, dolaylı finansman ve doğrudan finansmandır.

1.1.3.1. Doğrudan Finansman

Doğrudan finansman denildiğinde tasarruf sahiplerinin, ellerinde fon fazlası bulunan kişilerin, hangi reel yatırım projelerine, ne tür kontratlar aracılığıyla katkıda bulunacaklarına kendilerinin karar vermeleri kastedilmektedir. Sermaye piyasaları doğrudan finansmanın gerçekleştiği piyasalardır.¹⁶

¹⁴ James R. Barth, R. Dan Brumbaugh, "Development and Evolution of National Financial Systems: An International Perspective", (Çevrimiçi) <http://136.142.158.105/LASA97/barthbrumbaugh.pdf>, 3 Haziran 2003.

¹⁵ Morris Goldstein, Philip Turner, **Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri, Kökenler ve Politika Seçenekleri**, Çev. Ali İhsan Karacan, 1.bs., İstanbul, Dünya Yayınları, 1999, ss.46-52.

¹⁶ Güven Sak, "Sermaye Piyasalarının İşleyişi ve Kural Hakimiyeti: Türkiye Deneyimi Üzerine Düşünceler," **Başak Dergisi**, Ocak- Şubat 1997, s.12.

1.1.3.2. Dolaylı Finansman

Dolaylı finansman sürecinde ise hangi yatırım projelerine ne tür kontratlar aracılığıyla destek verileceğine doğrudan tasarruf sahiplerinin değil, tasarruf sahiplerinden bir finansal kontrat aracılığıyla fonlarını toplamış finansal kurumların, bankaların, karar vermelerini ifade etmektedir. Burada banka kendi borçluluğunu ifade eden kontratlar aracılığıyla fonlarını toplamaktadır. Tasarruf sahipleri ise desteklenen yatırım projeleri ile ilgili riski doğrudan üstlenmemektedirler.¹⁷ Doğrudan finansman söz konusu olduğunda ise tasarruf sahibi olası riskleri üstlenerek bir reel yatırım projesini desteklemeye karar vermektedir.

Finansal sistemin, finansal kurumlar, finansal piyasalar, finansal araçlar ve fon talep eden ve arz eden ekonomik birimlerden oluştuğu yukarıda belirtilmiştir. Aşağıda finansal sistemi oluşturan bu birimler daha detaylıca anlatılmaktadır.

1.2. Finansal Piyasalar

Bir grup alt pazardan oluşan finansal sistemi çeşitli ölçütlere göre sınıflandırmak mümkündür. Finansal sistem, piyasada oluşan işlemlere göre, piyasayı düzenleyen kurallara, kullanılan finansal araçların vadelerine ve türlerine göre sınıflandırılabilir.

İşlemlere göre finansal sistem, auction piyasası, spot piyasalar, gelecek (futures) ve vadeli (forward) piyasalar, over the counter piyasalar, negotiated piyasalar, opsiyon piyasaları ve swap; piyasayı düzenleyen hukuki kural ve yasaların uygulanıp uygulanmamasına göre organize olmuş ve organize olmamış piyasalar olarak adlandırılabilir. Finansal araçların vadelerine göre piyasalar, para ve sermaye piyasası olarak sınıflandırılabilir ve son olarak kullanılan finansal araçların türlerine göre finansal piyasalar, hisse senedi piyasası, tahvil piyasası, döviz ve altın piyasası olarak gruplara ayrılabilir.¹⁸

Ancak burada bu sınıflandırmanın detayına girilmeyecek, finansal piyasalar para ve sermaye piyasası olarak bir ayrıma tabi tutulacaktır.

¹⁷ A.e.

¹⁸ Kargı, a.g.e., s.36.

1.2.1. Para Piyasası

Finansal sistemin alt piyasalarından biri olan para piyasası kısa vadeli kredi arz ve talebinin karşılaştığı bir piyasadır. Para piyasasında fonlar bir yıldan daha az vadede ödünç alınır veya verilir. Bu piyasadan fon isteminde bulunan ekonomik birimler geçici nitelikteki likit sıkıntılarını aşmaya çalışırlar.

Para piyasasının fon kaynaklarını devamlılık göstermeyen resmi, ticari ve vadesiz mevduat oluşturur. Para piyasası araçlarını arz eden en önemli ekonomik birim devlet, devletten sonra gelen en belirgin kurum ticari bankalardır. Ticari bankalar ihtiyaç duydukları fonların büyük bir kısmını para piyasasından elde ederler ve para piyasasının her iki tarafında da yer alabilirler. Para piyasasının her iki tarafında bulunan diğer birim ise işletmelerdir. İşletmeler para piyasası araçlarından ticari ve banka kabullerini arz ederler. Aynı zamanda ellerinde bulunan fon fazlasını, likiditesi yüksek olan para piyasası araçlarına yatırırlar.¹⁹

Para piyasası araçları, kısa vadeli, büyük miktartlı ve anında pazarlanabilir borçlanma araçlarıdır. Para piyasası araçlarını ticari senetler, poliçeler, çekler bunlara ilaveten hazine bonoları, mevduat sertifikaları, mevduat defterleri gibi araçlar oluşturur.

Para piyasası araçları kısa vadeli olduğu için daha az fiyat değişikliğine uğrarlar ve bu yüzden de düşük riskli yatırımlardır. Yatırımcılar para piyasası araçları sayesinde ellerindeki atıl fonları kısa bir süre içinde olsa likit bir şekilde değerlendirir ve faiz gelirinden faydalanırlar.

Para piyasaları, organize olmuş ve organize olmamış piyasalar olarak ikiye ayrılabilir. Organize olmuş para piyasasında işlemler belirli bir denetim ve gözetim altında yapılır. Ticari bankalar bu tür piyasalara en iyi örnektir. Organize olmamış para piyasasının aracıları ise ticari bankalar yerine, kişiler (tefeciler) veya piyasa bankerlik kuruluşlarıdır. Bu piyasada organize para piyasası araçlarından olan

¹⁹ Kargı, a.g.e., s.38.

poliçe, bono ve çek kullanılmaz. Bu piyasadan genelde organize para piyasasından fon sağlayamayan küçük ve orta ölçekli işletmeler faydalanır.²⁰

1.2.2. Sermaye Piyasası

Genel anlamda sermaye piyasası, orta ve uzun süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa olarak tanımlanabilir. Başka bir tanıma göre ise sermaye piyasası, ekonomi içindeki tasarrufları finansal varlıklara (hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetler) çevirebilme ve istendiğinde finansal varlıkları nakde çevirebilme ortamı yaratan düzen ve mekanizmalar topluluğu olarak da açıklanmaktadır.²¹

Sermaye piyasası yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurumlar ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sistemi olarak da tanımlanmaktadır.²²

Sermaye piyasasının kaynaklarını çoğunlukla tasarruf sahiplerinin birikimleri oluşturur. Bu piyasanın en önemli ve yaygın araçları hisse senetleri ve tahvillerdir.²³ Sermaye piyasalarına genellikle sabit yatırım ve net işletme sermayesini karşılamak üzere başvurulur. Sermaye piyasasının ekonomideki yeri çok önemlidir. Etkin çalışan bir sermaye piyasası, tasarrufların üretken yatırımlara kanalize olmasını sağlar, tasarruf sahiplerine çeşitli finansal araçlar sunarak tasarruf eğilimini ve tasarruf hacmini arttırarak ekonomide sermaye birikimini yükseltir ve ekonomik büyümeyi hızlandırır.

Bunun yanı sıra sermaye piyasası büyük çaplı yatırımların gerçekleşmesini kolaylaştırır, atıl olarak elde tutulan fonların verimli kullanımını sağlar. Mülkiyeti tabana yaymak, likidite sağlamak ve riski azaltmak sermaye piyasasının diğer ekonomik fonksiyonları arasında yer alır.²⁴

²⁰ Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası Ve Menkul Değer Analizi**, 1.bs., Bursa, Ekin Kitabevi, 2000, ss.15-16.

²¹ Ünal, **a.g.e.**, s.24.

²² Ceylan, Korkmaz, **a.g.e.**, s.11.

²³ İMKB, **Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, 12.bs., İstanbul, 1997, s.3.

²⁴ Kargı, **a.g.e.**, ss.49-50.

Örgütlenme derecelerine göre sermaye piyasaları, organize olmuş ve organize olmamış sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılır. Organize olmuş sermaye piyasaları dokunulabilir fiziki varlıklarıdır. Bu piyasaların binaları, yasaları, kuralları vardır. Menkul kıymet borsaları, bu piyasaya örnek verilebilir. Menkul kıymet borsalarında belirli kurallar içerisinde borsaya kayıtlı menkul kıymetler alınıp satılır.

Organize olmamış sermaye piyasaları, borsaya kayıtlı olmayan menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalardır. Bu piyasalarda işlemler açık oluşmadığı gibi menkul kıymet alım satımları da açık arttırma yerine, alıcı ve satıcıların pazarlığı ile oluşur. Bu piyasalar mali durumları iyi olmayan banka, sigorta ve yatırım işletmeleri ile yerel ve menkul kıymetleri tanınmayan işletmeler için önemlidir.²⁵

İşlemlere göre sermaye piyasalar: Birincil, ikincil, üçüncül, dördüncül ve tezgah üstü sermaye piyasaları olarak sınıflandırılır. Birincil ve ikincil piyasalar dışındaki piyasalar daha çok sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde işlem görmektedir.

1.2.2.1. Birincil Sermaye Piyasası

Bu piyasada dolaşıma ilk defa çıkarılan hisse senetleri ve tahviller el değiştirir. Arada işletmenin değil de başka bir banka veya aracı kurumun bulunması bu alımın birinci piyasadan olmasını engellemez.²⁶ Kamuoyunda birincil piyasalar çok iyi bilinmez çünkü finansal varlıkların ilk alıcılara satılışı kapalı kapılar arkasında olur.²⁷

Birincil piyasalardaki aracılık fonksiyonunu yerine getiren en önemli finansal kurum yatırım bankalarıdır. Yatırım bankalarının, mülkiyeti tabana yaymak ve işletmelerin yatırımı için gerekli olan uzun süreli fon ihtiyacını karşılamak gibi iki önemli görevi vardır. Bu görevi yatırım bankaları, menkul kıymet çıkarıp kamuya satarak yerine getirirler.

²⁵ Ceylan, Korkmaz, a.g.e., ss.15-16.

²⁶ İMKB, a.g.e., s.3.

²⁷ Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking, And Financial Markets*, 4.bs., t.y., ss.24-25.

1.2.2.2. İkincil Sermaye Piyasası

Menkul kıymetleri ihraçtan satın alanlar bu varlıkları vadelerinden önce bozdurmak istediklerinde bunları ihraç eden kuruluşa başvuramazlar. Bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrildiği yer ikincil piyasalardır ve bu piyasaları tanımlayan en iyi örnek menkul kıymet borsalarıdır.²⁸ Diğer ikincil piyasa örnekleri döviz kurları piyasası, gelecek (future) piyasalar ve opsiyon (option) piyasalardır.

İkincil piyasalarda aracılık işlemlerini broker ve dealerlar yapar. İkincil piyasalar iki önemli fonksiyona hizmet ederler. İlk olarak finansal varlıkların daha kolay satılmasını sağlayıp, finansal varlıkları daha likit hale getirirler; likiditesi artmış finansal varlıklar birincil piyasalarda daha kolay satılır. İkinci olarak da ikincil piyasalar, birincil piyasalarda ihraç edilen finansal varlıkların fiyatını belirlerler.

1.2.2.3. Üçüncül Sermaye Piyasası

Üçüncül ve dördüncül piyasalar kavramları, piyasalarda yeni yeni duyulmaya başlanmasına rağmen her geçen gün önemleri artmaktadır. Üçüncül sermaye piyasası, borsaya kayıtlı olan menkul kıymetlerin borsa dışında alınıp satılmasıyla oluşmaktadır. Tezgah üstü sermaye piyasaları da bu gruba dahildir. Tezgah üstü piyasalar, büyümelerini teknolojik gelişme ile sağlamış ve giderek yaygınlaşarak organize olmuş borsalara oranla, sermaye piyasası işlemlerine büyük katkıda bulunmaktadır.²⁹

Dördüncül piyasalar en yeni piyasalar oldukları için haklarında elde mevcut çok az bilgi bulunmaktadır.

1.2.3. Para Piyasası ve Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler

Geniş anlamda sermaye piyasası kavramına para piyasası da girmektedir. Ayrıca uygulamada para ve sermaye piyasaları birbirleri içine girmiştir. Çünkü gerek fon arz edenler gerek fon talep edenler her iki piyasada da faaliyet gösterirler.

²⁸ İMKB, a.g.e., s.3.

²⁹ Ceylan, Korkmaz, a.g.e., ss.18-19.

Örneğin bazı aracı kuruluşlar özellikle bankalar, hem para hem sermaye pazarlarında işlem yapmaktadırlar. Bu iki piyasa arasındaki fon akımını düzenleyen faiz oranıdır. Her iki piyasadaki cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbiriyle ilişkilidir.

1.3. Fon Arz ve İsteminde Bulunanlar

Fon arz ve talep edenler: Hane halkı, işletmeler, devlet ve dış alem olarak dört grupta toplanabilir. Gelirlerinden daha fazla harcama yapan birimler fon kullananlar, gelirlerinden daha az harcama yapanlar ise fon arz edenlerdir. Bir dönemde fon arz eden ekonomik birim başka dönemde fon talep edebilmektedir.

1.4. Finansal Araçlar

Fonlar fon arz edenlerden fon talep edenlere aktarılırken sahiplik ve el değiştirme olgusunu kanıtlayan belgelere ihtiyaç vardır. Finansal araçlar, satın alma gücünün aktarılması sürecinde aktarılan fonlar üzerinde bir ortaklık hakkını ya da alacağı temsil eden belgelerdir. Finansal fon aktarma sürecinde yapılan sözleşmenin niteliğine, fon sunan veya fon kullananın özelliğine, sağladıkları güvence ve haklara gelir düzeylerine, sürelerine ve likiditelerine göre pek çok değişik türde düzenlenebilir. Belli başlı finansal araçları şöyle sıralayabiliriz: Banknot, mevduat defterleri, mevduat sertifikaları, ticari senetler (bono, çek, sigorta poliçeleri), emeklilik sözleşmeleri, sermaye piyasası araçları: Hisse senetleri, tahviller, kar ve zarar ortaklığı belgeleri gibi.³⁰

1.5. Finansal Kurumlar

Finansal sistem, ekonomik fonksiyonunu finansal kurumlar sayesinde yerine getirir. Finansal kurumlar temel aktifleri büyük ölçüde finansal araçlardan oluşan (dolaylı ve dolaysız), faaliyetleri bu alanda olan ve gelirlerini finansal araçlarla ilgili işlemlerden sağlayan kurumlardır.

³⁰ Serpil Canbaş, Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, 3.bs., İstanbul, Beta Yayınları, 2001, ss.13-15.

Finansal kurumlar fon fazlası olan ekonomik birimlerden fon talebinde bulunanlara bir köprü vazifesi görerek atıl fonları ekonomik faaliyetlere yönlendirir. Bu sayede tasarruf yapanlar fonlarını verimli bir şekilde değerlendirirken, yatırımcılar da finansman kaynağı bulmuş olurlar. Finansal piyasalarda aracı kurumları, ticari bankalar, kredi kuruluşları, yatırım işletmeleri, sigorta işletmeleri ve emeklilik fonlarını yöneten kuruluşlar oluşturur.³¹

Finansal kurumlar değişik şekilde sınıflandırılabilir. Dolaylı ve dolaysız finansman sürecinde faaliyet göstermeleri bakımından, finansal aracı kurumlar ve finansal pazarlama kurumları ayırımı yapılabilir ya da yoğunlaştıkları pazarlara göre sınıflandırma yapılabilir. Para pazarı finansal kurumları veya sermaye pazarı finansal kurumları gibi. Fakat en yaygın olan grupta para yaratan finansal kurumlar ve para yaratmayan finansal kurumlar olanıdır.

1.5.1. Para Yaratan Finansal Kurumlar

Para yaratan finansal kurumlar fon talebinin ve arzının büyük bir kısmının karşılaştıran ve satın alma gücü yaratan finansal kurumlardır. Bu kurumlara merkez bankasını ve ticaret (mevduat) bankalarını örnek verebiliriz.

1.5.1.1. Merkez Bankası

Merkez bankacılığı, ticaret ve iş bankalarının banknot emisyon yetkilerinin kaldırılması ve bu yetkinin başka bir bankaya verilmesiyle başlamıştır. Bu bankalar genellikle para çıkarma ayrıcalığına ve tekeline sahiptir.

Merkez bankaları para, kredi ve döviz politikalarını belirleyen uygulayan ve ekonomiye yön veren kurumdur. Merkez bankaları, ekonominin likidite sorununu çözümlerken reeskont oranları, açık piyasa işlemleri ve mevduat karşılıkları araçlarını kullanarak para arzını etkilerler. Aynı zamanda merkez bankası açık piyasa işlemleriyle devlet tahvillerine ve hazine bonolarına yatırım yaparak ve bankalardan sağladıkları mevduat karşılıklarını orta ve uzun vade kredilere yatırarak

³¹ A.e., s.113.

sermaye pazarlarını da doğrudan etkiler.³² Kısaca merkez bankaları bu önemli fonksiyonları nedeniyle devletin haznedarlığı ve mali danışmanlığı görevini üstlenir.

1.5.1.2. Ticaret (Mevduat) Bankaları

Ticari bankacılık terimi genel olarak mevduat kabul eden kredi kurumları olarak adlandırılır. Bütün ticaret bankalarının belli başlı iki fonksiyonu vardır: Borç vermek ve borç almak. Borç almak çoğu zaman mevduat şeklinde, borç vermek ise iskonto şeklindedir. Bu açıdan ticaret bankalarına mevduat ve iskonto bankaları denir.³³ Ticaret bankalarının fonlarının büyük bölümünü mevduatlar oluşturur. Ticaret bankaları bu mevduatı, gerçek ve tüzel kişilere kredi vermek, bankalararası mevduat oluşturmak, taşınmak ve sabit değerler satın almak, sermaye piyasasına girerek tahvil ve hisse senedi satın almak ya da iştiraklerde bulunmak şeklinde kullanırlar. Ticari bankalarının diğer fon kaynağı ise ödenmiş sermaye ile yıllık karlardan ayrılan kanuni ihtiyatlar olup borç verme işleminde kullanılmayarak bir tür teminat akçesi görevi görürler.³⁴

Ticari bankalar hem vadesiz mevduat hesabı şeklinde yarattıkları kaydi para (banka parası) nedeniyle hem de buldukları ekonomik ve ticari ilişkiler yüzünden ülke ekonomisi için büyük bir önem taşırlar.

1.5.2. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar

Para yaratmayan finansal kurumlar, kendileri satın alma gücü yaratmayan topladıkları fonları ödünç veren kurumlardır. Bu kurumlar: Yatırım ve kalkınma bankaları, sigorta kurumları, kollektif yatırım kurumları (yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları), tasarruf kurumları, ikincil pazar aracı kurumları (bankerler), menkul kıymet borsaları, factoring/forfaiting şirketleri, leasing şirketleri, risk sermayesi şirketleri vb.³⁵

³² A.e., s.147

³³ Tezer Öçal, Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 1999, s. 37.

³⁴ A.e., s.38

³⁵ Canbaş, Doğukanlı, a.g.e., s.147.

1.5.3. Finansal Kurumların Yararları

Finansal kurumların ekonomiye en büyük katkısı fon akımını düzenli ve ucuz olarak tasarruf sahiplerinden son kullanıcılara veya projelerini finanse etmek isteyen girişimcilere aktarmaktır. Bunun yanı sıra finansal kurumlar, kendi ve müşteri hesabına finansal varlıkların değişimini sağlar, müşterisi için finansal varlık çıkartarak bunların satış ve pazarlamasını yapar, ayrıca piyasada faaliyette bulunmak isteyenlere yatırım danışmanlığı ve profesyonel portföy yöneticiliği hizmeti verir.³⁶

Finansal kurumlar finansal varlıkların şeklini ve içeriğini değiştirerek aşağıdaki dört ekonomik fonksiyondan birini gerçekleştirirler:

- Vade Ayarlaması Yapmak

Finansal piyasalarda fon arz edenler ile fon talep eden kişilerin vade açısından tam uyum içerisinde olması genelde zor bir olasılıktır. Çünkü fon talep edenler likiditesi düşük orta ve uzun süreli fonları seçerken, fon arz edenler ise likiditesi yüksek paraya hızlı çevrilebilen finansal araçları tercih etmektedirler. İşte finansal kurumlar farklı ihtiyaçları karşılamak amacıyla finansal araçların vade farklarını uyumlaştırır.

- Riski Azaltmak

Sınırlı tutarda tasarrufu olan yatırımcıların risk dağıtımını yapabileceği ne yeterli fonu ne de bilgisi vardır. Bu küçük ekonomik birimler finansal kurumların oluşturduğu yatırım fonları sayesinde hem büyük yatırımlara ortak olma şansını elde ederler hem de risklerini çeşitlendirmiş ve azaltmış olurlar.

- Maliyetlerin Düşürülmesi

Finansal varlıklar ve onu çıkaranlar hakkında, bilgilerin ve bu bilgilerin elde edilmesi için gerekli olan zamanın maliyeti vardır. Tüm bu maliyetler bilgi edinme maliyeti olarak adlandırılır. Finansal kurumlar çalıştırdıkları uzman kişilerle yaptıkları

³⁶ Ceylan, Korkmaz, a.g.e., ss.153-169.

pazar araştırmaları finansal analiz ve yatırım faaliyetleri sayesinde hem fon talep edenler hem de fon arz edenler önemli bir maliyet tasarrufu sağlarlar.

- Ödeme Mekanizması Fonksiyonu

Günümüzde nakit para yerine ödemelerde çek, kredi mevduat hesabı, kredi kartı ve fonların elektronik transferi gibi araçlar kullanılmaktadır. Bu tür finansal araçlar finansal aracilar tarafından hazırlanmakta ve müşterinin hizmetine sunulmaktadır.³⁷

Finansal sistemin beşinci öğesi hukuksal düzenlemelerdir. Hukuksal kuralların temel fonksiyonu, finansal aracilar arasında fon akımının düzenli ve dürüst bir şekilde gerçekleşmesini sağlayarak tarafların hak ve yararlarının korunmasını temin etmektir.

1.6. Finansal Sistemin Ekonomide Önemi

Finansal sistemin önemini anlamak için önce hem finansal piyasaların hem de finansal varlıkların olmadığı bir ekonomi düşünelim. Böyle bir ekonomide herkes finansal olarak kendine kadar yeterlidir. Yani hiç bir ekonomik birim tasarruf ettiğinden daha fazla yatırım yapamaz çünkü borç alma imkanına sahip değildir. Aynı zamanda hiç bir ekonomik birim tasarrufundan daha az bir yatırım yapamaz; çünkü fazla tasarrufunu değerlendirebileceği bir yatırım imkanına sahip değildir.

Bu yüzden tasarrufundan fazla yatırım yapmak isteyen birimler yatırımlarını kısırlar, yatırımından fazla tasarruf etmek isteyenler ise tasarruflarını kısırlar. Sonuç itibarıyla finansal varlıkların olmadığı bir ekonomide tasarruflar ve yatırımlar da düşük olur ve ekonomik büyüme azalır.³⁸ Finansal piyasalar ve finansal varlıklar sayesinde toplumda tasarruf yapmak isteyenler tasarruflarını çeşitli finansal varlıklara yatırarak değerlendirirken, yatırım yapmak isteyenler de finansal piyasalardan borçlanarak yatırımlarını yaparlar. Finansal piyasalar sundukları bu köprü vazifesiyle ve çeşitli yeni finansal araçlarla tasarruf etmeyi cazip hale getirip tasarrufları arttırırken, finansal sermayeyi oluşturarak sermaye birikiminin

³⁷ Ceylan, Korkmaz, a.g.e., s.23.

³⁸ Polakoff and Others, a.g.e., ss.14-17.

yaratılmasına zemin hazırlarlar. Finansal sistem geliştikçe sermaye birikimi hızlanacak ve toplumların refah düzeylerini arttırma imkanları da artacaktır.

Ancak ekonomik büyüme sadece gelir üzerinden yapılan tasarruf ve yatırımlara bağlı değildir aynı zamanda tasarrufların alternatif yatırım fırsatları arasında ne kadar verimli dağıtıldığı da önemlidir. Kısaca biriktirilmiş sermayenin verimli alanlara zamanında aktarılması da büyük önem taşımaktadır.

Borç almanın ve borç vermenin olmadığı bir ekonomide tasarrufların yatırım projelerine dağılımını sağlayacak finansal bir mekanizma bulunmaz. Rasyonel bir şekilde sıralanmamış yatırım fırsatları başarılı yatırım projelerinin oluşmasına izin vermez ve kaynak dağılımında etkinlik azalır. Finansal varlıkların ve finansal piyasaların var olması tasarrufların düşük kazançlı yatırımlardan yüksek kazançlı yatırımlara tekrardan dağılımını sağlar.³⁹ İyi çalışan finansal piyasalar, tasarrufların daha verimli alanlara yatırılmasını sağlayarak milli gelirin ve refahın artmasına katkıda bulunurlar.⁴⁰

Sonuç itibarıyla gelişmiş etkin finansal piyasalar verdikleri hizmetlerle hem sermaye birikimine yardımcı olacak, hem de kaynak dağılımını etkinleştirerek verimliliği arttıracak ve uzun dönemde büyümeyi sağlayacaktır.

³⁹ Polakoff and Others, **a.g.e.**, ss.14-17.

⁴⁰ İbrahim Özer Ertuna, **Türkiye’de Mali Piyasalar Sorunlar ve Çözümler**, İstanbul, İTO Yayın No:1987-6, 1987, s.17.

İkinci Bölüm

FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ FİNANSAL GELİŞME ve EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

2.1. Finansal Gelişme ve Finansal Gelişmenin Ölçülmesi

Finansal piyasalar 1970'li yılların başından beri baş döndürücü bir değişimden geçmektedir. Bu değişime zemin hazırlayan faktörler temel olarak istikrarsızlık ve belirsizliğin artması, yeni finansal ürünlerin geliştirilmesi, farklı tipte finansal firmaların sayılarının çoğalması, liberalizasyon ile bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki olağanüstü gelişmelerdir.

1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesiyle sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine geçilmesinin piyasaları daha riskli hale getirmesi hükümetlerin ve piyasa katılımcılarının finansal piyasalara yaklaşımını değiştirmiş ve serbest piyasa mekanizmasının hakim olduğu yeni dönemde her alanda rekabetin teşvik edilmesi kaçınılmaz olmuştur. Bu yaklaşımlar ekonominin ve mali piyasaların liberalize edilmesi sonucunu doğurmuş bu sonuca teknoloji ve telekomünikasyon alanındaki gelişmeler eklenince mali piyasalarda hem ulusal hem de uluslararası düzeyde bir gelişme ortaya çıkmıştır.¹

Yukarıda anlatılan yeni ekonomik yapılanma ve teknolojik gelişme, finansal yeniliklerin oluşumunu da sağlamıştır. Çünkü bireyler ve firmalar değişimlere paralel olarak karlarını maksimum etmek amacıyla değişimlere uyumlu farklı araçları hem yaratıp hem yönelmesini sağlarlar. Bunun yanı sıra finans sektöründe kullanılan

¹ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, Ankara, İMKB, 2002,ss. 80-81.

teknolojideki ilerlemeler de finansal yeniliklerin uygulama alanını genişletir ve etkinliğini artırır.²

Finansal yenilikler, hem finansal kurumların hem de bu kurumların işlem yaptığı finansal araçların sayısı ve niteliklerinde olumlu yansımalara yol açmaktadır. Bu yüzden finansal yeniliklerin finansal gelişmeye katkısı büyüktür.

Literatürde finansal gelişme kavramı finansal araçların sundukları hizmetlerin niteliksel, niceliksel ve etkinlik anlamında gelişmesi olarak kullanılmaktadır. Kavram daha detaylandırıldığında şu sonuç ortaya çıkmaktadır: Bir ekonomide, mali araçların çeşitliliği, vade, miktar, risk ayarlama ve fon aktarma maliyetlerinin düşüklüğü, tasarrufların finansal araçlara dönüşme oranı o ekonomide finansal piyasaların gelişmişliğinin ölçüsü olarak kabul edilir.³

Shaw finansal gelişmeyi finansal sistemin gerek büyüklük gerek yapı itibarıyla değişmesi olarak nitelendirmiş ve finansal sistemdeki bu değişmeyi finansal derinlik kavramıyla açıklamıştır.⁴

Finansal liberalizasyon yanlıları finansal gelişmenin ancak finansal piyasaların derinleşmesi ve liberalizasyonu ile sağlanabileceğini ve bu amaçla oluşturulan finans kesimi reformlarının hızlı bir şekilde uygulanması gerektiğini savunmuşlardır. Eğer ülkeler yurt içindeki faiz oranlarını deregüle ettikten sonra sermaye hareketlerini serbestleştirirlerse ve yurt içi hisse senedi piyasaları üzerindeki kısıtlamaları kaldırırlarsa daha derin bir finansal piyasaya sahip olacaklar ve daha hızlı büyüyeceklerdir.

Ancak 1970 ve 1980'lerde Latin Amerika'da yaşanan finansal krizler finansal liberalizasyon gerçeğini ortaya koymuştur. 1970'lerde hızlı bir şekilde finansal sistemlerini liberalleştiren Latin Amerika ülkelerinde reel faiz oranları, bankaların ve firmaların fon için giriştikleri şiddetli rekabetten dolayı çok fazla yükselmiş, spekülasyonlar artmış, borçlular borçlarını ödeyememiş, gelişmiş bir finansal sistem yerine piyasada, hükümet tarafından kurtarılmayı bekleyen batık bankalar kalmıştır.

² Tezer Öçal, Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 1999, ss. 278-279.

³ İbrahim Özer Ertuna, **Türkiye'de Mali Piyasalar Sorunlar ve Çözümler**, İstanbul, İTO, 1987, s.18.

⁴ Öçal, a.g.e., s.272.

İlk dalga finansal reformlardaki yanlışın bu ÷lkelerdeki liberalizasyon öncesi elverişsiz koşullardan kaynaklandığı savunulmuştur. Örneğin, ÷lkelerdeki makro ekonomik istikrarsızlık (büyük mali borçlar ve yüksek enflasyon), ahlaki riziko problemlerini ve bankacılık sistemindeki gözetim ve denetim eksikliklerini daha da arttırmıştır.⁵

Bundan dolayı Latin Amerika ÷lkeleri 1990'lı yılların ortasında, krizleri engelleyebilmek için finansal sistemlerine daha düzenleyici denetleyici mekanizmalar uygulamaya başlamışlardır.

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1999) yaptıkları ampirik çalışmada finansal liberalizasyonun bankacılık krizlerinin çıkmasında çok önemli bir faktör olduğunu ancak bu olasılığın gelişmiş ve yapısal niteliğin yüksek olduğu ekonomilerde daha az olduğunu savunmuşlardır. Yapısal niteliğin göstergelerini de hukuk sistemi, bürokratik ertelemeler, kontratların uygulanması, bürokrasinin kalitesi ve rüşvet gibi konular kabul etmişlerdir. Finansal liberalizasyonun finansal gelişme üzerindeki pozitif etkilerinin bankacılık krizleri nedeniyle negatife dönüştüğünü bu yüzden finansal liberalizasyonun yapısal gelişmeyle desteklenmesi gerektiğini savunmuşlardır.⁶

1997 ve 1998 yıllarındaki Asya finansal krizleri ise dikkati sermaye akımlarının serbestleşmesiyle ortaya çıkan sermaye akımlarına çekmiştir. Bu ÷lkeler geleneksel tanımlara uygun olarak, kuvvetli makro ekonomik temellere (mali açıkları yok, enflasyon oranları çok düşük) ve saygın bir bankacılık sistemine sahip olmalarına rağmen kısa vadeli sermaye akımlarının istikrarlı olmayan (destabilize) etkisinden fazlasıyla etkilenmişlerdir.

Stiglitz, etkin, düzenleyici ve denetleyici bir mekanizma kurulmadan yapılan finans ve sermaye piyasası liberalizasyonlarının krizlerin kaynağı olduğunu

⁵ Panicos Demetriades-S. Andrianova, "Finance and Growth: What We Know and What We Need To Know," **University of Leicester, Economics Department Discussion Papers**, No:03/15, Ekim 2003, s.11.

⁶ Aslı Demirgüç-Kunt - E. Detragiache, "Financial Liberalization and Financial Fragility," **IMF Working Papers**, No:98/93, Mayıs 1998, ss.1-8.

vurgulamış; finansal piyasaların bilgi edinme işlevi yüzünden diğer rekabetçi piyasalarla bir tutulamayacağını belirtmiştir.⁷

Sermaye piyasalarının liberalleştirilmesinin finansal gelişme üzerindeki etkisi olumlu olmakla birlikte, bu olumlu etki gelişmiş ülkelerde daha güçlüdür. Bunun nedeni gelişmiş ülkelerin ekonomik, sosyal ve hukuki alt yapılarının gelişmekte olan ülkelerekinden daha farklı olmasında yatmaktadır.

Sonuç olarak finansal liberalizasyonun finansal gelişme üzerindeki etkisi karışıktır. Örneğin Latin Amerika ülkelerinde finansal liberalizasyon süresince finansal derinlik düşmüştür.⁸ Bunun yanı sıra bazı finansal baskılama politikalarının, finansal gelişme üzerinde olumlu bir etkisi olduğu da görülmüştür. Örneğin Güney Kore’de, faizler deregüle edildikten sonra Kore’nin bankacılık sistemi bir kartel gibi hareket etmiş ve ödünç verme oranları üzerindeki ılımlı baskılar finansal aracılığı arttırmıştır.

Finansal liberalizasyon düzenleyici ve yapısal reformlarla desteklenmediği sürece ve özellikle bankaların çalıştığı kurumsal çatı gelişmediği sürece ülkelere maliyeti yüksek olacaktır. İyi regüle edilemeyen finansal sistemde bankaların batması, ödemeler dengesi krizleri kaçınılmaz sonuçlar olacaktır.⁹

Ülkelerin finansal açıdan gelişmesini etkileyen diğer bir faktör ise ülkelerin hukuki sistemleridir. La Porta-Lopez (1997) tarafından öne sürülen bu hipotez finansal sistemle hukuki sistemi ilişkilendirmiştir.

La Porta hukuki kaynakların finansal gelişme üzerindeki etkisini sermaye piyasalarının gelişimi üzerinde durarak incelemiş ve Kıta Avrupası hukuk sistemine (French civil law) sahip ülkelerin, Anglosakson hukuk sistemine sahip ülkelere oranla daha az gelişmiş sermaye piyasasına sahip olduklarını belirtmiş ancak bankacılık sektörünün gelişmesinde herhangi bir farklılık bulamamıştır. Anglosakson

⁷ J. E. Stiglitz, “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability,” **World Development**, Vol.28, No:6, Haziran 2000, ss.1075-1086.

⁸ Dilip K. Das, “Financial Liberalization In The Emerging Market Economies,” **Journal Of Asset Management**, Vol.4, No:3, Mart 2003, s.347.

⁹ Diego Valderrama, “Financial Development, Productivity and Economic Growth,” **FRBSF Economic Letter**, No:2003-18, Haziran 2003, ss.1-3.

hukuk sistemine sahip ülkelerde yatırımcılar daha çok korunmakta, yasaların uygulanması daha güçlü olmakta bu da finansal gelişmeyi olumlu etkilemektedir.¹⁰

Ancak hukuki sistemin finansal gelişmeyi belirlediğini kabul etmek ve buna uygun politikalar oluşturmak güçtür; çünkü hukuk sistemini de bir sürü faktör etkilemektedir. Yine de finansal sistemin daha etkin çalışabilmesini sağlayacak uygun bir hukuk sistemi tasarlamak finansal gelişme için önemlidir. Bunun yanı sıra etkin olmayan kamu bankalarının özelleştirilmesinin finansal gelişmeyi olumlu etkileyeceği düşünülmüş fakat bu husus ampirik olarak kanıtlanamamıştır.

Rajan ve Zingales'e (2003) göre bir ülkede finansal gelişmenin oluşabilmesi için iktidardaki elitlerin bu süreci kabul etmeleri gerekmektedir. Çünkü ülkeler hem ticaret hem de sermaye piyasaları anlamında dışa açık bir strateji uyguladıklarında rekabet artacak, finans ve ürün piyasaları gelişecek bu da bazı çıkar gruplarının (incumbents) rantlarını zedeleyecektir. Bu yüzden bu çıkar gruplarının finansal gelişmeye karşı olan tutumunu yok etmek için piyasaları dışa açmak gerekmektedir.¹¹

Finansal gelişme, ölçülmesi güç ve hazır verisi olmayan bir değişken olduğu için literatürde finansal gelişme sürecini takip etmek için birçok temsili değişken kullanılmıştır. Bunun yanı sıra tek bir gösterge bir ülkenin finansal gelişme sürecini açıklamakta yetersiz kalmakta bu süreci açıklamak için başka göstergelere de ihtiyaç duyulmaktadır.

Lynch (1996) geleneksel finansal gelişme göstergelerinin daha çok parasal büyüklüklere ve kredilere dayanmakta olduğunu ve bunların bir ülkenin finansal gelişmesinin ölçülmesinde yetersiz kaldığını, finansal gelişme göstergelerinin kredi aracılığını, finansal sistemin likidite ve risk yönetimi gibi karakteristik özelliklerini kapsamaması gerektiğini söylemiştir.¹²

¹⁰ Rafeal La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, "Law and Finance," **Journal Of Political Economy**, Vol.106, No:6, 1998, ss. 1151-1152.

¹¹ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, "The Great Reverseals: The Politics of Financial Development In The Twentieth Century," **Journal Of Financial Economics**, No:69, 2003, s.18,45.

¹² David Lynch, "Measuring Financial Development: A Selected Asia-Pacific Countries," **The Developing Economies**, Vol.34, No:1, 1996, s.3-6.

Finansal gelişme göstergeleri finansal gelişme sürecinin herhangi bir zaman diliminde bulunduğu dönemi yansıttığı için bu göstergelerdeki artış finansal gelişme olarak yorumlanabilir. Aşağıda sıralanacak göstergelerin bir çoğu ve benzerleri çeşitli ampirik çalışmalarda kullanılmıştır. Göstergelerin daha çok parasal büyüklüklere dayanması ise (M1, M2 gibi) geniş ölçüde erişilebilir olmalarından kaynaklanmaktadır.

-M1/GSYİH

Dar tanımlı para arzının gayri safi yurt içi hasılaya bölünmesiyle bulunmaktadır. Bu oran ekonomide işlem hacmini göstermektedir.

-M2/GSYİH

Geniş tanımlı para arzının gayri safi yurt içi hasılaya oranıdır. Bu oran paranın tasarruf aracı olarak kullanılma özelliğiyle ilgilidir ve finansal gelişmeyle birlikte artmaktadır.¹³

Ancak bu parasal büyüklükler M1 ve M2 finansal sistemin sağladığı işlem (transaction) hizmetiyle ilgili olduğu için finansal aracılardan fon aktarma sürecini yansıtamamaktadırlar ve finansal gelişme için zayıf göstergelerdir. Ayrıca M2, enflasyon olan ülkelerde ekonomideki parasallaşmayı gösteren bir ölçüdür. Bu yüzden araştırmacılar dar parasal büyüklüklerden geniş tanımlılara geçmişlerdir.

-M3/GSYİH

Bu oran ekonomideki en geniş para stokunun gayri safi yurt içi hasılaya bölünmesiyle bulunur ve finansal sistemin likit yükümlülüklerini barındırır. M3 göstergesinin zayıflığı, içinde hala M1'i barındırmasından kaynaklanmaktadır. Bu yüzden bazı çalışmalar yarı likit yükümlülükleri **M2-M1**'i veya **M3-M1**'i (Levine 1992) finansal gösterge olarak kullanmışlardır.

Geniş tanımlı para arzının bir finansal gösterge olarak kullanılmasını eleştiren bazı iktisatçılar da banka mevduat yükümlülüklerinin finansal gelişmeyi daha iyi temsil edeceğini düşünmüşlerdir. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde

¹³ A.e., s.7.

bankacılık dışında tutulan dolaşımdaki para geniş tanımlı para stoğunun önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Bu yüzden bu oranın gelire göre yüksek çıkması banka mevduatlarındaki miktarın arttığını değil, dolaşımdaki paranın yoğun olarak kullanıldığını gösterir.¹⁴

-Özel Sektöre Verilen Krediler

De Gregorio ve Guidotti (1995) özel sektöre verilen kredilerin M1, M2, M3 oranla finansal aracılığı daha iyi yansıttığını savunmuşlardır.¹⁵ Bu oran merkez bankası ve ticari bankalardan özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye bölünmesiyle bulunmaktadır. Bu oranın bir avantajı kamu sektörüne verilen kredileri ihmal etmesi ve finansal araçların özel sektöre fon aktarma sürecini yansıtmamasıdır. Aynı zamanda bu oran yatırımlarla ve ekonomik büyümeyle direkt ilgilidir.

Fakat bu gösterge de finansal gelişmeyi kısmen kapsamaktadır çünkü sadece bankacılık sektöründeki gelişmeyi göstermekte stok ve bono piyasalarını ihmal etmektedir. Halbuki bazı gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının önemi gün geçtikçe artmaktadır.¹⁶

Levine ve diğerleri (2000) son yaptıkları çalışmalarında bu oranı değiştirip geliştirmişlerdir. Şöyle ki, bu orandan merkez bankasınca verilen krediler çıkarılmış ve bu oran, özel sektöre mevduat bankaları ve diğer finansal kurumlar tarafından verilen kredilerin GSYİH'ye bölünmesi olarak değerlendirilmiştir.¹⁷

King ve Levine (1993) finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi arttırdığını ampirik olarak ispatladıkları ve geniş kabul gören çalışmalarında finansal gelişme için 4 gösterge kullanmışlardır. Likit yükümlülükler (**DEPTH**)→banka+banka dışı kesimin likit yükümlülükleri/GSYİH, bu oran finansal aracılığın derinliğini ölçmektedir. Banka (**BANK**)→ Banka Kredileri/Banka Kredisi+Merkez Bankası

¹⁴ Muhsin Kar, "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği," **Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt.2, No:2, 2001, s.158.

¹⁵ Cesar Calderon, Lin Liu, "The Direction Of Causality Between Financial Development and Economic Growth," **Journal Of Development Economics**, No:72, 2003, s.326.

¹⁶ Mohsin S. Khan, Abdelhak S. Senhadji, "Financial Development and Economic Growth: An Overview," **IMF Working Paper**, No: WP/00/209, 2000, s.5.

¹⁷ Thorsten Beck, Ross Levine, Norman Loayze, "Finance and The Sources of Growth," **Journal of Financial Economics**, No:58, 2000, s.267.

Kredisi, bu oran da bankaların merkez bankasına göre kredi dağıtmasındaki rolünü, özel (**Private**)→özel sektöre verilen krediler/Toplam Krediler, **PRIVY**→özel sektöre verilen krediler/GSYİH, bankacılık kesiminin gelişimini gösterir.¹⁸

Rajan ve Zingales (1998) finansal gelişmeyi ölçmek için, mevduat bankalarının yurt içi varlıkları+piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranını kullanmışlardır. Diğer bankacılık sektörünün gelişmesiyle ilgili göstergeler aşağıdaki gibidir.

-Ticari Bankaların Aktifleri/GSYİH: Bankacılık sektörünün büyüklüğünü gösterir.

-Bankacılık dışındaki finansal kurumların özel sektöre sağladığı krediler/GSYİH

Bankacılık sektörünün etkinliğini gösteren göstergeler:

-Genel Giderler (Overhead Costs): Bankanın genel giderlerinin bankanın toplam aktiflerine bölünmesiyle bulunur. Çok fazla gider israfı ve rekabet eksikliğini ifade eder.

-Net Faiz Marjı: Bankanın faiz gelirleri-faiz giderleri/Bankanın Toplam Aktifleri. Düşük faiz marjları, rekabeti ve etkinliği ifade eder.

Bunun yanı sıra, banka yoğunlaşma endeksi, kamu bankalarının ve yabancı bankaların aktiflerinin toplam aktiflere oranı da bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi ile ilgili göstergelerdendir.¹⁹

Finansal gelişme süreci sermaye pazarlarındaki gelişimi de kapsar. Sermaye piyasasının gelişimini gösteren birkaç gösterge aşağıdaki gibidir:

¹⁸ Robert G. King, Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right?," **The Quarterly Journal Of Economics**, Ağustos 1993, ss.720-721.

¹⁹ Aslı Demirgüç-Kunt, Ross Levine, "**Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons,**" **Financial Structure and Economic Growth**, Ed. By. Aslı Demirgüç-Kunt, Ross Levine, MIT Press, 2001, s.91.

-Piyasa Kapitalizasyon Oranı: Borsaya kayıtlı şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değerinin dolaşımdaki hisse senetleri sayısı ile çarpılarak bulunan şirket piyasa değeri toplamıdır. Bu toplam piyasa değerinin GSYİH'ye bölünmesiyle elde edilen değer, sermaye piyasasının büyüklüğünü gösterir.

-İşlem Hacmi (Value of Shares Traded)/GSYİH: Borsada belli bir süre boyunca el değiştiren hisse senetleri toplam değerinin (ulusal para birimi veya adet cinsinden) GSYİH'ye bölünmesiyle elde edilir.

-İşlem Görme Oranı (Turnover): Belli bir dönemde piyasada oluşan toplam işlem hacmi tutarının ortalama pazar kapitalizasyonuna bölünmesiyle bulunur ve piyasanın likiditesini ölçer.²⁰ Her iki oranda (işlem hacmi ve işlem görme oranı) piyasanın ne oranda likit ve etkin olduğunu gösterir.

-Faiz Oranları: De Gregorio ve Guidotti (1995) reel faiz oranlarının finansal aracılığı göstermekte zayıf olduğunu savunmuşlardır.. Çünkü reel faiz oranlarıyla ekonomik büyüme arasında U şeklinde bir ilişki vardır. Çok düşük ve negatif reel faiz düşük finansal aracılığı temsil etmesine rağmen çok yüksek reel faizler ülkenin kredibilite düşüklüğünü ve düşük yatırımları ifade eder.²¹

2.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki iktisat yazınında değişen yoğunluklarda tartışılmış ancak içsel büyüme modellerinin geliştirilmesiyle, bu ilişki tekrardan iktisatçıların ilgisini çekmeye başlamıştır.

Finansal sistem, tasarruflar ve yatırımlar arasında aracılık hizmeti sunar. Yatırımlar da ekonomik büyümenin önemli bir belirleyicisi olduğuna göre etkin ve gelişmiş bir finansal sistemin daha fazla tasarruf ve yatırım artışı sağlayacağı ve ekonomik büyümeyi arttıracacağı belirgin bir sonuçtur.

Yazında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalar üç konu üzerinde yoğunlaşmıştır.

²⁰ A.e., s.92.

²¹ Maxwell J. Fry, "In Favour Of Financial Liberalization," **The Economic Journal**, No:107, Mayıs 1997, s.763.

- Finansal aracılık mekanizmasının analizi ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisi.
- Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin analizi.
- Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ampirik olarak incelenmesi. (İçsel büyüme modelleri) ²²

Aşağıda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki kronolojik sıralamaya göre incelenecektir.

2.2.1. Geleneksel Yazın

19. yüzyılın klasik iktisatçıları, Bagehot'a (1873) kadar finansal aracılığın ekonomik büyümeyi açıklamada önemli bir unsur olabileceğini görememişlerdir. Bagehot, İngiltere'de finansal piyasaların tasarrufları, uzun dönemli likit olmayan yatırımlara hareketlendirerek (mobilize) yeni teknolojilerin uygulanmasını sağladığını belirtmiş ve finansal gelişmenin önemini ima etmiştir.²³

20. yüzyılın başlarındaki büyük depresyon, ilgiyi tekrardan finansal sistemle üretim arasında bir ilişki olabileceği üzerine çekmiş; Fischer (1933) ve o dönemin iktisatçıları (Veblen 1904, Hawtry 1926) büyük depresyondaki ekonomik çöküşü finansal piyasaların kötü performansına bağlamıştır.²⁴

20. yüzyılda finansal aracılık mekanizmasının ekonomik büyümeyi desteklediğini açıkça belirten ilk ekonomist Schumpeter'dir (1911). Schumpeter, finansal araçların, fonları ayırt ederek ve yöneterek, fonları yeni projelere yönlendirdiğini, kapitalizmin motorunu anlayabilmek için bankaların kredi yaratma

²² Muhsin Kar, Mehmet Tuncer, "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme," **Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:17, No:3, 1999, s.3.

²³ Aubhik Khan, "The Finance and Growth Nexus," **Business Review, Federal Reserve Bank Of Philadelphia**, Ocak 2000, ss.3-14.

²⁴ Mark Gertler, "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview; Comments," **Journal of Money Credit and Banking**, Vol.20, No:3, Ağustos 1988, ss.561-562.

mekanizmasını ve yenilik (innovation) kavramının önemini anlamak gerektiğini söylemiştir.²⁵

Keynesyen teoride ise üretimin belirlenmesinde finansal sisteme açık bir rol verilmemiştir. Keynes finansal öğelere önem vermiş ancak müritleri likidite teorisi üzerine yoğunlaşmışlardır.

Neoklasik teori ise yatırım ve tüketim davranışlarında finansa açık bir rol vermemiş hatta finansın nötr etkilere sahip olduğunu savunmuştur. Ne zaman ki yatırım ve tüketim davranışlarını analiz etmek için dönemler arası modeller kullanılmaya başlanmış, neoklasik teori, finans piyasalarını mükemmel varsaymaya başlamıştır.²⁶ Örneğin, Modigliani-Miller (1961) tam rekabetin ve mükemmel bilginin olduğu herhangi bir piyasa aksaklığının olmadığı, fiyatların her şeyi yansıttığı etkin bir piyasada reel ekonomik kararların finanstan bağımsız olacağını savunmuştur.

Gurley ve Shaw (1955) ile tekrardan finansal yapı ve reel faaliyet (activity) arasında bir bağ olabileceği görüşü ortaya çıkmıştır. Gurley ve Shaw, finansal aracılık mekanizmasına önem vermiş özellikle de para arzı yerine finansal araçların kredi arzı sağlamadaki rolü üzerinde durmuştur.

Gurley ve Shaw'a göre finansal araçlar, borçluların finansal kapasitesini artırır, yatırımcı ve tasarruf sahibi arasında fon akışı sırasında çıkabilecek engellerin üstesinden gelir ve bazı sınıf borçluların daha çok ve daha kaliteli kredi edinmesini sağlar.²⁷ Bunun yanı sıra finansal araçlar, ekonomi büyüdükçe biriken borçları yönetme yeteneklerinden ötürü reel sektörü baskılamaya çalışan verimsizlikleri önlerler.²⁸ Bu yüzden Gurley ve Shaw sadece self ve direkt finansmanın olduğu ve finansal araçların bulunmadığı bir ekonomide büyümenin yavaşlayacağını iddia etmişler ve ülkelerin finansal sistemlerinin gelişmesindeki

²⁵ Joseph A. Schumpeter, **The Theory Of Economic Development**, Cambridge, Harward University Press, 1934, s.111.

²⁶ Demetriades, Andrianova, **a.g.e.**, s.2.

²⁷ Gertler, **a.g.e.**, ss.563-564.

²⁸ Peter L Rousseau, Paul Wachtel, "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence From...", **Journal Of Money Credit and Banking**, Vol.30, No:4, Kasım 1998, s.658.

farklılıkların, ülkelerin ekonomik performanslarını açıklayabileceğini vurgulamışlardır.²⁹

Sonuç olarak birkaç iktisatçı dışında geleneksel yazında daha çok parasal varlıklar olarak algılanan finansal varlıkların reel etkilerinin olmadığı savunulmuş hatta bazı parasal büyüme modellerinde, paranın nötr etkilere sahip olmaktan öte yatırımları azaltacağına dolayısıyla denge büyüme koşullarında, kişi başına sermaye ve gelir miktarını daraltacağına inanılmıştır.

Örneğin Tobin'in parasal büyüme modelinde (1965, 1967) iki varlık vardır: Fiziksel sermaye ve reel para balansları. Genelde üretimin şoklara çok duyarlı olduğu az gelişmiş ülkelerde bireyler biriktirdikleri tasarruflarını para balanslarında tutarlar. Tasarrufların fiziksel sermaye stoğundan farklı yerlere yatırılması bu ülkeleri ekonomik büyümeyi arttıracak yatırım olanaklarından yoksun eder.³⁰

2.2.2. İlk Ampirik Çalışmalar

Cameron (1961) ve Gerschenkron (1962) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye tarihsel açıdan yaklaşmış ve Fransa'daki ekonomik büyümeyi, finansal gelişme sayesinde kredinin hareketlenmesi (mobilize) olarak değerlendirmişlerdir.

Cameron 19. yüzyılda Belçika'nın ve İskoçya'nın etkileyici bir biçimde büyümesini finansal piyasaların etkin çalışmasına bağlamıştır. Hicks (1969) ise İngiltere'deki sanayi devriminin sadece yeni teknolojik gelişmeler yüzünden değil, aynı zamanda finansal piyasaların sağladığı likidite ve risk dağıtımını gibi hizmetlerin bu teknolojilerin uygulanmasını sağladığı için yaşandığını belirtmiştir.³¹

Goldsmith'in (1969) yayınladığı kitaba kadar finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ülkeler için eş anlı incelenmemiştir. Goldsmith finansal gelişme değişkeni için finansal araçların varlıklarının GSYİH'ye oranını kullanarak

²⁹ John G. Gurley, E. S. Shaw, "Financial Aspects Of Economic Development," **The American Economic Review**, Vol.?, No:4, Eylül 1955, ss.518-519

³⁰ Gertler, **a.g.e.**, ss.564-568.

³¹ Jeremy Greenwood, Bruce D. Smith, "Financial Markets in Development, and The Development Of Financial Markets," **Journal Of Economics Dynamics and Control**, No:21, 1997, ss.145-149.

otuzbeş ülke için yaklaşık yüz yıllık dönemi kapsayacak bir analiz yapmış ve büyük bir ülke çoğunluğunda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir korelasyon bulmuştur.³² Ancak Goldsmith'in çalışmasının bir takım eksiklikleri vardır.

Bunlar:

- Sadece firmalar finansal aracılık yapmaz bu süreçte hükümetler ve hane halkı da aktiftir.

- Ekonomik büyümeyi finansal gelişme dışında etkileyen başka faktörler de vardır. Örneğin tasarruf eğilimi, beşeri sermayenin artması, nüfusun büyümesi, maliye ve para politikaları gibi.

- Nedensellik açık değildir. Yani finansal gelişme mi ekonomik büyümeyi sağlar? Yoksa ekonomik büyüme mi finansal gelişmeyi sağlamaktadır?³³ Sonraları Goldsmith geleneğinden gelen başka çalışmalar yapılmıştır. (Mc Kinnon1973, Shaw 1973)

2.2.2.1. Finansal Liberalizasyon

Mc Kinnon (1973,1991), Shaw (1973) ve Fry (1978,1988) finansal sistemlerin liberalize edilmesinin finansal derinliği arttıracığını ve finansal derinliğinde ekonomik büyümeyi hızlandıracağını savunmuşlardır. Mc Kinnon, Shaw hipotezi neoklasik yaklaşımın bazı düşüncelerine karşı çıkmakla birlikte özünde neoklasik yaklaşımın bir alt dalıdır.

Mc Kinnon, Shaw para ve finansal sistemin ekonomik büyüme için önemini vurgulayarak, para ile fiziki sermayenin arasındaki ilişkinin tamamlayıcı olduğunu savunarak, neoklasik görüşten ayrılmakta ama bir taraftan finansal sistem için

³² M.M.G. Fase, R.C.N. Abma, "Financial Environment and Economic Growth In Selected Asian Countries," **Journal Of Asian Economics**, No:14, 2003, s.11-15.

³³ Tapen Sinha, "The Role Of Financial Intermediation In Economic Growth: Schumpeter Revisited," **Economic Theory In The Light Of Schumpeter's Scientific Heritage**, Ed. By. S. B. Dahiya, V. Orati, India, Spellbound Press, 2001, ss.63-70.

hükümete nötr bir görev yüklemekle ve tam rekabet piyasa koşullarını kabul etmekle neoklasiklerle aynı paydayı paylaşmaktadır.³⁴

Bu hipotezin temelinde gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskılama politikaları yatmaktadır. Shaw (1973)'a göre kalkınma stratejisi adı altında uygulanan finansal baskılama politikaları finansal sistemi sığlaştırmaktadır. Finansal sığlık, finansal fiyatlarda yaratılan bozukluklardan kaynaklanmaktadır. Finansal sistemin sığ olduğu ülkelerde:

- Ekonomi, sermaye birikimi sağlayacak tasarruflar için hükümetin mali bütçesine ve uluslararası sermaye hesaplarına bağlıdır.

- Organize finansal sisteme, bankacılık hakimdir ve diğer finansal akımlar döviz veya gayri resmi (curb) piyasadan sağlanır. Bankacılık sistemi yüksek maliyetli ve yüksek karlı oligopoldür. Dövizlerden gelen fonlar ya kredi ya direkt yatırım ya da yardımlardır.

- Düşük faiz oranları yüzünden finansal varlıklar için talep az, birincil menkul kıymet (primary security) arzı da kredi tayinlaması yüzünden baskı altında tutulmaktadır.

- Sığ finansal piyasalarda ulusal para aşırı değerlenmekte bu da ihracatı ve tasarrufları düşürmekte, tüketimi ve ithalatı arttırmaktadır.³⁵

Mc Kinnon, Shaw 1960 ve 1970'lerde gelişmekte olan ülkelerde uygulanan ve finansal piyasaları sığlaştıran, faiz oranları üzerindeki tavanlara, ağır munzam karşılıklara, hükümetin negatif faiz oranlarında belli sektörlerle kredi vermesine ve hükümetin diğer kısıtlamalarını içeren finansal baskılama politikalarına karşı çıkmışlardır.

Mc Kinnon, Shaw modelinin özellikle üzerinde durduğu nokta, mevduat ve kredi oranlarına konulan tavanların negatif etkileridir. Nominal faizler üzerindeki

³⁴ Güven Sak, **Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation Of The Turkish Experience In The 1980's.**, 1.bs., Ankara, SPK Yayınları, No:22, Ekim 1995, ss.10-11.

³⁵ Edward S. Shaw, **Financial Deepening In Economic Development**, New York, Oxford University Press, 1973, ss.1-9.

tavanlar finansal derinliği azaltmakta dolayısıyla büyümeyi durdurmaktadır. Negatif veya düşük faiz oranlarına yol açan faiz tavanlarının iki önemli negatif etkisi vardır. Birincisi bu uygulama tasarrufları dolayısıyla formal piyasalardan elde edilebilecek olan ödünç verilebilir fonları azaltacaktır. İkinci etki ise düşük faiz oranları sermayenin marjinal ürün oranını negatif etkileyecek bu da yatırım fonlarının dağılımını verimsizleştirecektir. Yüksek rezerv oranları ve direkt kredi uygulamaları bu negatif etkileri daha da kötüleştirecektir.³⁶

Eğer ki faiz oranlarının kendi dengelerini bulması piyasa şartlarına bırakılırsa ya da faiz tavanları kalkacak olursa tasarruf etmeye ve yatırım yapmaya istek artacak, bu da yatırımın verimliliğini artırarak ekonomik büyümeyi sağlayacaktır.³⁷

Shaw ekonomik büyüme için gerekli olanın finansal liberalizasyon stratejisi olan finansal sistemin derinleştirilmesi olduğunu savunmuştur. Eğer finansal sistem liberalleştirilirse ve finansal fiyatlardaki bozukluklar ortadan kaldırılırsa, gelir ve servete göre tutulan finansal varlıklar artacak ve varlıkların nitelikleri gelişecektir. Bunun yanı sıra finansal piyasalarda vadeler uzayacak ve finansal varlıklar çeşitlenecektir. Finansal fonların ve stoğun artması sonucu finansal sistem derinleşecektir. Finansal derinlik arttıkça, finansal fonksiyonlarda ve kurumlarda, organize yurt içi piyasalarda uzmanlaşma artacaktır.³⁸

1970 ortalarında gelişmekte olan ülkelerin uygulamaya koyduğu finansal liberalizasyon politikalarının başlıca özellikleri şunlardır:

- Bankacılık sisteminde reformlar (yurt içindeki faiz oranlarının deregülasyonu). Faizlerin reel olarak pozitif hale getirilmesi, belli sektörlere negatif faiz oranlarında kredi verilmesinin kaldırılması.
- Sermaye hesabının çeşitli derecelerde dışarıya açılması. Döviz kurlarıyla ilgili düzenlemelerin (regulation) kalkması.
- Yurt içindeki sermaye piyasaları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması.

³⁶ Thomas Barnebeck Andersen, Finn Tarp, "Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LCDs," **Journal Of International Development**, No:15, 2003, ss.189-192.

³⁷ Maxwell J. Fry., "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?," **Journal Of Money, Credit and Banking**, Vol.10, No:4, 1978, ss.465-468.

³⁸ Shaw , a.g.e., ss.9-16.

Finansal liberalizasyonu savunan iktisatçılara göre, finansal liberalizasyon politikaları sayesinde yurt içindeki finansal piyasalar büyüyecek ve etkinleşecek, bankacılık ve bankacılık dışındaki kesimde rekabet artacak ve sermayenin maliyeti düşecektir. Bunun yanı sıra gelişmekte olan piyasalardaki finansal kurumlar yeni finansal know-how'ları, araçları, ürünleri ve teknolojileri benimseyeceklerdir. Finansal deregülasyonlar ve reformlar yapısal reformları ateşleyecektir. Finansal liberalizasyon şeffaflığı arttıracak, ters seçim ve ahlaki riziko problemlerini azaltacaktır. Ayrıca yurt içindeki firmalar global sermaye piyasalarına girebilecek, sermayelerinin maliyeti düşecek ve yatırımlar artacaktır.³⁹ Ancak firmaların dışardan borçlanması bir yandan yurt içindeki finansal piyasaların gelişimini ve yurt içindeki likiditeyi de azaltabilir.

Sermaye hesaplarının liberalleştirilmesi ise finansal kaynakların daha etkin dağılımını sağlayacaktır. Sermaye hesaplarının liberalleştirilmesiyle, ülkeler finansal sistem ithal edebilir; örneğin yabancı bankaların ülkede şube açması, ulusal bankacılık sisteminin büyümesine ve finansal yeniliklerin ortaya çıkmasına neden olup finansal sistemi geliştirebilir. Ancak bu durum ekonomik ve hukuksal alt yapıları gelişmiş olan sanayileşmiş ülkelerde daha çok gözlenmektedir.⁴⁰ Stiglitz (2000) ise sermaye hesaplarının liberalleştirilmesinin ne yurt içindeki yatırımlar ne de üretim veya reel değişkenler üzerinde bir etkisi olmayacağını savunmuştur.

2.2.2.2. Finansal Liberalizasyona Getirilen Eleştiriler

Finansal liberalizasyona karşı gelen ilk görüşler yapısalcılar tarafından ileri sürülmüştür. Yapısalcı okul, finansal liberalleşme savunucularının ortaya attığı varsayımları pek gerçekçi bulmamıştır. Yapısalcılara göre, finansal liberalleşmeyi savunanlar ülkelerin buldukları politik ve kültürel şartları göz önüne almamış ve güçlü bir şekilde bankacılık dışında kalan finansal sektörün verimsiz olduğunu düşünmüşlerdir.

Yapısalcı okul ise gelişmekte olan ülkelerde gayri resmi piyasaların önemli bir rol oynadığını savunmuştur. Taylor (1983) gayri resmi (curb) piyasaların,

³⁹ Das, a.g.e., s.349.

⁴⁰ Michael Klein, Giovanni Olivei, "Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth", **NBER Working Paper**, No:7384, Ocak 1999, s.1-5.

munzam karşılıkları nedeniyle finansal aracılık sisteminde sızıntı yaratan bankacılık sisteminden daha rekabetçi olduğunu savunmuştur.⁴¹

Yapısalcılar reel mevduat faiz oranlarındaki artışın gayri resmi piyasada da bir faiz artışına neden olacağına ve bankaların sermaye için daha agresif rekabet edeceğini, dolayısıyla fonların zorunlu karşılığın bulunmadığı bu piyasalardan zorunlu karşılığın bulunduğu bankalara yöneleceğini ve toplam borç verilebilir fon arzının azalacağını savunmuşlardır. Sonuç itibarıyla finansal liberalizasyon toplam arzı daraltarak stagfasyona neden olacaktır. Bu yüzden faiz tavanlarına dokunulmamalı ve gayri resmi piyasalardaki aracılık sürecine karışılmamalıdır.⁴²

Neo-yapısalcılar dışındaki bir grup iktisatçı da reel faiz oranlarındaki artışların tasarruflar, yatırımlar ve büyüme bağlamında iktisadi sorunlara yol açabileceğini savunmaktadır (Morrisset (1993), Gupta ve Lensink (1986), Snowden (1987), Akyüz (1991)).⁴³

Reel faiz oranlarındaki artış, faktör maliyetleri, borç verilebilir fonlar ve toplam tasarruflar üzerinde olumsuz etkiler yaratarak toplam arzı geriletebilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde pozitif reel faiz politikasının yatırım maliyetlerini yükselttiği, karlılığı düşürdüğü ve nihayetinde üretim hacmini daraltıp milli gelir artış hızı üzerinde baskı oluşturduğu gözlenmektedir.

Başka bir eleştiri Latin Amerika'da yaşanan başarısız finansal liberalizasyon deneyimlerinden doğmuştur. Stiglitz (1994) finansal piyasaların kendi öznel koşullarından kaynaklanan eksik bilgi üzerinde durarak, finansal liberalizasyon ertesinde yüksek yurt içi faiz oranlarının kredi piyasalarında ters seçim, ahlaki riziko gibi problemlere yol açtığını belirtmiştir.⁴⁴

Finans ve sermaye piyasaları mal ve hizmet piyasalarından farklıdır, çünkü bu piyasalarda bilgi işlem görür. Bilgi edinme hizmetinin tam yerine getirilememesi,

⁴¹ John Thornton, "Financial Deepening and Economic Growth In Developing Countries", **Economia Internazionale**, Vol.48, No:3, Ağustos 1995, s.424.

⁴² Thomas J. Cunnigham, "A Liberal Discussion Of Financial Liberalization," **Economic Review- Federal Reserve Bank Of Atlanta**, Vol.76, No:6, Aralık 1991, ss.1-5.

⁴³ Sevinç Mihçı, "Finansal Serbestleşme ve Derinleşmenin Tasarruflar, Yatırımlar ve İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri:Türkiye Örneği" (Basılmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üni. Sosyal Bilimler Ens.), Haziran 1999, ss.80-96.

⁴⁴ Panicos O. Demetriades, Kul B. Luintel, "Financial Restraints In the South Korean Miracle," **Journal of Deveopment Economics**, Vol.64, 2001, s.461.

bilgi edinmenin sabit bir maliyeti olması, bilginin kamu malı özellikleri taşıması ve tüm uğraşlara rağmen tam olarak elde edilememesi finansal piyasaların etkin çalışmasını önlemektedir. Etkin çalışmayan bir piyasada kredi hacmi, faiz oranı veya fiyatlara bağlı olmamakta ve fiyat bu durumda kaynakları en etkin şekilde tahsis etme işlevini yerine getirememektedir.

Mc Kinnon, Shaw'ın örtük olarak kabul ettiği tam rekabet piyasasında finansal aracılığın finansal liberalizasyonla artacağı tezi yıkılmaktadır. Çünkü mükemmel bilgidен yola çıkan tam rekabet piyasalarının standart sonuçları finansal piyasalar için uygulanamamaktadır.

Piyasalarda tam rekabet koşulları yoksa, başarısızlıklar varsa finansal liberalizasyon ekonomik büyümeyi artırıcı fonksiyonunu yerine getiremeyecek aksine spekülâtif gelişmelere yol açacaktır (Akyüz, 1993).⁴⁵

Stiglitz asimetrik bilginin bulunduğu ve bunun beraberinde getirdiği kredi tayinlemesinin var olduğu finansal piyasalarda, finansal liberalizasyonun refah düzeylerinde iyileşmelere neden olma olasılığının çok düşük olacağını belirtmiştir.⁴⁶ Bundan dolayı kamu mallarının, dışsallıkların bulunduğu ortamda hükümetler piyasaya müdahale ederek piyasaların daha düzgün çalışmasını sağlayabilirler.

Stiglitz bazı finansal kısıtlamaların, örneğin mevduat üzerindeki faiz tavanlarının kar marjlarını belli limitlerde tutsa da ahlaki riziko ve tersi seçim gibi sorunları azaltacağını savunmuştur.⁴⁷ Bunun yanı sıra Stiglitz, kredilerin dış ticarete veya yüksek teknolojiye yatırımlara yönlendirilmesinin büyümeyi arttıracığını savunmuştur.⁴⁸

Demetrides ve Luintel (1996) ödünç verme oranları üzerine konulacak hafif düzeyde tavanların finansal derinlik üzerinde olumlu etki yaratabileceğini ve ekonomik büyümeyi arttıracığını savunmuştur. Yine aynı iktisatçılar başka bir

⁴⁵ Selim Soydemir, **Türkiye'de Finansal Fon Akımları**, Ankara, SPK Yayınları, No:122, Temmuz 1998, ss.6-12.

⁴⁶ Das, **a.g.e.**, s.350.

⁴⁷ Thomas Barnebeck Andersen, Finn Tarp, "The Impact Of Financial Liberalization Policies On Financial Development: Evidence From Developing Countries," **International Journal Of Finance And Economics**, Vol.7, 2002, ss.109-113.

⁴⁸ Panicos O. Demetriades, Kul B. Luintel, "Financial Development, Economic Growth And Banking Sector Controls: Evidence From India," **The Economic Journal**, Vol. 106, Mart 1996, ss. 359-374.

çalışmalarında, reel faiz oranlarının uzun dönemde finansal derinlik üzerinde bir etkisi olmadığını ve faiz oranlarının finansal gelişme için önemli bir belirleyici olmadığını savunmuşlar; diğer finans politikalarının (örneğin şube genişlemesi (branch expansion) gibi) finansal gelişmeyi olumlu etkileyebileceğini düşünmüşlerdir.⁴⁹

2.2.3. İçsel Büyüme Modelleri

İçsel büyüme modelleri, neoklasik büyüme modellerine bir tepki olarak çıkmış ve geleneksel büyüme teorilerinin ülkelerin uzun dönemli büyüme performanslarındaki farklılıkları açıklamakta yetersiz kaldığını savunmuştur.

Solow (1957) tarafından geliştirilen neoklasik büyüme modellerine göre büyüme, aktif nüfusun büyüme oranıyla teknolojik büyüme oranının toplamına eşittir. Modele neoklasik denmesinin nedeni ise tam rekabet koşullarını, üretim faktörlerine marjinal verimliliklerine göre ödeme yapılmasını, tam istihdamı ve değişen sermaye çıktı oranını kabul etmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca bu modellerin üretim fonksiyonlarında, azalan marjinal verimlilik ve ölçeğe göre sabit getiri varsayımı yapılmaktadır.⁵⁰

Neoklasik büyüme modellerinde, kalıcı bir büyüme sağlanması için gerekli olan koşul teknolojik gelişmedir. Teknolojik gelişme olmaksızın tasarruf oranındaki artış, sermaye stoğunu ve yatırımları artırarak bir süre için büyümeyi arttırabilir ancak sermayeye göre azalan getiri durumuna girildiğinde büyüme duracaktır. Bu yüzden uzun dönemde ülkeler teknolojik gelişme oranında kişi başına büyüme gösterirler.⁵¹

Yine neoklasik büyüme modellerinde, politika değişikliklerinin ve ekonomik kararların büyüme oranını durağan duruma geçiş sürecinde geçici olarak arttırabileceğini ancak uzun dönemde büyüme oranında herhangi bir etkisi

⁴⁹ Panicos O. Demetriades, Kul B. Luintel, "Banking Sector Policies And Financial Development In Nepal," *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*, Vol.58, No:2, 1996, ss.355-369.

⁵⁰ İlker Parasız, *Modern Büyüme Teorileri, Dinamik Makro Ekonomiye Giriş*, 1.bs., Bursa, Ezgi Kitapevi Yayınları, 1997, ss.82-134.

⁵¹ Charles I. Jones, *İktisadi Büyümeye Giriş*, Çev.Sanlı Ateş, İsmail Tuncer,1.bs., İstanbul, Literatür Yayınları, 2001, ss.39-40.

olmayacağı kabul edilmiştir.⁵² Teknoloji neoklasik teörinin bir parçası olmasına rağmen, model dışı bırakılmıştır. Teknolojik gelişmeler g oranında bir sabit kabul edilmekte ve ekonomiler arasındaki teknolojik farklılıklar açıklanamamaktadır.

Neoklasik büyüme modellerinin bir başka öngörüsü de uzun dönemde ülkelerin kişi başına milli gelir seviyelerinin birbirine yaklaşacağı, dolayısı ile ülkeler arasında mevcut refah seviyesi farklılıklarının kendiliğinden ortadan kalkacağıdır. Ancak veriler böyle bir yakınlaşmanın olduğunu göstermemektedir.⁵³ Daha sonra eleştirilere yönelik olarak modellere beşeri sermaye eklenmiştir ancak bu da fazla bir anlam ifade etmemiştir.

Romer'in (1986) "Increasing Returns and Long Run Growth" isimli makalesinde ilk defa içsel büyüme modelleri ortaya atılmıştır. Bu yeni teoride neoklasik üretim fonksiyonu yerine, artan verimlere dayalı üretim fonksiyonu kullanılmıştır. Bu varsayım altında yatan yatırım ve üretim sürecinde sadece fiziksel ürünün değil yeni üretim bilgisinin de ortaya çıkmasıdır. Bir yan ürün olarak ortaya çıkan bilgi sadece o şirket için değil ekonominin genelinde verimlilik artışı sağlamaktadır.⁵⁴

Yukarıda da belirtildiği gibi içsel büyüme modellerinin en büyük varsayımı sermayenin sabit ya da artan getirisinin olabileceğidir. Bunun birçok nedeni vardır. Temel düşünce insanlara ve makinelere yapılan yatırımların pozitif dışsallıklar yaratmasıdır. Başka bir deyişle, yatırımlar sadece yatırım yapılan firmanın ve çalışanın verimlilik kapasitesini geliştirmekle kalmamakta, aynı zamanda diğer ilgili firmaların ve çalışanların da verimlilik kapasitesini arttırmaktadır.⁵⁵

Örneğin bir firma fiziki sermaye stoğunu arttırdığında aynı zamanda nasıl üreteceğini de öğrenir (Yaparak öğrenme modeli). Bunun işgücüne pozitif katkısı nedeniyle ekonomideki diğer firmalar da bundan faydalanır. Bilgi birikiminin bir kamu malı olarak kabul edilmesi durumunda bir firmanın yatırım yapması kamu malının miktarını attırır. Sonuç olarak firma, sermayenin azalan getirisiyle karşılaşacakken,

⁵² A.e.

⁵³ Murat A. Yülek, "İçsel Büyüme Teorileri, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Kamu Politikaları Üzerine," *Hazine Dergisi*, Sayı:6, Nisan 1997, ss.1-3

⁵⁴ A.e.

⁵⁵ Anders Isaksson, "Financial Markets, Economic Growth and Poverty", (Çevrimiçi) <http://www.sida.se/Sida/articles/9100-9199/9130/findev.pdf>, 10 Mart 2003.

pozitif dışsallıkların işgücü verimliliğine etkisiyle sermayenin sabit ya da artan getirisi söz konusu olacaktır.⁵⁶ Üretimdeki girdiler bu şekilde azalmadığı takdirde ekonomi nüfusun büyüme oranından ve dışsal olan teknolojik gelişme oranından bağımsız olarak devamlı büyüyebilir.

İçsel büyüme modellerinin diğer bir yeniliği, teknolojik ilerlemeyi neoklasik modellerin aksine “cennetten gelen meyve” olmaktan çıkarması ve bireylerin yeni bilgiler peşinde koşmalarının sonucunda açığa çıkan yeni bilgilerin ve karların bir bölümünün el koymaları sonucu gerçekleştiğini savunmasıdır. Yani bu modellerde teknoloji içselleştirilmiştir.⁵⁷ İçsel büyüme modellerini neoklasik büyüme modellerinden ayıran bir başka özellik ise devlet müdahalesine olumlu bakmasıdır. Dışsallıkların varlığı göz önüne alındığında kaynaklar bireysel optimumlar yerine merkezi planlamaca tahsis edilirse büyüme oranı daha yüksek olacaktır.

Optimal büyüme için devlet müdahalesinin gerekli olmasının nedeni modellerde özel ve toplumsal getirilerin farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Bunun yanı sıra bu modeller neoklasik teorinin aksine yakınsıma öngörüsüne de karşı çıkmışlardır. Yani gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelerle arasındaki farkı kapatması için aktif politikalar izlemesi gerekmektedir. Örneğin öğrenme potansiyelinin en yüksek olduğu beşeri sermaye yoğun sektörlerle yatırım yapılması gibi.⁵⁸

Sonuç olarak içsel büyüme modelleri bilgi birikimine ve beşeri sermayeye önem vermiştir. Bazı büyüme modelleri rekabetçi mekanizmayı esas alsa da bir çoğu artan getiriler üzerine ve eksik rekabet koşullarında oluşturulmuştur. Belli başlı içsel büyüme modelleri aşağıdaki gibidir.

- Romer (1986) Yaklaşımı: Romer bilgi birikimini esas almıştır. Romer, yaparak öğrenme fikrini kullanarak, üretim ve yatırım sürecinde yan ürün olarak ortaya çıkan teknik bilginin yeni üretimde bir nevi girdi olarak kullanılmasının, yeni üretimin daha az maliyetli ve daha yüksek kalitede olmasını sağlayacağını savunmaktadır. Ayrıca bilgi taşınmalarla diğer firmalara da ulaşmaktadır. Bilgi

⁵⁶ Kar, Tuncer, **a.g.e.**, s.10.

⁵⁷ Jones, **a.g.e.**, ss.114-115.

⁵⁸ Yülek, **a.g.e.** s.2.

sermaye stoğu, bilimsel yöntemdeki gelişmelerle artmakta ve bu şekilde reel GSMH'de artmaktadır.

Bilginin göstergesi sermaye stoğudur. Bir ülkede önceden ne kadar yatırım yapılmışsa dolayısı ile sermaye stoğu ne kadar büyükse o kadar ekonomik bilgi üretilmiş olacaktır. İnsanlar doyumsuz arzularını karşılamak için kar ve buluş peşinde koştukları sürece ekonomik büyüme süreci devam edecektir.

- Barro Yaklaşımı: Ekonomik büyümenin diğer bir kaynağını kamusal mallar ve haberleşme ağı, enformasyon hizmeti vb. alt yapı oluşturmaktadır. Bu alt yapı yatırımları özel sermayenin prodüktivitesini attırmakta ve firma için dışsal bir üretim faktörü oluşturmaktadır. Firma, sermayesini attırdığında üretimini arttıracak ve alt yapı harcamalarını da arttıracaktır.⁵⁹

- Lucas Yaklaşımı: Beşeri sermaye, fiziksel sermaye gibi üretim faktörlerinden biri sayılmaktadır. Büyüme formasyon süresiyle ve beşeri sermaye stokuyla oransal olduğu farz edilen beşeri sermaye birikiminin sonucudur. Beşeri sermayenin zengin olduğu ortamda prodüktif sistem daha etkin şekilde işler.

- Ar-Ge Yaklaşımı: Bu model ekonomik büyümede bilgilerin ve malların farklılaşması üzerinde durmaktadır.⁶⁰

2.2.3.1. Finansal İçsel Büyüme (FİB) Modelleri

FİB Modelleri, Mc Kinnon - Shaw modelinin reel ve finansal değişkenler arasındaki ilişkiyi açık bir şekilde modelleyemediği düşüncesiyle ortaya çıkmıştır. FİB modelleri içsel finansal yapıları içsel büyüme modellerinin içine katmıştır. Daha açık bir ifadeyle içsel büyüme modelleri, finansal gelişmenin uzun dönem büyüme oranını belirleyen bazı faktörler arasında sayılması için alt yapı oluşturmuştur.

FİB modelleri, daha çok finansal araçların sundukları özgün hizmetler üzerinde durmuştur. Bu yüzden finansal piyasaların diğer piyasalardan farklı olarak sunduğu hizmetleri açıklamakta yarar vardır. Finansal piyasaların en ayırt edici özelliklerinden biri, bu piyasalarda belirsizlik ve riskin önemli bir değişken olmasıdır.

⁵⁹ Parasız, a.g.e., ss.129-134.

⁶⁰ Parasız, a.g.e., ss.129-134.

Levine finansal piyasada iki türlü risk bulunabileceğini söylemiştir. Bunlar: Likidite riski ve idiosyncratic (özel, kendine özgü) risktir. Asimetrik bilginin varoluşu ve işlem maliyetleri, likidite riskini daha da artırmaktadır. Örneğin bazı yüksek kazançlı uzun dönemli yatırımlara, yatırımcılar katılmak istemeyebilir ve bu yüzden yüksek kazançlı yatırımlar da daha az yatırım oluşur. Sermaye piyasaları sundukları likit finansal araçların (hisse senedi, bono) uzun dönemli likit olmayan sermaye yatırımlarına dönüşmesini sağlar. Bu sayede hem likidite riski azaltılmış olur hem de uzun dönemli katılım gerektiren sermaye yatırımlarına likidite sağlanmış olur.⁶¹ Bunun yanı sıra bankalar da tasarruf sahiplerine likit mevduatlar sunarak ve hem likit, getirisi az hem de likit olmayan, getirisi yüksek olan yatırımları üstlenerek likidite riskini yok eder ve ekonomik büyümeye katkıda bulunur.

Finansal sistem sadece likidite riskini azaltmak dışında diğer riskleri de (bireysel projelerin, firmaların, endüstrilerin) finansal araçları sayesinde dağıtarak, çeşitlendirerek azaltır. Finansal araçlar, yatırımcıların tasarruflarını değişik yatırım olanaklarına dağıtarak yüksek getirili projelerden oluşan portföyler oluşturur.⁶²

Bireysel tasarruf sahiplerinin, firmalar, yöneticiler ve piyasanın konumu hakkında bilgi edinmesi maliyetli ve zordur. Finansal araçlar bilgi edinme işlemini, tek tek birimlerin bilgi edinmelerine gerek bırakmayarak bütün üyeleri için üstlenir ve toplam maliyeti azaltır. Aynı zamanda yatırım olanakları hakkında bilgi edinme işlemini kolaylaştırarak kaynak dağılımını geliştirir.⁶³ Finansal araçların güven veren firmaları ve yöneticileri seçmekte daha iyi olması, sermayenin daha etkin dağılımını sağlar ve ekonomik büyümeyi hızlandırır.

Finansal kontratlar, piyasalar, araçlar bilgi edinme maliyetini düşürdükleri gibi gözetim maliyetini de bütün tasarruflar adına yaparak düşürürler bunun yanı sıra sağlanmış olan fonların yerli yerinde kullanılıp kullanılmadığını da denetlerler. Denetimi desteklemeyen finansal düzenlemeler, tasarrufların hareketlenmesini (mobilize) ve sermayenin karlı yatırımlara fonlanmasını engeller. Bunun tam tersi ise, yani denetimi destekleyen finansal düzenlemeler, sermayenin etkin dağılımını sağlayarak sermaye birikimini hızlandırır.

⁶¹ Ross Levine, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," **Journal of Economic Literature**, Vol.35, No:2, 1997, ss.688-726.

⁶² A.e.

⁶³ A.e.

Finansal piyasalar ve kurumlar farklı tasarruf sahiplerinden aldıkları fonları toplulaştırarak ödünç verilmesi için hazır duruma getirirler. Bu sayede hem hane halkı hem de firmalar için doğacak dış finansman işlem maliyeti düşer. Tasarruf sahipleri fonlarını finansal kuruma yatırmakla, ödünç alanı izlemenin maliyetinden kurtulur; firmalar da finansal kurumlara giderek tasarruf sahipleriyle kontak kurma maliyetinden kurtulur.⁶⁴ İşlem maliyetini düşüren finansal düzenlemeler ihtisashlamayı arttıracak, teknolojik yenilikleri özendirerek ekonomik büyümeyi destekleyecektir.

Bunun yanı sıra finansal piyasalar fonların akışkanlığını arttırarak iktisadi birimler arasındaki ilişkilerin hızlanmasını, etkinleşmesini ve dolayısıyla iktisadi faaliyetlerin artmasını sağlar.⁶⁵

Sonuç olarak iyi çalışan bir finansal sistem yukarıda anlatılan hizmetleri sağlayarak gelişecek; hem yatırımları arttırarak hem de kaynakların en etkin şekilde kullanılmasını sağlayarak ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır.

Basit bir içsel büyüme modeline göre finansal gelişme ekonomik büyümeyi üç şekilde etkileyebilir:

$$g=A\phi s-\delta.$$
⁶⁶

g:durağan durum büyüme oranı.

A:Sermayenin verimlilik oranı.

S:Tasarruf oranı.

δ :amortisman payı.

⁶⁴ Khan (Aubhik), **a.g.e.**, ss.3-14.

⁶⁵ Sevinç Mihçı, "Finansal Serbestleşme ve Derinleşmenin Tasarruflar, Yatırımlar ve İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri:Türkiye Örneği" (Basılmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üni. Sosyal Bilimler Ens., Haziran 1999), ss.49-51.

⁶⁶ Kotaro Tsuru, "Finance And Growth, Some Theoretical Considerations, and A Review Of The Emprical Literature," **OECD Economics Department Working Papers**, No:228, 2000, s.7.

- İlk olarak finansal gelişme, sermayenin verimlilik oranını (A) arttırarak ekonomik büyümeyi sağlar. Etkin bir finansal sistem fonları marjinal ürünü en yüksek olan projelere dağıtacak ve kaynak dağılımını etkinleştirecektir. Sermayenin etkin dağıtılması hem sermayenin verimliliğini dolayısıyla da ekonomik büyümeyi arttıracaktır.

- En karlı projenin seçilmesi için diğer alternatif projeler gözlemlenecek bu da belli bir maliyet gerektirecektir. Finansal aracılık sürecinde bu maliyetlerin (ϕ) azalması daha çok tasarrufun yatırıma aktarılmasını sağlayacak ve ekonomik büyümeyi arttıracaktır.

- Tasarruf (s) oranının arttırarak ekonomik büyümeyi sağlar.

Finansal gelişmenin sermayenin verimliliğini arttırmasıyla ilgili olarak birçok çalışma yapılmıştır.⁶⁷ Greenwood ve Jovanovic'in (1990) kurdukları modelde iki tip teknoloji vardır. Bu teknolojilerden birisi az getirili risksiz, diğeri ise riskli yüksek getirili teknolojidir. Riskli teknolojinin getirisi rastlantısal şoklar nedeniyle dalgalanabilmektedir. Finansal araçlar gözetleme, bilgi edinme ve riski dağıtma gibi fonksiyonlarıyla portföyleri en iyi şekilde yöneterek projeye özgü şokları engelleyebilirler. Bu şekilde finansal araçlar kaynakları en yüksek getiriye sağlayacak şekilde dağıtarak sermayenin verimliliğini arttırırlar, finansal aracı kullanmayan bireyler ise uygun teknolojiyi seçmekte zorlanacaklardır. Diamond ve Dybing (1983) çalışmalarında, bankaların likidite yönetimi konusundaki rolüne önem vermişler ve bankaların likit fonları uzun dönemli yatırımlara aktararak reel sektörün performansını geliştirdiğini savunmuşlardır.⁶⁸

Bencievenga ve Smith'in modellerinde ise finansal araçlar özellikle bankalar riskten kaçınan iktisadi birimlerin tasarruflarını üretken olmayan likit varlıklar olarak elde tutmasını ve yatırıma dönüşmüş tasarrufların da üretken hale gelmeden likite dönüşmesini engelleyerek sermaye malı üretimini arttırırlar.⁶⁹

King ve Levine (1991) menkul kıymet piyasalarının, portföy çeşitlendirmesi ve likidite yönetimi gibi rolleri üzerinde durmuştur. Hisse senedi piyasalarında

⁶⁷ A.e.

⁶⁸ A.e.

⁶⁹ Valerie R. Bencievenga, Bruce D. Smith, "Financial Intermediation and Endogenous Growth," *The Review Of Economic Studies*, Vol:58, No:2, 1991, ss.195-197.

yatırımcılar likidite problemleriyle karşılaştıklarında hisselerini satarak ve kendilerine uygun portföyü oluşturarak risklerini çeşitlendirmektedirler.⁷⁰ Dolayısıyla hisse senedi piyasaları, sermayenin üretkenliğini bu şekilde artırarak büyümeyi geliştirir. Hisse senedi piyasalarının portföy çeşitlendirmesi yoluyla büyümeyi artırıcı başka bir yanı da firmalar için sektörel şoklardan doğacak riskleri azaltarak üretimde firmaların ihtisaslaşmasını sağlamaktır. Daha çok ihtisaslaşma sermayenin üretkenliğini arttıracak ve uzun dönemli büyümeyi sağlayacaktır.

King ve Levine'in yaptıkları başka bir çalışmada da, finansal aracılar, yatırımcıların ve kamunun, bireysel projelerin niteliği hakkında bilmedikleri bilgiyi toplayarak bilgi avantajı kazanmaktadır. Bu bilgi avantajı, finansal aracılardan fonları daha teknolojik ve verimli alanlara yatırım yapmasını sağlayarak büyümeyi arttırmaktadır.⁷¹

Beck, Levine, Loayze (2000) yeni ekonometrik teknikler kullanarak yaptıkları ampirik çalışmalarında iyi işleyen finansal aracılardan ülke ekonomisindeki kaynak dağılımını iyileştireceğini ve toplam faktör verimliliğini artırarak uzun dönemli büyümeyi sağlayacağını savunmuşlardır.⁷²

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi sağlayabileceği diğer bir kanal tasarrufların daha etkin bir şekilde yatırıma dönüştürülmesidir. Finansal aracılardan tasarrufları yatırıma aktarırken kaynakların bir kısmını $(1-(\phi))$ sağladıkları hizmetin bir mükafatı olarak absorbe ederler. Bu sistemin iyi işlemesi için kaçınılmazdır. Ancak bu kesintiler monopol gücünden, kurallardan veya başka nedenlerden ötürü yüksek oranlarda verimsiz olarak yapılırsa ve verimsiz alanlarda harcanırsa kaynak kaybı büyümeyi azaltır.

Buna en iyi örnek gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskılama politikalarıdır. Bu ülkelerde hükümetler, finansal sistemi baskılayarak enflasyon vergisiyle senyoraaj geliri elde eder ve bu geliri kamu harcamasında kullanırlar. Eğer hükümetler finansal gelişmeye izin verirlerse (likit olmayan varlıktan, likit olana geçme sürecinde işlem maliyetinin azaltılması) bireylerin para taşıma ihtiyacı

⁷⁰ Tsuru, a.g.e., s.8.

⁷¹ Robert G. King, Ross Levine, "Finance, Entrepreneurship, And Growth: Theory And Evidence," *Journal Of Monetary Economics*, Vol.32, No:3, ss.513-542.

⁷² Beck, Levine, Loayze, a.g.e., ss. 261-270.

azalacak böylece enflasyon vergisi düşecek ve hükümetin senyoraj geliri toplama seçeneği kalmayacaktır. Gelişmiş bir finansal sistem hem GSYİH'nin düzeyini hem de sermayenin marjinal ürününü olumlu etkileyecektir.⁷³

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkileyebileceği diğer kanal ise tasarruflardır. Finansal gelişme tasarrufları; idiosyncratic (kendine özgü) riski, kazanç oranı riskini, faiz oranlarını ve likidite sınırlamalarını etkileyerek değiştirebilir. Finansal gelişmenin azaltacağı iki tür riskin tasarruf oranı üzerindeki etkileri farklı olabilmektedir.

Örneğin Devereux ve Smith (1994) global risk paylaşımının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemiş ve ülkenin kendine özgü risklerinin uluslararası sermaye piyasalarıyla paylaşımının, tasarruf oranlarını ve ekonomik büyümeyi azalttığını görmüşlerdir. Finansal gelişme için örneğin finansal baskılama politikalarının kaldırılması faiz oranlarını arttırabilir ancak faiz oranlarının tasarruf üzerindeki etkisi gelir ve ikame etkileri yüzünden belirsizdir. Pagano'ya (1994) göre tüketici kredilerinin ve ipotek (mortgage) piyasalarının liberalize edilmesiyle ortadan kalkacak likidite kısıtlamaları, tasarruf oranlarını azaltabilir şöyle ki likidite kısıtlamalarının ortadan kalktığı yerde genç nesil daha az tasarruf edecektir.⁷⁴ Netice olarak finansal gelişmenin tasarruf oranları üzerindeki etkisi belirsizdir. Bu belirsiz tasarruf etkisi yüzünden, bazen finansal gelişme ekonomik büyümeyi azaltabilir.

Sonuç olarak FİB modelleri finansal gelişmenin ekonomik büyümeye öncülük ettiği varsayımı kabul edilerek geliştirilmiştir. Finansal piyasalar, finansal araçların sağladığı özgün hizmetler (risk dağıtma, çeşitlendirme, etkin bilgi toplama vb) sayesinde gelişerek hem sermaye yatırımlarının miktarını hem de verimliliği arttırarak uzun dönemde ekonomik büyümeyi sağlayacaktır.

FİB modelleri Mc Kinnon, Shaw modeline göre metodolojik olarak daha ileri de olsa bu modellerin de bir takım zayıflıkları vardır. FİB modelleri tam rekabetin olduğunu ve bilginin anlaşmazlıkları isteklendiren yapısı olmadığını kabul

⁷³ Nouriel Roubini, Xavier Sala-I-Martin, "Financial Repression And Economic Growth," **Journal Of Development Economics**, Vol.39, 1992, ss.5-9.

⁷⁴ Tsuru, a.g.e., ss.8-9.

etmişlerdir. Ancak bilginin yapısı asimetrik bilgiyle karmaşıklaşınca, finansal gelişmeyle ekonomik büyüme arasındaki birinci dereceden ilişki bozulmaktadır.

Bilgi simetrik olduğunda merkezi olmayan (decentralized) fiyat sistemi kaynak dağılımını etkinleştirecek ancak asimetrik bilginin olduğu ortamda merkezi olmayan fiyat sistemi engellenmiş (constrained) pareto optimumla sonuçlanacaktır.⁷⁵

Finansal piyasaların öznel yapısından kaynaklanan ve gözlemlenen asimetrik bilgi, belirsizlik, piyasa aksaklıklarının kredi tayinlaması gibi yansımaları, bilginin kamu malı özellikleri taşıması ve bilginin edinilmesinin maliyetli olmasından kaynaklanan çeşitli piyasa başarısızlıkları nedeniyle finansal piyasalar tüm işlevlerini etkin bir şekilde yerine getiremez.

2.2.4. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü hakkındaki zorluk ilk olarak Patrick (1966) tarafından ayırt edilmiş daha sonraları bu nedensellik ilişkisi Mc Kinnon tarafından da incelenmiştir. Mc Kinnon (1988) finansal gelişmenin, reel büyüme oranı ile pozitif korelasyon içinde olduğunu belirtmiş ancak Patrick'in belirttiği nedensellik problemini çözememiştir. Ekonomik büyümede finansal sektör belirleyici bir faktörmüdür yoksa sadece reel büyümeyi mi takip etmektedir? Bu soru cevapsız kalmıştır.

Patrick bu iki değişken arasındaki (1966) nedenselliğin doğasını tanımlamak için talebin takip ettiği (demand following) ve arzın öncülük ettiği (supply leading) şeklinde bir terminoloji geliştirmiştir. Talebin takip ettiği durumda, reel sektördeki gelişmeler talebi doğumakta ve talebin karşılanması için finansal kurumlar ve enstrümanlar aracı olmaktadır. Finansal sektöre talebin oluşması, reel sektörde üretimin artmasına, ticaretin genişlemesine ve tarımın modernize olmasına

⁷⁵ J. E. Stiglitz, "The Contributions Of The Economics Of Information To The Twentieth Century Economics," **Quarterly Journal Of Economics**, Vol.115, No:4, 2000, ss.1441-1478.

bağlanmaktadır.⁷⁶ Bu bağlamda finansal sektör ekonomik büyüme yolunda öncülük yapan sektörleri desteklemektedir.

Arzın öncülük ettiği durumda ise yeni finansal kurumların yaratıldığı, finansal varlıkların ve enstrümanların geliştiği ve bu sektördeki gelişmelerin ekonomik büyüme sürecini uyardığı şekilde tanımlanmaktadır. Kısaca finansal araçların arzının kendi talebini yarattığı düşünülmektedir.

Patrick'in bu iki çatışan hipotezi dışında oluşturduğu bir diğer hipotez ise büyüme safhası (stage of development) ile ilgili hipotezidir. Bu hipoteze göre, ekonomik büyümenin erken evrelerinde finansal gelişme reel sermaye birikimine yol açmaktadır. Yenilikler ve yeni finansal servislerin gelişmesi, yatırımcılara ve tasarruf sahibi olan birimlere yeni olanaklar sağlamak ve ekonomik büyümeyi başlatmaktadır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme geliştikçe finansal gelişmenin arz öncülüğündeki karakteristiği azalmakta ve yerini talebin takip ettiği durum almaktadır.⁷⁷

Gupta (1984) bu hipotezi ampirik olarak sınamış ve aynı sonuçlara ulaşmıştır. Bunun yanı sıra bazı iktisatçılar da bu iki değişkenin birbirinden bağımsız olduğunu düşünmüştür.

Örneğin Lucas (1988), finansal olayların ekonomik büyümedeki öneminin abartıldığını finans piyasalarının ekonomik büyüme safhasında küçük bir rol alabileceğini söylemiştir.⁷⁸ Stern ve Lucas (1989) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir nedensellik ilişkisi olabileceğini tümüyle reddetmiş, Meir ve Seers(1984) "Pioneers of Development Economics" adlı kitabında finansal gelişmeye hiç bir şekilde rol vermemiştir.⁷⁹

⁷⁶ Muhsin Kar, a.g.e., ss.152-153.

⁷⁷ Calderon, Liu, a.g.e., ss.322.

⁷⁸ Robert E. Lucas, "On The Mechanics Of Economic Development," **Journal Of Monetary Economics**, Vol.22, No:1, 1988, ss.3-6.

⁷⁹ Ali F. Darrat, "Are Financial Deepening And Economic Growth Causally Related? Another Look At The Evidence," **International Economic Journal**, Vol.13, No:3, 1999, ss.19-21.

Dornbusch (1989) finansal faktörlerin ancak finansal istikrarsızlık olduğu zaman ekonomide önemli bir güç olabileceğini savunmuştur.⁸⁰ Yani finansal sistem çok fazla zedelenmediği sürece finansal faktörlerin GSYİH üzerinde pek fazla bir etkisi olmayacaktır.

Bunun yanı sıra yazında nedensellik ilişkisinin iki yönlü (be-directional) olabileceğini ya da negatif olabileceğine dair çalışmalar da vardır.

2.2.4.1. Arzın Öncülük Ettiği Durum

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi tetikleyeceğini, temelini Schumpeter'den alan Mc Kinnon, Shaw (1973)'in finansal liberalizasyon teorileri ile daha sonraları ise FİB modellerini savunmuştur. Arzın öncülük ettiğini düşünen görüşler Tablo 2.1'de gösterilmiştir.

2.2.4.2. Talebin Takip Ettiği Durum

Robinson (1952) finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi takip ettiğini savunmuştur. Robinson'dan başka Keynes ve takipçileri örneğin Chick (1983-1986) az gelişmiş finansal sistemlerde büyümenin kredinin yetersiz yaratılması yüzünden kısıtlanabileceğini ancak sofistike finansal sistemlerde, finansal sektörün talebin ihtiyaçlarına cevap verebileceğini savunmuştur.⁸¹

⁸⁰ Rudiger Dornbusch, Alejandro Reynoso, "Financial Factors In Economic Development," **The American Review**, Vol.79, No:2, 1989, ss.204-205.

⁸¹ Philip Arestis, Panicos Demetriades, "Finance And Growth: Institutional Considerations and Causality," **University Of East London, Department Of Economics Working Papers**, No:9605, s.1.

Tablo 2.1. Arzın Öncülüğünü Savunan Çalışmalar

Çalışma	Çalışmanın Niteliği	Sonuçlar
Bencievenga & Smith (1991)	Teorik çalışma	Finansal aracılığın gelişmesi reel büyümeyi arttırır.
King& Levine (1993)	Ülkeler arası çalışma (80 ülke verisi) 1960-1989 dönemi	Finansal gelişmenin bütün göstergeleri ekonomik büyüme oranlarıyla, sermaye birikimiyle ve ekonomideki verimlilik artışıyla çok güçlü bağlantılıdır.
Obstfeld (1994)	Teorik çalışma	Likit hisse senedi piyasaları, ekonomik büyümeyle pozitif ilişkili ancak ne likidite ne de uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşme özel kesimin tasarruf oranlarıyla ilişkilidir.
Bencievenga (1995)	Teorik çalışma	Likit hisse senedi piyasasıyla, hızlı büyüme oranlarının, üretim verimliliklerinin ve sermaye birikiminin pozitif ilişkisi vardır.
Levine ve Zervos (1996)	77 ülke için yatay kesit örnek, üç bağımlı büyüme değişkeni	Finansal derinliğin göstergeleri ve likiditenin, büyüme ile arasında üç yönden pozitif anlamlı ilişki vardır: Üretim büyümesi, yatırımların büyümesi, üretimin verimliliği.
Jayartane&Strahan (1996)	50 ABD eyaleti içeren panel data analizi	Yumuşak (soft) banka şube regülasyonunun banka kredisinin kalitesini arttırdığını, bunun büyümeyi pozitif etkilediğini bulmuşlar.
Levine (1997)	Yatay kesit analiz	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki pozitifdir.
Rousseau ve Wachtel (1998)	5 sanayileşmiş ülke için zaman serisi (A.B.D., İngiltere, Kanada, Norveç, İsveç)	Finans büyüme öngörür, üretimden aracılığa geri besleme (feedback) etkisi ise ufak bir kanıtla bulunmuştur.
Rajan & Zingales (1998)	Firma ve endüstri bazında geniş bir ülke topluluğu için zaman serisi analizi	Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde çok güçlü bir etkisi vardır. İyi bir finansal sistem dışsal finansmana bağlı endüstrilere mukayeseli üstünlük sağlar.
Neusser & Kugler (1998)	OECD ülkelerinin imalat sanayilerine zaman serisi analizi	Finans büyüme öngörür (predict). Finansal gelişme, imalat sanayinin toplam faktör verimliliğiyle ve GSYİH'le eşbütseldir..
Levine & Zervos (1998)	Ülkeler arası analiz (1976-93)	Hem likit hisse senedi piyasaları hem de gelişmiş bankacılık sektörü büyümeyi, sermaye birikimini, üretim de verimliliği pozitif şekilde etkiler.
Demirgüç Kunt & Maksimovic (1998)	30 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için ülkeler arası analiz	Aktif hisse senedi piyasası ve iyi gelişmiş hukuk sistemi firmanın büyümesini kolaylaştırır.
Levine, Loayze ve Beck (2000)	Yatay kesit çalışma ve dinamik panel teknikleri	Finansal gelişme ve uzun dönemli büyüme arasında eş zamanlıktan doğmayan güçlü ve pozitif bir ilişki vardır
Beck, Levine ve Loayza (2000)	Yatay kesit çalışma dinamik panel teknikleri, verimlilik değişkeni	Finansal araçların, toplam faktör verimliliği ve dolayısıyla GSYİH üzerinde büyük ve pozitif bir etkisi vardır

Kaynak: Chandana Kularatne, "An Examination Of The Impact Of Financial Deepening On Long-Run Economic Growth", (Çevrimiçi) <http://www.tips.org.za/f2001/kularatne.pdf>, 30 Mart 2003.

2.2.4.3. Diğer Yaklaşımlar

Lewis (1955) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki türlü ilişki olabileceğini savunmuştur. Önce finansal piyasalar ekonomik büyüme sonucunda gelişmekte daha sonra ise finansal gelişme ekonomik büyümeyi desteklemektedir.⁸² Demetriades ve Hussein (1996) analizlerinde zaman serisi kullanan ilk çalışmalardandır; Demetriades ve Hussein 1960-1990 dönemleri arasında 16 ülkenin verilerini incelemişler ve nedenselliğin ülkelerin yapısal özelliklerine ve uyguladıkları finansal reformlara göre değişebileceğini söylemişlerdir. Çalışmalarında yedi ülkede iki yönlü nedensellik ve altı ülkede de bunlardan birisi de Türkiye olmak üzere talebin takip durum gözlemlenmiştir. Odedokun'da (1996) farklı ülkelerde finansın farklı etkilerinden bahsetmiştir.⁸³

En şaşırtıcı sonuç ise De Gregorio ve Guidotti'nin (1995) 1950-1985 dönemlerini kapsayan 12 Latin Amerika ülkesi için yaptığı çalışmada finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini bulması olmuştur.⁸⁴ Bu da Latin Amerika'nın uyguladığı aşırı liberalizasyon politikalarından sonra oluşmuş çöküşe bağlanabilir.

Yapılan ampirik çalışmaların kesin bir sonuç vermemesi nedenselliğin ülkelerin özgün koşullarına göre değişebileceğini, öte yandan aynı ülke için zaman içinde iktisadi değişkenlerin düzeyine bağlı olarak nedenselliğin yön değiştirebileceğini ve ilişkinin doğrusallıktan uzaklaştığını göstermektedir.

Berthelemy ve Vouradakıs (1996) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir eşik düzeyinden bahsetmiştir. Diğer bir deyişle finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını, finansal gelişmenin

⁸² Colin Kirkpatrick, Christopher Green, "Policy Arena, Finance And Development: An Overview Of The Issues," **Journal Of International Development**, Vol.14, 2002, ss.207-209.

⁸³ Philip Arestis, Panicos Demetriades, "Financial Development And Economic Growth: Assessing The Evidence," **The Economic Journal**, Vol.107, No:442, 1997, ss.783-785.

⁸⁴ Zsolt Becsi, Ping Wang, Mark A. Wynne, "Endogenous Market Structures And Financial Development," **Federal Reserve Bank Of Atlanta Working Paper**, No:98-15, 1998, ss.1-5.

düşük düzeylerinde büyümenin finansal gelişmeyi desteklediğini ancak finansal gelişmenin belli bir seviyeye geldikten sonra büyümeyi etkilediğini savunmuştur.⁸⁵

De Gregorio ve Guidotti (1995), düşük ve orta gelirli ülkelerde finansın ekonomik büyümeyi sürükleyen baş sektör olduğunu belirtmiştir. Levine'de finansal gelişme düzeyi arttıkça, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin azalacağını savunmuştur.

Sonuç olarak, finansal gelişmeyle ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini değişik metodolojilerle, değişik veri ve göstergelerle işleyen geniş bir ampirik literatür olsa da bu güne kadar bilinen iki değişken arasındaki uzun dönemli pozitif ilişkidir. İki değişken arasındaki nedensellik ilişkisi açığa çıkartılamamıştır. Finansal gelişmenin, ekonomik büyümeyi sürüklediğini savunmak için daha geniş veriye, daha iyi ekonometrik metodlara ve daha çok sonuca ihtiyaç vardır.

⁸⁵ J. C. Berthelemy, A. Varoudakis, "Economic Growth, Convergence Clubs, And The Role Of Financial Development," **Oxford Economic Papers**, Vol:48, 1996, ss.300-312

Üçüncü Bölüm

TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞMENİN SEYRİ ve FİNANSAL GELİŞMEYLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ

3.1. Türkiye'de Finansal Gelişme ve Finansal Gelişme Göstergelerinin Seyri

Türkiye'de 1980 öncesi uygulanan finansal sektör politikalarını, devletin müdahaleci tutumu nedeniyle, tipik bir finansal baskılama politikası olarak değerlendirmek mümkündür.

Türk finansal sisteminde uygulanan baskıcı politikalar şu şekilde özetlenebilir: Mevduat faiz oranlarına konan tavanlar, kredi tayınlanması ve öncelikli sektörlerle sübvansiyonlu krediler, finansal gelir ve işlemlerin yüksek oranda vergilendirilmesi, yüksek rezerv ve likidite oranları, yüksek aracılık maliyetleri, merkezi hükümet ve KİT'in açık finansmana fazlasıyla başvurusu, yabancı bankaların yurt içi piyasalara girişine engeller konulması, dış finansal operasyonlara ve yabancı aktif tutmaya getirilen kısıtlamalar.¹

1960 ve 1970'lerin ortasına kadar Türkiye ekonomisi, 1963 yılında başlayan beş yıllık kalkınma planlarında formüle edilen içe dönük ithal ikameci stratejiler sayesinde yüksek büyüme oranları yaşamıştır.

Ancak 1970'li yılların ortalarından itibaren bu içe dönük sanayileşme programları eleştirilmeye başlanmış ve bu eleştiriler ekonomide yaşanan içsel ve dışsal şoklarla daha da artmıştır. 1977 yılında şiddetle bozulan dış ticaret göstergeleriyle birlikte kriz çıkmıştır. 1973-1974 yıllarındaki petrol şoku yüzünden ithal edilen petrol faturaları çok keskin bir şekilde yükselmiştir. Ekonomik krizin

¹ Yılmaz Akyüz, "Financial System And Policies in Turkey in the 1980's", **The Political Economy Of Turkey: Debt, Adjustment, Sustainability**, Ed. By. T. Arıcanlı, D. Rodrik, New York, St. Martin's Press, 1990, ss.98-132.

ağırlığına rağmen hükümetler 1978 yılına kadar sanayileşme politikalarına devam ederek yatırım malı ithal etmeye devam etmişlerdir. 1975-1976 yıllarında dışarıdan sağlanan işçi gelirleri azalmış ve dolar bazındaki ihracat durmuştur. Yükselen cari açıklar, rezervler ve kısa dönemli büyük borçlarla finanse edilmeye çalışılmış ancak Türkiye borçlarını ödeyemeyerek büyük bir ekonomik bunalıma girmiştir.²

Ekonomik bunalımın yoğunlaşması ve 1977-1978 yıllarında alınan kararlılık önlemlerinin yetersiz kalması üzerine hükümet, 24 Ocak 1980'den başlayarak yeni bir ekonomi politikası uygulamaya koymuştur. Önceleri geçici bir kararlılık önlemleri dizisi ya da özgün deyişle "istikrar tedbirleri" sanılan bu politika düzenlemesi, giderek kalıcı bir nitelik kazanmış; yeni öğelerle tamamlanarak uzun dönemli bir ekonomi politikası haline gelmiştir.³

Bu ekonomi politikasının ilk amacı ekonomik büyümeyi düşürmeden enflasyonu düşürmek, ikinci amacı ihracat teşvikleri ve döviz kurları üzerinde ayarlamalarla ihracatı arttırmak ve ithalatı serbestleştirmek, üçüncü amacı ise finansal liberalizasyondur (reel faiz oranlarının pozitif olması). Finansal liberalizasyondan beklenen yurt içindeki tasarrufların ve yatırımların artmasıdır. Programın dördüncü amacı ise, yabancı sermaye akımlarının serbestleştirilmesi ve Türk lirasının konvertibilitesi için önlemlerin alınması ve son olarak ekonomide kamunun rolünün azaltılması ve kamu teşebbüslerin özelleştirilmesidir.⁴ 24 Ocak 1980 liberal ekonomik programla, finansal sektörün önü açılmış ve bu programın uzantısı olan finansal reform süreci başlamıştır.

Bu süreç boyunca 1981'de faiz hadlerindeki sınırlamalar kaldırılmış, 1984'te döviz alımı serbestleştirilmiş, 1989'da kambiyo kontrolleri tamamıyla kaldırılarak yurt içi-dışı sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. Ulusal finans piyasalarına yönelik olarak 1986 yılında Sermaye Piyasası oluşturulmuş ve İstanbul Menkul

² Ercan Uygur, "Financial Liberalization And Economic Performance in Turkey", **Financial Liberalization in Turkey**, Ed. By. Central Bank Of The Republic Of Turkey, Ankara, 1993, ss.1-12.

³ Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 12.bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, 2001, s.196-197.

⁴ Uygur, a.g.e., s.1-12.

Kıymetler Borsası yeniden kurulmuştur. Öte yandan Merkez Bankası 1987'de açık piyasa işlemlerine başlamıştır.⁵

Finans piyasalarında uygulanan bu reformlar sonucunda Türk mali piyasalarında görece bir gelişme kaydedilmiştir. Tablo 3.1'de bazı parasal büyüklüklerin 1986-2003 yılları arasında ve GSYİH'ye oranı gösterilmektedir. Tablo 3.1 incelendiğinde M1/GSYİH oranının düştüğü gözlenmektedir. Bir ekonomide finansal gelişme olduğu sürece bu oranın düşmesi beklenir. M2/GSYİH ve M3/GSYİH oranlarına bakıldığında ise dönem boyunca pek bir değişiklik olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.1. Parasal Büyüklükler/GSYİH, 1986-2003 (yüzde)

Yıllar	M1/ GSYİH	M2/ GSYİH	M2Y/ GSYİH	M3/ GSYİH	M3Y/ GSYİH	M2-M1/ GSYİH	M3-M1/ GSYİH
1986	10,3	23,8	28,6	25,8	30,5	13,5	15,5
1987	11,5	23,6	30,8	25,6	32,7	12,1	14,1
1988	8,8	21,0	28,4	22,9	30,3	12,3	14,1
1989	8,6	20,7	27,0	21,9	28,1	12,1	13,3
1990	8,0	18,2	23,8	19,4	24,9	10,2	11,4
1991	7,4	18,6	26,7	19,5	27,6	11,2	12,1
1992	7,2	17,4	26,9	18,6	28,0	10,3	11,4
1993	6,5	14,3	23,9	15,1	24,7	7,7	8,6
1994	6,0	16,3	30,9	17,0	31,6	10,3	11,0
1995	5,0	16,2	31,1	16,9	31,8	11,2	11,9
1996	6,1	19,8	36,4	21,2	37,8	13,7	10,9
1997	5,5	19,6	37,0	21,2	38,6	14,1	15,7
1998	4,9	21,9	38,7	23,0	39,9	17,0	18,1
1999	5,5	28,4	51,9	29,6	53,0	22,9	24,1
2000	5,4	24,9	44,8	26,3	46,2	19,5	20,9
2001	6,4	26,5	59,7	27,7	60,9	20,1	21,3
2002	5,7	22,4	48,4	23,4	49,8	16,7	17,7
2003	6,3	23,0	41,9	24,4	43,4	16,7	18,1

Kaynak: TCMB, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr>'den alınan verilerle derlenmiştir. Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

⁵ Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, 1.bs., İstanbul, İletişim Yayınları, 2001, s.189.

Bunun nedeni ülkemizde yaşanan kronik enflasyonun TL'yi gerek ödeme aracı olarak gerek tasarruf aracı olarak sahne dışında bırakmasıdır. Halk arasında birçok mal ve hizmetin mübadelesinde yabancı paralar TL yerine kullanılmıştır. Banka mevduatları döviz ile tutulmaya başlanmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve ulusal paranın konvertibl hale getirilmesi, enflasyonist süreçlerle birleşince para politikasının etkisizleşmesi sonucunu doğurmakta ve para ikamesi süreci başlamaktadır.⁶

Bu yüzden M2, Türkiye için sağlıklı bir finansal gelişme ölçütü değildir. M2'nin sağlıklı bir finansal gelişme ölçütü olabilmesi için, ulusal para biriminin gerek ülkedeki değişim aracı ve hesap birimi, gerekse değer saklama fonksiyonlarını yerine getiriyor olması gereklidir. Türkiye'de para ikamesi yaşandığı için, içinde döviz tevdiat hesaplarını içeren M2Y ve M3Y oranları daha kapsayıcı bir ölçü olarak karşımıza çıkmaktadır.

M2Y ve M3Y oranları 1986 yılından itibaren hızlı bir şekilde artmış, her iki oran 1994 yılında yaşanan devalüasyon nedeniyle sıçrama yapmış, ancak 2000 yılında 1999 yılında uygulamaya konan yeni ekonomik programla düşmüştür. Döviz çitası kullanılan bu programa güvenilmesi ve ilan edilen kurlara sadık kalınması nedeniyle döviz hesaplarında çözümler başlamıştır. Ancak programın Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriziyle sonuçlanması güven sorununu arttırmış, beklentileri olumsuz yönde etkilemiş ve kur hareketlerinde görülen dalgalanmalar nedeniyle bu oran 2001'de tekrar artmıştır.

Nisan 2001'de güçlü ekonomiye geçiş programı kamuoyuna tanıtılmış ve uygulanmaya konmuştur. Dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesi olarak tanıtılan bu iktisat programının olumlu sonuçları zaman içinde kendini göstermiştir.

2003 yılının ilk çeyreğinden itibaren gerek belirsizliklerin önemli ölçüde ortadan kalkması, gerek program uygulamasının istikrarlı bir şekilde devam

⁶ B. Bülent Bali, Mustafa Çelen, "Finansal Piyasalar İle İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri İle Karşılaştırma", (Çevrimiçi) <http://www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/2-3.doc>, 5 Ocak 2004.

ettirilmesi sonucunda ekonomide güven ortamı yeniden oluşmaya başlamıştır. Enflasyon ve faizlerdeki hızlı düşüş, döviz kurlarındaki istikrar ve olumlu gelişmelerin devam edeceği beklentisi ekonomik birimlerin Türk Lirası taşıma ve kullanma alışkanlığını arttırmıştır.⁷ M2Y ve M3Y oranlarındaki düşüş bunun göstergesidir.

M2-M1/GSYİH, halkın bankacılık kanalıyla yaptığı tasarrufu gösteren oranda ve M3-M1/GSYİH oranında izlenen dönemde pek bir değişiklik gözlenmemektedir. Buradan şöyle bir sonuç çıkarmak mümkündür. Mali sistem TL cinsinden değil yabancı para cinsinden büyümektedir. Belirsizlikler ve artan riskler TL'ye ve mali sisteme olan güveni olumsuz etkilemiştir. Tablo 3.2'de Euro bölgesi için finansal gelişme göstergelerinin gelişimi gösterilmiştir.

Tablo 3.2. Euro Bölgesinde Finansal Gelişme Göstergelerinin Gelişimi (yüzde)

Yıllar	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
M2/GSYİH	61,5	61,6	64,8	63,9	63,9	64,3	65,2	66,5	67,3	66,7	69,8	71,9
M3/GSYİH	70,2	71,4	75,2	73,6	74,1	73,9	75,5	75,9	76,5	76,2	81,2	83,8

Kaynak: EUROSTAT Yearbook 2002, s.4 (GSYİH serisi için)
ECB Long Historical Series, May 2003, ss. 1a-5b (M2 ve M3 serileri için)
Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Karşılaştırılacak göstergeler Euro bölgesindeki M2 ile Türkiye'deki M2Y'dir. Çünkü Türkiye'de yerleşiklere ait döviz mevduatları TL mevduatlarından fazladır. Euro bölgesindeki finansal gelişmişlik, Türkiye'ye göre 1990'ların başında yaklaşık 3 kat büyükken, 2000'li yıllarda bu fark 2 kata düşmüştür.

Hem ülkedeki finansal gelişmişliği, hem de bankacılık sektöründeki gelişmişliği gösteren başka bir oran ise bankacılık sektörü mevduat hacmidir Tablo 3.3'de görüldüğü üzere 1980 yılında GSMH'nin %14'5 'u olan mevduat hacmi 2003 yılında %39,5'e kadar yükselmiştir. 1986 yılında döviz tevdiat hesapları GSMH'nin %5,3 iken, yükselen bir trendle 2001 yılında %31,8 olmuştur. Toplam TL mevduatlarına bakıldığında 1980 yılından beri pek bir yükselme olmadığı görülmektedir. Demek ki toplam mevduatlardaki artış mevduatlar içinde döviz cinsi olanlarının payının artmasından kaynaklanmaktadır.

⁷ TCMB, **Para Politikası Raporu**, Ankara, 2004-1, s.26.

Tablo 3.3. Bankacılık Sektörü Mevduat Hacmi/GSMH (yüzde)

Yıllar	Toplam Mevduat	Türk Lirası Mev.	Tasarruf Mev.	Diğer Mev. + Ticari Mev.	Döviz Tevdiat
1980	14,5	14,5	6,5	8,0	-
1986	26,5	21,2	12,7	8,4	5,3
1987	28,0	20,6	11,0	9,6	7,4
1988	25,9	18,6	10,7	7,9	7,3
1989	24,4	18,3	10,8	7,6	6,1
1990	21,2	15,7	8,8	6,9	5,5
1991	24,4	16,2	9,6	6,7	8,2
1992	24,6	15,0	8,6	6,5	9,6
1993	21,8	11,9	6,3	5,6	9,9
1994	29,4	14,0	8,5	5,5	15,4
1995	29,7	13,8	8,8	5,0	16,0
1996	35,1	17,6	11,6	6,0	17,5
1997	36,3	17,6	10,9	6,7	18,7
1998	37,6	19,7	12,0	7,7	17,8
1999	50,2	26,7	17,0	9,7	23,5
2000	43,5	23,4	14,2	9,1	20,2
2001	55,3	23,5	15,2	8,3	31,8
2002	48,5	21,2	12,7	8,5	27,3
2003*	39,5	19,9	12,4	7,4	19,6

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 1950-2003.

*2003 Eylül ayı sonu itibarıyla geçici veriler
Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Türkiye'nin bankacılık sektörü mevduat hacmi/GSMH 1980 yılına oranla bir ilerleme kaydetmiş olmasına rağmen, bu oran Türkiye'de 2001 yılında %55,3 iken AB ülkelerinde %186'dır.⁸

Son yıllarda (2002-2003) toplam mevduat oranının düşmesi dolar kurunun düşmesiyle birlikte tasarrufların TL mevduatı yerine devlet iç borçlanma senetlerine yönelmesinden kaynaklanmaktadır.⁹

⁸ BDDK (Ercan Türkan vd.), **Türk Bankacılık Sisteminde Aracılık Maliyetlerinin Azaltılması**, Ankara, 2003, s.11.(Görüşler Türkan'a değil BDDK'ya aittir.)

⁹ Abdurrahman Yıldırım, "Mali Varlıklar 250 milyar \$, Mevduatın Yerini Bono Aldı," **Sabah**, 11 Şubat 2004, s.5.

Tablo 3.4. Özel Sektöre Verilen Krediler

Yıllar	Özel sektöre verilen krediler	Toplam yurt içi kredi hacmi	Toplam yurt içi kredi hacmi GSYİH (%)	Toplam yurt içi kredilerde özel sektörün payı (%)	Özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı (%)
1986	8992,5	13194	25,8	68,1	17,61
1987	13936	20813	27,8	66,9	18,65
1988	20098	29930	23,1	67,1	15,55
1989	33520	44767	19,6	74,8	14,75
1990	59407	73962	18,8	80,3	15,11
1991	96132,3	130794	20,7	73,4	15,26
1992	181591,4	244420	22,3	74,2	16,61
1993	334361	453770	22,8	73,6	16,87
1994	572372	773943	20,0	73,9	14,8
1995	1354235	1622660	20,9	83,4	17,45
1996	3193582	3660765	24,7	87,2	21,62
1997	7286343	7942956	27,5	91,7	25,27
1998	11336583	11773390	22,5	96,2	21,71
1999	16178904	17370922	22,4	93,1	20,9
2000	26594336	28652548	23,0	92,8	21,28
2001	32617751	36111033	20,2	90,3	18,28
2002	34241740	36630250	13,2	93,4	12,41
2003	51370352	54046123	15,0	95,0	14,28

Kaynak:TCMB, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr> 'den alınan verilerle derlenmiştir. Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Finansal gelişmeyi gösteren başka bir gösterge de özel sektöre verilen kredilerdir. Toplam krediler, özel sektöre verilen kredilerin yanı sıra merkez bankasının verdiği dolaysız kredileri, mevduat ve kalkınma bankalarının merkezi yönetimlere, mali olmayan kamu girişimlerine, yerel yönetimlere, banka dışı mali kuruluşlara vermiş olduğu kredileri kapsar. Kısaca bankacılık sektörünün yurt içi kredi hacmini gösterir. Özel sektöre verilen krediler ise mevduat ve kalkınma bankalarının özel sektöre verdiği kredileri kapsamaktadır.

Finansal liberalizasyon ve finansal derinleşme sürecinde gözlenen en aykırı gelişme bankacılık kredi hacmiyle ilgilidir. Finansal derinleşme sürecinden beklenen ulusal tasarruf ve yatırım davranışlarının uyarılması ve ulusal yatırımlara aktarılacak fonların artırılmasıydı. Bankacılık sektörü, tasarruf sahiplerini ve yatırımcıları

giderek çeşitlenen ve derinlik kazanan finansal araçlar sayesinde yakınlaştıracak ve yatırım talebini arttıracaktır.¹⁰

Oysa Tablo 3.4 o şekilde bir görünüm arzmemektedir. Toplam kredi hacmi 1986 yılında GSYİH'nin %25,8 iken 2003 yılında bu oran %15'lere kadar inmiştir. Finansal liberalizasyonun en yoğun yaşandığı 90'lı yılların ilk yarısında bile bankacılık kredi hacminin pek fazla yükselmediği görülmektedir.

2000 yılında hızlı bir artış göstermiş olan bankacılık kredi hacmi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile ortaya çıkan gelişmeler nedeniyle, hem talep yönlü hem arz yönlü bir daralma sürecine girmiş, bu daralma 2002 yılında da devam etmiştir. Bankaların kaynak maliyetinin artması, kaynak sağlama imkanlarının daralması ve kredi geri dönüşlerinde yaşanan güçlükler karşısında bankalar likit kalmayı tercih etmiş bu durum kredi arzını olumsuz etkilemiştir. Yüksek kredi faiz oranları, iç talep ve üretimdeki hızlı daralma da kredi talebinin daralmasına neden olmuştur.¹¹

Bankacılık sektörü, yeniden yapılandırma programı ile önemli ölçüde güçlendirilmiş ve 2003 yılında faiz ve döviz kurunda gerçekleşen düşüşler bankaların mali yapılarının güçlenmesine yol açmış, bu olumlu hava bankacılık kredi hacmine de yansımış ve 2003 yılında bankacılık kredi hacmi 2 puan artmıştır.

Özel sektöre verilen kredilere bakıldığında, toplam kredi havuzu içindeki payının sürekli yükseldiği görülmektedir. 1986 yılında %68,1 olan bu pay 2003 yılına gelindiğinde %95'lere kadar yükselmiştir. Bu artış finansal gelişmeyle birlikte artmış gibi gözükmemekte ve özel sektörün dışsal finansman olanaklarında bir iyileşme gibi yorumlanabilmektedir. Ancak özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye olan oranına bakıldığında durumun pek de parlak olmadığı anlaşılmaktadır. 1986 yılında %17,6 olan oran izlenen dönem içinde zaman zaman yükselse de çok fazla artış kaydetmemiş hatta son krizler sonrasında azalan kredi hacmiyle %14,28 kadar düşmüştür.

Özel sektörün bankalar dışında fon temin edebileceği bir diğer alternatif finansman mekanizması sermaye piyasasıdır. Firmalar mali piyasadan iki yolla kaynak temin edebilirler. Firma ya borç senedi örneğın tahvil ya da finansman

¹⁰ Yeldan, a.g.e., s.133

¹¹ TCMB, **Para Politikası Raporu**, Ankara, Nisan 2002, s.37.

bonosu ihraç eder ya da hisse senedi ihraç eder.¹² Ülkemizde kamu kesimi en çok hazine bonoları ile fon toplarken, özel kesim ise en çok hisse senetleri ile fon toplamıştır.

Bu yüzden özel sektörün sermaye piyasasından sağladığı fonların gelişimi piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranından takip edilebilir. Piyasa kapitalizasyonu daha önceden de belirtildiği gibi toplam nominal sermaye ile hisse senedi fiyatlarının çarpımından oluşmaktadır ve özel sektörden sermaye piyasalarına açılmış olan firmaların sermaye piyasalarından yaptıkları fon transferini gösterir. Bu oranın gelişimi Tablo 3.5'te gösterilmektedir.

Piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı 1986 yılında %1,3 iken bazı yıllarda örneğin 1999 yılında %78,9'a kadar yükselmiştir. İzlenen dönemde bu oran genel bir artış trendi gösterse de yıldan yıla büyük dalgalanmalara da maruz kalmıştır. Bu oranın istikrarlı bir seyir izleyememesinin nedeni ülkemizdeki sermaye piyasasının gelişiminin yeterli bir seviye ulaşmamasından dolayı doğan yüksek volatiledir.

Türkiye'nin sermaye piyasası 1986 yılından itibaren elbette büyümüştür. Ancak bu oran hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerle kıyaslandığında hala çok küçüktür. Gelişmiş ülkelerde piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranı %100'lerin üzerindeyken bizde %30 civarında seyretmektedir.¹³ Piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranının düşük olması firmaların ekonomik faaliyetlerini sermaye piyasası aracılığıyla finanse etmediğinin bir göstergesi de olabilmektedir.

Piyasa Kapitalizasyonu/GSYİH'ye, özel sektöre verilen krediler/GSYİH eklendiğinde ülkenin finansal gelişmişliğini gösteren bir gösterge ortaya çıkmaktadır.¹⁴

¹² Hasan Ersel, "Mali Sistem ve Bankacılık, Temel Kavramlar", (Çevrimiçi) <http://www.econ.boun.edu.tr/courses/econfin/EF560/handout2.pdf>, 4 Mart 2003.

¹³ BDDK (Ercan Türkan vd), **a.g.e.**, s.6.

¹⁴ Thorsten Beck, Ross Levine, "External Dependence And Industry Growth: Does Financial Structure Matter," **Worldbank Working Papers**, 2000, s.11.

Tablo 3.5. Piyasa Kapitalizasyon Oranı

Yıllar	Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar TL)	Piyasa Kapitalizasyonu / GSYİH (A) (%)	Özel sektöre verilen krediler/GSYİH (B) (%)	Finansal Gelişme (A+B) (%)
1986	709,0	1,3	17,6	18,9
1987	3182	4,2	18,6	22,8
1988	2048	1,5	15,5	17
1989	15553	6,8	14,7	21,5
1990	55238	14,0	15,1	29,1
1991	78907	12,5	15,2	27,7
1992	84809	7,7	16,6	24,3
1993	546316	27,5	16,8	44,3
1994	836118	21,6	14,8	36,4
1995	1264998	16,2	17,4	33,6
1996	3275038	22,1	21,6	43,7
1997	12657308	43,8	25,2	69
1998	10611820	20,3	21,7	42
1999	61137073	78,9	20,9	99,8
2000	46692373	37,3	21,2	58,5
2001	68603041	38,4	18,2	56,6
2002	56370247	20,4	12,4	32,8
2003	96072774	26,7	14,2	40,9

Kaynak: SPK, Aylık Bülten'den alınan verilerle derlenmiştir.
Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Ülkenin genel olarak finansal gelişmişliğini gösteren bu gösterge aynı zamanda finansal sistemin fon dağılımında ne kadar etkin olduğunu da gösterir. 1986 yılında %18,9 olan finansal gelişmişlik oranı 2003 yılında %40,9'a kadar yükselmiştir. Bazı yıllarda bu oranın çok yüksek değerler almasının nedeni, sermaye piyasasının dalgalı seyrinden kaynaklanmaktadır.

Bu finansal gelişmişlik oranı diğer gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında çok düşük düzeyde kalmaktadır. Çünkü bu oran gelişmiş ülkelerde GSYİH'nin %150-200'nü bulmaktadır.¹⁵

Sağlanan birçok gelişmeye karşın, Türkiye mali sistemi büyütmede başarılı olamamıştır. Birçok ülkede mali sistemin büyüklüğü GSMH'nin büyüklüğünü

¹⁵ Worldbank, "Financial Structure and Economic Development Database", (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/research/projects/finstructure/database.htm>, 5 Ocak 2004.

fazlasıyla aşarken, Türkiye’de ise GSMH’ nin yarısını bile aşamamıştır.¹⁶ Türkiye’de finansal gelişmenin neden istenilen düzeylere gelemediğini anlamak için toplam finansal varlıklara (TFV) ve toplam finansal varlıkların kendi içlerindeki dağılıma bakmak yerinde olacaktır.

Tablo 3.6.1’de görüldüğü üzere 1986 yılında TFV’nin GSYİH’ye oranı %34 iken 2003 yılında bu oran %99,6’ya kadar yükselmiştir. İzlenen dönemde düzenli bir artış trendi söz konusu olmasına rağmen bu düzeni bozan bazı uç noktalar bulunmaktadır. Örneğin 2001 yılında yaşanan son ekonomik krizle birlikte kamu bankalarının bilançolarında gizlenen görev zararlarının kamu borçlanma kağıtlarıyla kapatılmasının etkisiyle bu oran %132’ye fırlamıştır.

TFV’nin hacmindeki gelişme hem bankacılık hem de sermaye piyasalarında yükselen bir trendle olmakla beraber, sermaye piyasalarının hacmindeki artış göreceli olarak daha yüksektir. Bu gelişmenin asıl nedeni kamu borçlanma araçlarındaki sürekli artıştır. TFV’nin kompozisyonu Türkiye’de finansal gelişmenin ne yönde olduğunu daha iyi açıklayacaktır.

Dolayısıyla Tablo 3.6.1’den finansal derinlik olgusunun aslında sadece kamu kesimi borçlanma senetlerinin ve ulusal paradan kaçışın dolaylı bir göstergesi olan döviz mevduatındaki artışlardan ibaret olduğu görülmektedir.¹⁷ Zaten küçük olan mali sistemdeki kaynakların neredeyse tamamı kamu tarafından talep edilmektedir.¹⁸ Finansal piyasaların istenilen büyüklüğe ulaşamamasının en büyük nedenleri yüksek kamu kesimi açıkları ve makro ekonomik istikrarsızlıktır.

1980’li yıllardan sonra kamu kesiminin giderek artan düzeylerdeki açıkları ve bu açıkları finanse etmek için giderek daha yüksek oranlarda faizlerle fon toplaması, adeta kar topu etkisiyle sonraki dönemlerde daha yüksek açıkları doğurmuş ve zaman içinde kamunun fon talebi sürekli artış göstermiştir.

¹⁶ Abdullah Akyüz, “Türk Sermaye Piyasaları: İlk 20 Yılın Özet Bilançosu”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2002, s.7.

¹⁷ Yeldan, **a.g.e.**, s.135.

¹⁸ Ekrem Keskin, “TL’nin Değerini Olumsuz Etkileyecek Tüm Uygulamalar Terk Edilmelidir,” **Türk Bankacılık Yapısının Temel Sorunları ve Bankacılık Sorunlarının Yeniden Yapılandırılması Programı**, Ed. By. 2000’li Yıllarda Türkiye Stratejik Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Vakfı, 2000, ss.24-25.

**Tablo 3.6.1. Toplam Finansal Varlıklar/GSMH,
1986-1994 (yüzde)**

Yıllar	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Toplam Mevduat*	25,7	27,3	25,6	24,8	21,5	24,4	24,3	21,2	28,4
Türk Lirası	22,5	21,9	19,8	19,1	16,6	16,7	15,6	12,6	14,5
Tasarruf Mev	12,7	11,0	10,7	10,8	8,8	9,6	8,6	6,3	8,5
Diğer	9,8	10,9	9,1	8,3	7,8	7,2	7,1	6,2	6,0
Döviz Tevdiat	3,2	5,4	5,8	5,7	5,0	7,6	8,7	8,6	13,9
Menkul Kıymet	8,2	9,9	9,5	10,2	10,4	12,5	17,7	19,2	18,0
Kamu	6,0	7,1	6,5	6,7	6,4	7,0	12,2	13,6	14,6
Hazine Bonosu	1,6	2,6	2,0	1,5	1,4	2,9	3,8	3,2	7,8
Devlet Tahvili	2,9	3,2	3,8	4,7	4,7	3,9	7,8	9,5	6,0
Diğer	1,5	1,4	0,8	0,5	0,3	0,3	0,6	0,8	1,6
Özel	3,3	2,8	3,0	3,5	4,0	5,4	5,5	5,6	3,4
Hisse Senedi	1,9	2,2	2,4	2,9	3,6	5,1	4,5	3,6	2,8
Varlığa Dayalı	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	0,5
Diğer	0,2	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0
Toplam	34,0	37,3	35,1	35,0	32,0	36,9	42,0	40,3	46,4

**Tablo 3.6.2. Toplam Finansal Varlıklar/GSMH,
1995-2003 (yüzde)**

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003**
Toplam Mevduat*	28,1	36,2	37,1	38,3	51,2	44,6	57,8	48,5	40,9
Türk Lirası	14,2	18,7	18,4	20,4	27,7	24,4	25,0	23,8	21,3
Tasarruf Mev	8,8	11,6	10,9	12,0	17,0	14,2	15,2	12,6	12,4
Diğer	5,4	7,1	7,5	8,4	10,7	10,2	9,8	8,5	8,9
Döviz Tevdiat	13,9	17,5	18,7	17,9	23,5	20,2	32,8	27,3	19,5
Menkul Kıymet	19,1	22,0	23,9	25,6	34,6	34,8	74,4	60,0	58,6
Kamu	15,3	19,0	20,7	22,0	29,8	29,3	68,5	55,1	53,7
Hazine Bonosu	8,0	10,2	8,1	10,9	4,1	1,6	11,2	13,5	9,8
Devlet Tahvili	6,5	8,3	12,1	10,8	25,1	27,4	56,9	41,2	43,5
Diğer	0,8	0,5	0,5	0,3	0,5	0,3	0,4	0,3	0,4
Özel	3,8	2,9	3,2	3,5	4,8	5,5	5,9	4,8	4,9
Hisse Senedi	2,8	2,8	3,1	3,5	4,8	5,5	5,9	4,8	4,9
Varlığa Dayalı	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toplam	47,2	58,2	61,0	63,9	85,9	79,4	132,2	108,5	99,6

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Ekonomik Göstergeler, 1950-2003.

* Bankalararası mevduat hariç

** 2003 Eylül ayı sonu itibarıyla geçici veriler

Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Kamu kesiminin piyasalardan giderek artan tutarlarda para talebi, buna karşılık piyasaların son derece sığ olması faiz oranlarının sürekli artmasına neden olmuştur.¹⁹

Kamu kesimi açıklarındaki sürekli artış ve bu açıkların yüksek reel faizlerle ile yurt içi piyasalardan finansmanı, bankaları reel ekonomiye kaynak sağlamaktan uzaklaştırarak kamu açıklarını finanse etmeye itmiştir. Yüksek reel faizlerin ortaya çıkardığı arbitraj imkanı bankacılık kesiminin yurt dışından borçlanarak kamu açıklarını finanse etmelerini cazip hale getirmiş; bu durum bankacılık sektörünün yabancı para cinsinden açık pozisyonlarının artmasına neden olmuştur.²⁰

Yüksek düzeydeki reel faiz oranları, özel kesimi piyasalardan dışlamış ve özel kesimin mali piyasalardan borçlanmasını imkansızlaştırmıştır. (Özel kesime verilen kredilerde bu durum incelenmişti). Yüksek finansman maliyetleri özel kesimin finansman dengelerini, üretkenliğini ve rekabetçiliğini yok etmektedir.

Kamu açıklarının sermaye piyasası yoluyla finansmanı genel olarak mali piyasaların ve özellikle sermaye piyasalarının gelişmemesinin ve etkinlikten uzak çalışmasının altında yatan en önemli nedendir. Kamunun fon talebi hacminin çok yüksek olması hem reel faizleri %35'lerin üstüne çıkarmış, hem de vade yapısını bir yılın bile çok altına indirmiştir.²¹ Bu piyasa koşullarında özel sektörün sermaye piyasalarından uzun vadeli finansman sağlama olanağı imkansızlaşmış ve uzun vadeli sermaye piyasası kanalıyla finansman süreleri kısalmıştır.

Ülkemizde 1970'li yılların ikinci yarısından beri kalıcı yüksek bir enflasyon süregelmektedir. Enflasyonun en önemli nedeni, görece olarak büyük olan kamu açıklarının, görece olarak küçük olan finansal sistemden finanse edilmesi zorunluluğudur.²² Enflasyon, piyasalarda belirsizliği arttırdığından gerek tasarruf gerek yatırım araçlarının kullanımını sınırlamakta ve piyasaların son derece dalgalı ve riskli olmasına neden olmaktadır.

¹⁹ Alp, a.g.e., s.249.

²⁰ BDDK, **Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu**, Ankara, 23 Temmuz 2002, s.3.

²¹ Alp, a.g.e., s.254.

²² Ercan Kumcu, **İstikrar Arayışları**, 2. bs., İstanbul, Doğan Kitapçılık A.Ş., 2002, s.216.

**Tablo 3.7.1. Finansal Varlıkların Kompozisyonu,
1986-1995 (yüzde)**

Yıllar	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Toplam Mevduat*	75,8	73,3	73,0	70,8	67,4	66,1	57,8	52,5	61,2	59,6
Türk Lirası	66,3	58,8	56,4	54,5	51,8	45,4	37,2	31,1	31,2	30,2
-Tasarruf Mevduatı	37,4	29,5	30,6	30,8	27,5	26,0	20,4	18,3	18,7	18,7
-Diğer	28,9	29,3	25,8	25,8	24,3	19,4	16,8	12,9	12,9	11,5
Döviz Tevdiat Hesabı										
Menkul Kıymet	24,2	27,0	29,2	32,6	33,9	42,2	47,5	38,8	40,4	37,7
Kamu	17,8	19,2	18,6	19,2	20,0	19,1	29,1	33,6	31,5	32,5
-Hazine Bonosu										
-Devlet Tahvili										
-Diğer										
Özel	6,4	7,5	8,5	9,9	12,7	14,7	13,1	13,9	7,3	8,0
Hisse Senedi	5,6	5,8	6,9	8,4	11,4	13,8	10,6	8,8	6,1	6,0
Varlığa Dayalı										
Diğer	0,8	1,7	1,6	1,6	1,3	0,9	0,5	0,5	0,1	0,1
Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

**Tablo 3.7.2. Finansal Varlıkların Kompozisyonu,
1996-2003 (yüzde)**

Yıllar	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 **
Toplam Mevduat*	62,3	60,8	59,9	59,7	56,2	43,7	44,7	41,2
Türk Lirası	32,1	30,1	31,9	32,3	30,8	18,9	21,9	21,3
-Tasarruf Mevduatı	19,9	17,8	18,8	19,8	17,9	11,5	11,6	12,4
-Diğer	12,3	12,3	13,1	12,4	12,8	7,4	7,8	8,9
Döviz Tevdiat Hesabı								
Menkul Kıymet	37,7	39,2	40,1	40,3	43,8	56,3	55,3	58,8
Kamu	32,7	34,0	34,5	34,7	36,9	51,8	50,7	55,5
Hazine Bonosu								
Devlet Tahvili								
Diğer								
Özel	5,1	5,2	5,6	5,6	6,9	4,4	4,4	4,9
Hisse Senedi	4,9	5,1	5,5	5,6	6,9	4,4	4,4	4,9
Varlığa Dayalı								
Diğer	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Ekonomik Göstergeler, 1950-2003.

* Bankalararası mevduat hariç

** 2003 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla geçici veriler

Yüksek enflasyon, uzun dönemli finansal kontratların yapılmasını engeller. Enflasyonist ortamlarda finansal araçlar sermaye birikimini ve büyümeyi sağlayacak uzun dönemli finansman sağlamaya yanaşmazlar ve likit portföyler tutmayı yeğlerler. Enflasyon yükseldikçe finansal sektörün gelişimi azalacaktır.²³

Tekrar TFV ile ilgili Tablo 3.7.1'e dönüldüğünde diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi finansal piyasalara, azalmakla birlikte hala bankacılık sektörünün hakim olduğu görülmektedir. Bankaların bu tekeli konumu, sermaye piyasalarının gelişimini olumsuz yönde etkilemiştir.²⁴

TFV'de sermaye piyasasının payına bakıldığında 1986'da %24,2 iken, bu pay 2003 yılında %58,9'a kadar artmıştır. Sermaye piyasasındaki gelişim, kamu sektörü tarafından çıkarılan menkul kıymetlerdeki artıştan kaynaklanmaktadır. Kamunun çıkarmış olduğu menkul kıymetler 1986 yılında %17,8 iken, bu oran 2003 yılında %53,9'a kadar yükselmiştir.

Sermaye piyasasının alt kalemlerine bakıldığında özel sektörün çıkarmış olduğu menkul kıymetler 1986 yılında TFV'de %6,4 iken, 2003 yılında %4,9'lara kadar düşmüştür. Bu durum gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında ise tam tersidir. Yani özel sektörün çıkarmış olduğu menkul kıymetler kamunun çıkardıklarından daha fazladır.

Finansal gelişmişliğin bir diğer göstergesi de daha önceden belirtildiği gibi finansal araçların ve finansal araçların çeşitliliğinin fazla olmasıdır. Gelişmesini tamamlamış finansal piyasalarla Türkiye'nin finansal piyasası karşılaştırıldığında henüz bizim piyasanın kurumsal açıdan yeterince çeşitlilik arz etmediği ve bu nedenle de finansal fonların daha kapsamlı olarak ve daha geniş bir kitleye ulaştırılmasının zor olduğu görülmektedir.²⁵

²³ Peter L. Rousseau, Paul Wachtel, "Inflation, Financial Development and Growth," **Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays In Honor Of Ryuzo Sato**, Ed. By. T. Negishi, R. Ramachandran, K. Mino Kluwer, 2001, ss.1-5.

²⁴ Suna Oksay, "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı Ve Türk Finans Sistemi," **Marmara Üni. Sosyal Bilimler Ens. Hakemli Öneri Dergisi**, C.3, No:14, Haziran 2000, s.6.

²⁵ Oksay, a.g.e., s.4.

Finansal araç çeşitliliğine bakıldığında, yaklaşık 20 yıllık süreçte birçok finansal araç geliştirilmesine rağmen bunların çok azı gerçekte kullanılmıştır. Örneğin, diğer ülke deneyimlerinden yola çıkılarak Türk sermaye piyasalarına kazandırılan birçok araç, piyasanın yeterince büyümemesi ve sofistikasyon düzeyinin gelişmemesi yüzünden kağıt üzerinde kalmıştır. Örneğin, kara iştirakli tahvil, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, oydan yoksun hisse senedi, katılma intifa senedi ile kar ve zarar ortaklığı belgesi gibi araçlar neredeyse ihraç edilememiştir. Banka bonosu ve banka garantili bono gibi kalkınma ve yatırım bankalarına yönelik araçlar ise çok sınırlı bir şekilde kullanılmıştır. Bir dönem yoğun olarak kullanılan özel sektör tahvili ve finansman bonosu ise, 1990'lı yıllarda devlet iç borçlanma senetlerinin rekabeti nedeniyle neredeyse ortadan silinmiştir.²⁶ Tablo 3.7.1'de finansal araç çeşitliliğinin sınırlılığı görülmektedir.

Şimdiye kadar finansal gelişmeyi gösteren göstergelerden belli başlı olanları Türkiye için incelenmiş ve incelenen periyotta Türkiye'de finansal piyasaların istenilen ölçüde gelişemediği ve finansal gelişmenin, gelişmiş hatta bazı gelişmekte olan ülkelerin bile gerisinde kaldığı görülmektedir.

Bundan sonraki bölümde hem bankacılık sektörü hem de sermaye piyasası için kullanılan bazı finansal gelişmişlik göstergeleri incelenecektir. Özel finansal kurumlar'ın GSYİH'ya oranı çok küçük olduğu için bu çalışmada özel finansal kurumları inceleme gereği duyulmamıştır.

3.1.1. Bankacılık Sektörü

Türk mali sistemi, fon ihtiyacının büyük ölçüde (yaklaşık %75'i) bankacılık sisteminden karşılandığı bankacılık ağırlıklı bir mali sistemdir. Bu yapısıyla Anglosakson (ABD ve İngiliz) finansal sistemlerden çok kıta Avrupası finansal sistemlere benzemektedir.²⁷ Son yıllarda banka dışı mali kurumların sayı ve büyüklüğünde bir artma eğilimi görülmekle birlikte, bankacılık sektörü finansal piyasalarda hala hakim aktördür. Banka dışı mali kuruluşların da önemli bir kısmının bankaların iştirakleri olduğu unutulmamalıdır.

²⁶ Akyüz (Abdullah), a.g.e., s.7.

²⁷ Turan Yay, Gülsüm Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Finansal Düzenlemeler**, 1.bs., İstanbul, İTO Yayınları No:47, 2001, s.133.

Türkiye’de bankacılık cumhuriyetin ilanından başlayarak perakendeci bankacılık olarak adlandırılan çok şubeli bir yapıda gelişmiş, bu özelliğini 1980’lere kadar korumuştur. Perakendeci bankacılığın gelişmesinin nedeni ise, o yıllarda uygulanmakta olan negatif reel faiz politikası, ithal ikameci ekonomi politikası ve tasarruf alışkanlığının yerleşmemiş olması nedeniyle bankaların potansiyel mevduatları toplamak için küçük yerleşim yerlerinde şube açma zorunluluğuydu.²⁸ 1980 yılından bu yana uygulanmaya konan dışa açık, liberal politikalar toptancı bankacılığın gelişmesine yol açmıştır. Toptancı bankacılık, müşterilerinden gelen büyük tutardaki kredileri karşılamak amacıyla uluslararası sermaye ve para piyasalarından büyük fonlar sağlayan, geniş bir faaliyet alanına sahip bulunan, hızlı karar alıp uygulayabilen, az sayıda şube ve personelle çalışan bankacılık biçimi olarak tanımlanabilir. 1980’den sonra uygulama bulan serbest faiz politikası, dışa açılma, sermaye piyasasının gelişmesi, dalgalı kur sistemine geçiş ve konvertibilite, banka kurulmasına ve yabancı bankaların şube açmasına izin verilmesi, bankalararası piyasaların kurulması, elektronik bankacılığın gelişmesi gibi faktörler Türkiye’de toptan bankacılığa geçişin önünü açmıştır.²⁹

Türk bankacılık sektörü, 1980’li yıllarda gerçekleştirilen bankacılık sektörüne girişi, rekabeti ve büyümeyi kolaylaştırıcı yasal ve kurumsal düzenlemelerin de etkisiyle banka sayısı, istihdam, hizmet çeşitliliği ve teknolojik alt yapı konularında hızlı bir genişleme süreci yaşamıştır.³⁰

Tablo 3.8’de görüldüğü üzere 1980 yılında 37 olan banka sayısı 1990 yılında 64’e, 1999 yılında ise dönem içinde en yüksek değer olan 81’e yükselmiştir. 1990’lı yıllarda bankacılık sektörünün dışa açılmasıyla ve uluslararası finansla bütünleşmesiyle belirgin bir ilerleme kaydedilmiştir. 1980 yılında 4 olan mali iştirak ve şube statüsündeki yabancı sermayeli banka sayısı 2000 yılında 18’e ulaşmıştır.

²⁸ Meral Tecer, **Türkiye Ekonomisi**, Ankara, Mayıs 2003, s.46.

²⁹ **A.e.**

³⁰ BDDK, **Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu**, Ankara, 23 Temmuz 2002, s.1.

Tablo 3.8. Banka Sayısı

Yıllar	1980	1990	1994	1999	2002	2003
Ticari Bankalar	31	54	55	62	40	36
Kamu	8	7	6	4	3	3
Özel	19	25	29	31	20	18
Yabancı	4	22	20	19	15	13
TMSF	-	-	-	8	2	2
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	6	10	12	19	14	14
Kamu	4	3	3	3	3	3
Özel	2	4	6	13	8	8
Yabancı	-	3	3	3	3	3
Toplam	37	64	67	81	54	50

Kaynak: BDDK Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu 2002, BDDK Yıllık rapor 2003.

Yabancı bankaların, bankacılık kesiminin toplam aktifler içindeki payı 1992 yılında %3,72 den 2000 yılında %5,4'e yükselmiştir.³¹ Ancak bu oran Türkiye'yle benzer nitelikteki ülkelerle karşılaştırıldığında halen çok düşük düzeyde kalmaktadır. 1999 yılında 81 olan banka sayısı Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan finansal krizler sonrasında 50'ye inmiştir.

Krizler öncesindeki dönemde özellikle kamu bankaları, mali yapılarının bozulmasına neden olan bir yapılanma içinde faaliyet bulunmaktaydılar. Kamu bankalarına verilen tarım kesimi ve orta boy işletmelerin desteklenmesi görevi sonucu oluşan zararlar, zamanında ödenmemiş, ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, aşırı istihdam ve şubeleşme gibi sorunlar bankaların mali yapılarında ciddi bozulmalar yaratmıştır. Bunlara verimsiz kaynak kullanımı da eklenince kamu bankalarının kaynak ihtiyacı artmış; kamu bankalarının kaynak ihtiyacının giderek artan oranda kısa vadeli ve yüksek maliyetli fonlarla karşılanması zorunluğu ortaya çıkarmıştır. Özel sektör bankaları ise Rusya krizi sonrasında yaşanan olumsuz gelişmeler sonucu, takipteki alacaklarında ciddi bir artışla karşılaşmışlardır.³²

2000 yılında uygulanan enflasyon düşürme programına mali açıdan kırılğan bir yapıyla başlayan bankacılık sektörü krizle birlikte ciddi kayıplara uğramıştır.

³¹ A.e.

³² TCMB, Yıllık Rapor, Ankara, 2001, s.115.

Kasım 2000'den sonra 9 banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiştir. 2001 yılında uygulanmaya konan bankacılık yeniden yapılandırma operasyonu neticesinde TMSF bünyesindeki banka sayısı satış, devir, tasviye ve birleştirmeler sonucunda 2'ye indirilmiştir.

Tablo 3.9'da bankacılık sisteminin büyüklüğünü gösteren toplam bankacılık aktifleri ve toplam bankacılık aktiflerinin GSYİH'ye oranı gösterilmektedir. Görüldüğü üzere 1989 yılında GSYİH'nin %46,5'i olan bu oran, 1999 ve 2001 yılında yaklaşık iki kat artmış ve sürekli bir büyüme izlemiştir. 2002 ve 2003 yıllarında bu oranın düşmesi yüksek oranlı ekonomik büyümeye bağlıdır.

Toplam bankacılık aktifleri/GSYİH oranı izlenen dönemde yaklaşık iki kat yükselmiş olsa da bu oran Türkiye'de 2001 yılı için %95 iken, Avrupa Birliği üye ülkelerinin ortalaması %474, AB'ye aday ülkelerde ortalama %117'dir.³³

Tablo 3.9. Bankacılık Sisteminin Toplam Aktifleri, 1989-2003

Yıllar	Toplam Bankacılık Aktifleri	Toplam Bankacılık Aktifleri/GSYİH %
1989	105741	46,5
1990	165862	42,1
1991	287896	45,6
1992	532301	48,6
1993	1027108	51,8
1994	1928152	49,8
1995	3954802	50,9
1996	8611641	60,6
1997	17637377	67,0
1998	34623717	70,5
1999	68213516	93,1
2000	104257485	83,4
2001	170168438	95,3
2002	212680629	77,0
2003	249688000	69,4

Kaynak: Hazine İstatistikleri 1980-2003' ten alınan verilerle derlenmiştir. Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Tablo 3.10.1'dan da anlaşıldığı üzere kamu ve özel sermayeli bankaların dağılımı 1988 yılında yarı yarıya iken, yerli ve yabancı banka sayısının artması ile

³³ BDDK (Ercan Türkan vd.), a.g.e., s.11.

birlikte kamu bankalarının sistem içinde ağırlığı azalmıştır. Kamu bankalarının payı azalmakla birlikte, sistemde hala büyük ağırlıkları vardır. Yüksek geliri ülkelerde kamunun bankacılık aktiflerindeki payı azdır.

Kamu bankalarının, sektörün toplam aktif ve mevduatlarında büyük bir pay alması, özel bankaların mevduat toplama ve kredi verme faaliyetlerini sınırlandırıcı bir rol oynamaktadır. Bu durum, kaynakların serbest piyasa koşullarında rasyonel dağılımını ve kullanımını kısıtlamaktadır.³⁴

Tablo 3.10.1. Bankacılık Sisteminin Aktif Yapısı, 1988-1995 (yüzde)

Yıllara göre Toplam Aktifler İçinde Payı	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ticaret Bankaları	90,4	90,8	91,2	91,5	92,7	92,9	91,8	92,6
Kamu Sermayeli Bankalar	43,4	45,6	44,8	42,4	43,1	36,9	39,6	37,7
Özel Sermayeli Bankalar	43,9	42,5	43,5	45,9	46,0	52,3	49,2	52,0
Tas.Mevd.Sig.Fonu.Devr.B	-	-	-	-	-	-	-	-
Yabancı Bankalar	3,1	2,7	2,9	3,1	3,7	3,8	3,0	2,9
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	9,6	9,2	8,8	8,5	7,3	7,1	8,2	7,4
Kamu Sermayeli Bankalar	6,9	6,7	6,5	6,3	5,3	5,1	6,0	5,7
Özel Sermayeli Bankalar.	2,5	2,3	2,1	2,1	1,8	1,8	1,9	1,5
Yabancı Bankalar	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2

Tablo 3.10.2. Bankacılık Sisteminin Aktif Yapısı, 1996-2003 (yüzde)

Yıllara göre Toplam Aktifler İçindeki Payı	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ticaret Bankaları	94,0	94,6	95,3	95,2	95,6	95,0	95,6	95,9
Kamu Sermayeli Bankalar	38,3	34,6	34,9	34,9	34,2	32,0	31,9	33,3
Özel Sermayeli Bankalar	52,7	53,3	49,5	49,5	47,4	56,0	56,2	57,0
Tas.Mevd.Sig.Fonu.Devr.B	1,4	2,6	9,1	9,1	8,5	4,0	4,4	2,8
Yabancı Bankalar	1,4	4,4	5,2	5,2	5,4	3,0	3,1	2,8
Kalkınma ve Yatırım	6,0	5,4	4,8	4,8	4,4	5,0	4,4	4,1
.Kamu Sermayeli Bankalar	4,5	4,1	3,4	3,4	3,3	-	3,8	3,0
Özel Sermayeli Bankalar	1,3	1,1	0,9	0,9	0,9	-	-	-
Yabancı Bankalar	0,2	0,2	0,2	0,4	0,3	*	-	-

Kaynak: TBB Bülten, Yıllık Rasyolar 2000, BDDK Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu 2002, BDDK Yıllık rapor 2003.

³⁴ Şevket Sayılğan, "Bankacılık Sisteminin Güncel Sorunları Ve Çözüm Önerileri," *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, No:210, Eylül 2003, s.68.

Zira kamu bankaları fon plasmanlarında finansal kriterlerden başka her türlü kriteri kullanarak, kendilerine sermaye olarak aktarılmış olan kamusal kaynakları rasyonel olmayan alanlara yöneltmektedirler.

Avrupa Birliği üye ülkelerinde kamu bankalarının bankacılık sektörü içinde payı ortalama olarak %10, üye olmaya aday ülkelerde ortalama %24 iken, Türkiye’de ise %33 gibi yüksek bir oran korunmaktadır.³⁵

Tablo 3.11.1 ve Tablo 3.12.1’de bankacılık sisteminde kredilerin ve mevduatların sermaye mülkiyetine göre dağılımı gösterilmektedir.

Tablo 3.11.1. Bankacılık Sisteminde Mevduatların Dağılımı, 1988-1995 (yüzde)

Yıllar	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Kamu Sermayeli Bankalar	43,6	47,2	48,6	46,3	49,7	43,6	43,9	43,3
Özel Sermayeli Bankalar	52,8	50,0	49,2	51,7	48,6	54,9	54,2	54,0
Tas.Mevd.Sig.Fonu.Devr.B	-	-	-	-				
Yabancı Bankalar	3,6	2,8	2,2	2,0	1,7	1,6	1,9	2,7

Tablo 3.11.2. Bankacılık Sisteminde Mevduatların Dağılımı, 1996-2003 (yüzde)

Yıllar	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Kamu Sermayeli Bankalar	39,9	39,9	40,7	39,8	40,3	32,0	35,1	38,5
Özel Sermayeli Bankalar	53,4	56,7	52,4	46,4	43,5	61,0	58,4	56,8
Tas.Mevd.Sig.Fonu.Devr.B			4,3	15,1	12,9	5,0	4,2	2,7
Yabancı Bankalar	2,5	3,4	2,7	2,7	3,2	2,0	2,0	2,0

Kaynak: TBB Bülten Yıllık Rasyolar 2000, BDDK Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu 2002, BDDK Yıllık rapor 2003.

³⁵ TÜSİAD, “Banking and Capital Markets”, (Çevrimiçi) <http://www.tusiad.org/english/rapor/te/5.pdf>, 1 Mart 2004.

Tablo 3.12.1. Bankacılık Sisteminde Kredilerin Dağılımı, 1998-1995 (yüzde)

Krediler İçinde Payı	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ticaret Bankaları	85,6	86,5	88,1	88,1	89,2	89,5	87,7	89,0
Kamu Sermayeli Bankalar	47,1	47,3	45,4	43,3	42,4	35,5	38,1	39,2
Özel Sermayeli Bankalar	35,9	36,5	39,8	41,7	43,7	51,2	47,8	47,9
Tas.Mevd.Sig.Fonu.Devr.B	-	-	-	-	-	-	-	-
Yabancı Bankalar	2,6	2,8	2,9	3,2	3,0	2,8	1,8	1,9
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	14,4	13,5	11,9	11,9	10,8	10,5	12,3	11,0
Kamu Sermayeli Bankalar	11,4	10,8	9,6	9,8	8,9	8,6	10,4	9,4
Özel Sermayeli Bankalar.	2,8	2,4	2,0	1,8	1,7	1,7	1,8	1,6
Yabancı Bankalar	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0

Tablo 3.12.2. Bankacılık Sisteminde Kredilerin Dağılımı, 1996-2003 (yüzde)

Krediler İçinde Payı	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ticaret Bankaları	90,1	91,8	91,3	89,6	90,8	87,0	91,4	92,5
Kamu Sermayeli Bankalar	35,1	34,7	29,1	28,2	27,0	21,0	15,5	18,3
Özel Sermayeli Bankalar	53,3	54,4	57,6	55,1	54,5	61,0	69,5	69,1
Tas. Mevd. Sig. Fonu. Devr. B	-	-	1,7	7,1	6,5	1,0	2,0	1,1
Yabancı Bankalar	1,8	2,7	2,9	2,9	2,8	3,0	4,4	4,1
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	9,9	8,2	8,7	10,4	9,2	13,0	8,6	7,5
Kamu Sermayeli Bankalar	8,3	6,9	7,4	9,1	8,3	-	8,0	6,9
Özel Sermayeli Bankalar.	1,5	1,2	1,2	1,2	0,9	-	-	-
Yabancı Bankalar	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-	-

Kaynak: TBB Bülten Yıllık Rasyolar 2000, BDDK Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu 2002, BDDK Yıllık rapor 2003.

Her iki tablo karşılaştırıldığında dikkat çeken nokta kamu bankalarının piyasanın neredeyse yarısı kadar mevduat topladığı halde verdiği kredilerin oranının neredeyse mevduatların yarısını bile oluşturmamasıdır. Buradan çıkarılan sonuç kamu bankalarının bankacılık işlevlerini yerine getiremez hale geldikleridir.

TMSF'ye devredilmiş bankalarda da benzer sorun gözükmemektedir. 1999 yılında %15,1 olan mevduat oranına karşın kredi verme oranı %7,1'dir. 2003 yılında da aynı görünüm devam etmektedir. Sistemde en çok mevduat toplayan ve kredi veren özel sermayeli bankalar gözükmemektedir.

1994 yılında yaşanan finansal krizle ve tasarruf mevduatlarının tümüne getirilen devlet güvencesiyle birlikte bankaların mevduat dışı fonlama kaynakları kurumuştur. Kamu sermayeli bankalarda eskiden beri görülen ve artık özel bankaların da tek çıkar yolu mevduata ağırlık vermek olmuştur. Kamu finansman açıklarının mali piyasalar üzerindeki artan baskısı tüm bankacılık sistemini kamulaştıran bir neden olmuştur. Kamunun artan borçlanma ihtiyacı ancak bankaların sermayelerine göre daha fazla borçlanabilmesiyle karşılanabilmektedir.³⁶ Bankacılık sisteminde toplam mevduatın ne kadarının krediye dönüştürüldüğü aşağıdaki tabloda daha açık gözükmektedir.

Tablo 3.13. Toplam Krediler/Toplam Mevduat

Yıllar	Toplam Kredi* (A)	Toplam Mevduat (B)	A/B %
1986	11089	13279	83,5
1987	17489	20775	84,1
1988	25413	33594	75,6
1989	40074	56371	71,0
1990	70210	84088	83,4
1991	112342	153980	72,9
1992	201837	268957	75,0
1993	370835	429185	86,4
1994	622587	1109461	56,1
1995	1419442	2239066	63,3
1996	3259319	5428049	60,4
1997	7529860	10896636	69,1
1998	11654154	19703195	59,1
1999	16932890	40114009	42,2
2000	27401033	56002514	48,9
2001	34365879	104915488	32,7
2002	35058789	132697630	26,4
2003	54046123	137206575	39,3

Kaynak: DPT verileriyle derlenmiştir.

Toplam kredi* Mevduat bankaları+Yatırım Bankaları Kredileri

Tablo 3.13'te görüldüğü gibi 80'li yıllarda toplanan 100 birim mevduatın 75-80 birimi reel sektöre aktarılırken, 90'lı yıllarda bankacılık sektörünün üretim faaliyetlerini destekleme ve kaynakları uzun vadeli yatırımlara yönlendirme fonksiyonu zayıflamıştır. 2001 yılında bu oran %32'ye kadar inmiştir.

³⁶ Kumcu, a.g.e., s.229.

Sermayenin serbest bırakıldığı yıl olan 1989 yılından itibaren kamu kağıtları dolar artışının üstünde bir getiri sağlamıştır. Böyle bir iktisadi ortamda Türkiye'deki ticari bankaların yurt dışından borçlanarak kaynak yaratması ve ekonomide oluşan kur faiz makasından yararlanarak bu kaynakla hazineyi finanse etmesi beraberinde reel sektöre verilen kredilerde daralmaya neden olmuş ve finans sektöründeki kaynakların reel sektör yerine kamu sektörüne aktarılmasına neden olmuştur.³⁷ Kamu borçlanma araçlarının bankaların bilançolarında ağırlığı giderek artmıştır. Kamuoyunda ise kamunun borçlanma gereğinin sorgulanması bir tarafa, yüksek borçlanma faizinin nedeni olarak bankacılık kesimi gösterilmiştir.

Her kamu finansmanında karşılaşılan güçlük yüzünden bankacılık sistemine başvurulması ve bütçeye gereken ilave gelirler için faturanın kayıt altında bankacılık sektörüne kesilmesi, bankacılık sektörünü kapalı bir kutu haline getirdi. Hem yüksek kamu borçlanmasının getirdiği yüksek faiz, hem de mevduatın krediye dönüştürülmesinde ortaya çıkan yüksek aracılık maliyetleri kaynakların reel ekonomiye kullandırılma sürecini yavaşlattı; mali sektör küçük kaldı.³⁸

Son yıllarda reel anlamda mevduat büyümekle hane halklarının hazine bonusu yatırımları çığ gibi büyümüştür. Bu şartlarda bankaların yeni krediler vermesi olanaklı gözükmemektedir. Çünkü krediye kaynak olacak mali tasarruflar, bankalara değil doğrudan devlete gitmektedir. Eskiden hazineye giden kaynaklar bankaların tercih yoluyla olmakta, şimdi ise hane halkından hazineye doğrudan bir akım söz konusu olmaktadır.³⁹

Bankacılık sektöründe toplanan mevduatın yapısı da zaman içinde bozulmuştur. Tablo 3.14'ten görüleceği üzere enflasyonist koşullar, 1980 yılından itibaren geçilen serbest faiz rejimiyle birlikte mevduat faiz oranlarını yükseltmiş ve mevduatın kompozisyonunda vadesizden vadeliye doğru bir gelişime hız vermiştir.

2003 yılında TL mevduatı içinde vadesiz mevduatın payı %20,6 iken vadelinin payı %79,3'tür. Döviz Tevdiat Hesapları'nda (DTH) da durum aynıdır. 2003

³⁷ TCMB (M. Faruk Aydın), "Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına Ve Risklerine Olan Etkileri," **Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği**, No:13, Ankara, Kasım 2002, s.11. (Görüşler TCMB'ye değil Aydın'a aittir.)

³⁸ Uğur Gürses, "Aracılık Maliyetleri Azalır mı...," **Radikal**, 19 Kasım 2003, s.19.

³⁹ Ercan Kumcu, "Hane Halkının Tercihi Değişmiş," **Hürriyet**, 21 Ağustos 2003, s.9.

yılında DTH'de vadesiz mevduatın oranı %10,7 iken vadeli mevduatın payı %77,4'tür.

Türk ekonomisinde yıllardır süren, makro ekonomik istikrar arayışının hep sözde kalması, makro ekonomik dengelerin ise hep daha kötüye gitme süreci; toplumun hükümetlere karşı güven kaybına uğramasına yol açarken, yaşanan belirsizlikler, bireyleri kendileri için akılcı; tüm toplum ve ekonomi için ise akılcı olmayan bir kalıba sokmuştur. Bu davranış kalıbının bankacılık sektörüne yansımaları ise, kısa vadeli mevduatların ve döviz tevdiat hesaplarının oranının artması şeklinde olmuştur.⁴⁰

Tablo 3.14. Bankacılık Sisteminde Mevduat Dağılımı, 1986-2003 (yüzde)

Yıllar	TL MEVDUAT					Döviz Tevdiat				
	Vadesiz		Vadeli		Toplam	Vadesiz		Vadeli		Toplam
	TL Mev İçinde%	Top Mev İçinde %	TL Mev İçinde %	Top Mev İçinde%	Top Mev İçinde %	DTH İçinde %	Top Mev İçinde %	DTH İçinde %	Top Mev İçinde %	Top Mev İçinde %
1986	37,8	30,6	62,2	50,4	80,9	29,2	5,6	70,8	13,5	19,1
1987	43,1	32,3	56,9	42,5	74,8	36,0	9,1	64,0	16,2	25,2
1988	36,4	26,6	63,6	46,5	73,1	32,8	8,8	67,2	18,1	26,9
1989	34,3	26,1	65,7	49,9	75,9	29,1	7,0	70,9	17,1	24,1
1990	36,5	27,4	63,5	47,7	75,2	24,3	6,0	75,7	18,8	24,8
1991	31,6	21,2	68,4	45,9	67,1	21,7	7,1	78,3	25,7	32,9
1992	33,1	20,5	66,9	41,4	61,9	23,4	8,9	76,6	29,2	38,1
1993	36,6	13,2	63,4	35,5	56,0	26,6	11,7	73,4	32,3	44,0
1994	27,3	11,6	72,7	35,3	48,5	28,8	14,8	71,2	36,7	51,5
1995	21,4	9,3	78,6	37,1	47,1	29,1	15,4	70,9	37,5	52,9
1996	27,0	9,1	73,0	37,7	51,6	26,9	13,0	73,1	35,4	48,4
1997	23,3	10,5	76,7	38,0	49,6	23,3	11,8	76,7	38,7	50,4
1998	17,4	9,3	82,6	44,0	53,3	21,3	9,9	78,7	36,8	46,7
1999	16,8	9,1	83,2	45,0	54,2	17,1	7,8	82,9	38,0	45,8
2000	19,2	10,5	80,8	44,0	54,5	14,9	6,8	85,1	38,7	45,5
2001	18,2	7,6	81,7	34,3	41,9	17,9	10,4	82,0	47,6	58,0
2002	18,0	7,8	81,9	35,7	43,5	21,7	12,7	78,2	44,0	56,7
2003	20,6	10,7	79,3	41,5	52,2	22,5	10,7	77,4	36,8	47,5

Kaynak: TCMB, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr> 'den alınan verilerle derlenmiştir.

Tablo 3.14'de de görüldüğü üzere toplam mevduat içinde DTH'nin payı 1986 yılında %19,1 iken, 2003 yılında %47,5 olmuştur. Bu oran toplam mevduatın

⁴⁰ Yay, Yılmaz, a.g.e., s.138.

neredeys e yarısıdır. Toplam mevduat içinde TL mevduat'ın payı ise 1986 yılından itibaren sürekli düşmüştür.

1989 yılında sermayenin liberalizasyonunun tamamlanmasından sonra yaşanan süreç, Türk bankacılık sisteminin kırılğan yapısını arttıran bir süreç olmuştur. Liberalleştirilmiş sermaye sisteminin de sermaye girişlerinin özendirilmesi için yerli para cinsi aktiflerin getirilerinin döviz kurları artışının üzerinde tutulması, finansal piyasaları uluslararası spekülâtif sermayenin volatilitesine terk etmiştir. Bu süreçte bankacılık sektörünün aktif ve pasif yapısı dolarizasyon ve döviz açık pozisyonlarının arttırılması yönünde dramatik bir değişim göstermiştir.⁴¹

Türk bankacılık sisteminde vadelerin kısaldığıının daha net görünmesi için TL mevduatının, vade dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 3.15. Bankacılık Sisteminde TL Vadeli Mevduatın Vadelere Göre Dağılımı, 1986-2003

Yıllar	1 Ay Vadeli		3 Ay Vadeli		6 Ay Vadeli		1 Yıl ve Daha Uzun Vadeli		Toplam
	Değer	%	Değer	%	Değer	%	Değer	%	
1986	474,0	6,6	2767,9	38,5	2404,2	33,4	1531	21,3	7177,0
1987	581,4	6,2	2540,0	27,1	1769,2	18,9	4455,9	47,6	9346,6
1988	1797,5	11,0	3576,3	21,9	2641,2	16,2	8244,7	50,7	16259,8
1989	4016,1	13,9	9481,4	32,8	5880,7	20,3	9465,9	32,8	28844,2
1990	4729,4	11,3	14572,8	34,8	9850,2	23,5	12644,3	30,2	41796,8
1991	8528,0	10,9	36855,3	47,2	13400,7	17,1	13068,7	16,7	78065,2
1992	13616,1	11,8	60732,7	52,6	21917,7	19,0	19086,3	16,5	115352,8
1993	19237,5	12,0	78083,9	49,0	41604,7	26,1	20184,2	12,6	159110,5
1994	73301,0	17,8	206691,6	50,4	98421,2	24,0	31515,7	7,68	409929,7
1995	193879,6	22,0	360028,9	40,9	264454,1	30,0	60625,8	6,89	878988,6
1996	410506,3	20,0	882003,5	43,1	698528,3	34,1	93028	4,55	2044066,8
1997	795285,7	19,1	1804359,3	43,5	1294388,2	31,2	249588,1	6,02	4143621,4
1998	1843557	20,4	4357082,9	48,3	2420736,6	26,8	390049	4,32	9011626,1
1999	2472012	13,7	7771762	43,2	6085259	33,8	1628879	9,07	17957912
2000	8441450	34,6	12555913	51,5	2974795	12,2	375855	1,54	24348013
2001	9883812	27,7	22378032	62,7	2217699	6,22	1172724	3,28	35652267
2002	13165183	27,9	27268101	57,8	5063005	10,7	1663124	3,52	47159413
2003	14784064	23,6	34760588	55,6	8639980	13,8	4238884	6,79	62423916

Kaynak:TCMB, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr> 'den alınan verilerle derlenmiştir.

⁴¹ Sayılğan, a.g.e., s.67.

Tablo 3.15'te TL mevduatlarının 1986-2003 yılları arasında dağılımı gösterilmiştir. Vadesi bir yıl ve daha uzun olan hesapların vadeli TL hesaplarındaki payı 1986 yılında %21,3 iken, 2003 yılında %6,7'ye kadar gerilemiştir. Yine 6 ay vadeli hesaplarında payı izlenen dönemde gerilemiştir. 1 ay ve 3 ay vadeli hesapların paylarının ise arttığı görülmektedir.

Tablo 3.15'ten anlaşıldığı üzere bankada hesap açtıran mudiler kısa vadeyi tercih ederken, yatırımcıların yüksek enflasyon ve belirsizlik beklentisi sebebiyle uzun vadeyi tercih etmesi bankaları aktif ve pasiflerinin yapısında uyumsuzluğa yol açmakta ve bu durum bankaları likidite riskine maruz bırakmaktadır.⁴²

DTH'lerde de TL mevduatlarında olduğu gibi vadeler kısalmıştır. DTH'lerde de 6 ay ve 1 yıl ve daha uzun vadeli döviz mevduatların toplam içinde payı azalırken 1 ve 3 ay vadeli döviz mevduatlarının payı artmıştır.

Bankacılık sisteminin etkinliğini gösteren bir oran ise genel giderlerdir.(Overhead costs). Genel giderler, faiz dışı giderler içinde yer alan personele yapılan ödemeler+diğer faiz dışı giderlerin toplam aktiflere bölünmesiyle bulunmaktadır. Bu oranın gelişimi seçilmiş bazı AB ülkeleriyle kıyaslanmaktadır.

Tablo 3.16'da görüldüğü üzere genel giderler oranı en yüksek olan ülke Türkiye gözükmektedir. Yüksek genel giderler, etkinsizliği ve rekabet açısından eksikliği göstermektedir.

Tablo 3.16. Genel Giderler (Overhead Costs), 1994-2001

Yıllar	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Türkiye	9,6	6,8	6,2	5,9	7,5	6,8	6,9	5,7
Almanya	3,4	3,2	3,1	2,8	3,5	3,2	3,8	3,5
Fransa	3,3	3,4	3,7	3,3	3,6	3,1	3,9	3,2
İtalya	4,1	3,6	4,2	4,1	3,7	3,6	4,7	4,6
Yunanistan	3,7	3,8	3,8	3,6	3,3	2,7	2,7	3,0
Belçika	1,8	2,1	1,9	1,8	2,8	2,4	2,9	3,0

Kaynak: Worldbank, Financial Structure Database, 2001.

⁴² Sayılın, a.g.e., s.67.

Ancak yüksek genel giderler aynı zamanda rekabetçi bankaların daha yüksek kaliteli finansal servis üretmek için yapmış oldukları yatırımları da ifade edebilmektedir. Bu yüzden bankacılık etkinliğini ölçmek için kullanılan başka bir orana daha ihtiyaç vardır.

Bankacılık sektörünün etkinliğini ölçmek için kullanılan başka bir oran ise net faiz marjıdır. Net faiz marjı bankacılık faiz gelirlerinden faiz giderlerinin çıkarılıp toplam aktiflere bölünmesiyle bulunmaktadır. Net faiz marjı aynı zamanda aracılık maliyetlerinin etkinliğinin ölçülmesinde de kullanılan bir araçtır.

Bankaların faiz marjını etkileyen bir sürü faktör olmakla birlikte düşük faiz marjları yüksek rekabeti ve etkinliği ifade eder. Bu marjın açılması yatırımcıları bankacılık sisteminden uzaklaştırmakta ve finansal sektörün gelişmesini olumsuz etkilemektedir.

Tablo 3.17. Net Faiz Marjı, 1994-2001

Yıllar	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Türkiye	18,9	12,6	13,3	13,8	17,0	15,2	10,6	16,5
Almanya	3,1	2,9	2,9	2,6	2,7	2,4	3,0	2,5
Fransa	3,2	3,1	3,4	3,2	3,2	2,9	3,2	3,0
İtalya	4,0	4,2	3,9	3,7	3,7	3,1	3,6	3,2
Yunanistan	3,2	3,4	3,1	3,2	2,8	2,6	2,5	2,6
Belçika	1,9	1,9	1,7	1,6	2,1	2,6	2,0	2,1

Kaynak: Worldbank, Financial Structure Database,2001.

Tablo 3.17'de görüldüğü üzere Türkiye'nin faiz marjları diğer ülkelerden oldukça yüksektir. Makro ekonomik yapıdaki istikrarsızlıklar, özellikle yüksek enflasyon bankacılık sektöründe belirsizliği artırırken para ikamesini de hızlandırmıştır. Yüksek enflasyon ve kamu kesiminin artan borçlanma gereğinin yarattığı yüksek reel faizler bankaların görece olarak yurt dışından ucuza sağladıkları kaynakları, kamu açıklarının finansmanında kullanmalarını cazip hale getirmiştir.⁴³

Bunun sonucunda bankaların menkul kıymet cüzdanının, bilançolar içerisindeki payı önemli derecede artmıştır. Bankaların kredi vermek yerine menkul

⁴³ BDDK (Yasemin Türker Kaya), **Türk Bankacılık Sisteminde Net Faiz Marjının Modellenmesi**, Ankara, Haziran 2001, s.6. (Görüşler BDDK'ya değil Kaya'ya aittir.)

kıymet cüzdanından faiz geliri elde etme yoluna gitmeleri, kredi kullanılacak kaynak miktarını azaltarak bu fonların maliyetini arttırmıştır. Buna bağlı olarak menkul kıymet cüzdanının toplam varlıklara oranı arttıkça net faiz marjı açılmaktadır.⁴⁴ Bu nedenle sistemde genel olarak verim düşük olmasına rağmen yüksek faiz marjları nedeniyle karlılık yüksek seyretmiştir.

1999 ve 2000 yıllarında net faiz marjlarının düşmesinin nedeni ise bankacılık sektöründeki etkinlik artışından değil; 1999 yılındaki Rusya krizi ve Marmara depreminin ekonomideki olumsuz etkilerinden kaynaklanmaktadır.

Neticede Türk bankacılık sisteminde görece derinleşmeye ve çeşitlenmeye, teknoloji ve insan kaynağı alanlarında sağlanan gelişmeye rağmen faiz marjları yüksek seyretmekte ve bu durum mali sistemin etkinliğini olumsuz etkilemektedir. Yapılan çalışmalar, yüksek gelirli ülkelerin daha düşük işletme giderlerine ve net faiz marjına sahip olduğunu göstermektedir.

Bankacılık sisteminde kullanılan başka bir rasyo ise yoğunlaşma endeksidir. Bankacılık sektörü yoğunlaşma endeksi üç büyük bankanın aktiflerinin toplam aktiflere bölünmesiyle bulunmuştur. Tablo 3.18'de Türkiye, AB ülkeleriyle karşılaştırılmıştır.

Tablo 3.18. Bankacılık Sistemi Yoğunlaşma Endeksi, 1994-2001

Yıllar	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Türkiye	49,6	46,4	45,8	39,4	37,9	27,4	29,5	22,1
Almanya	34,0	31,3	32,5	26,0	41,7	42,1	48,6	48,0
Fransa	40,1	26,8	27,3	30,6	32,0	39,1	39,2	41,6
İtalya	27,1	21,0	27,3	25,4	28,8	27,5	27,6	28,7
Yunanistan	55,0	52,8	49,9	46,5	43,0	32,3	32,3	37,5
Belçika	35,8	27,3	27,9	36,5	52,1	62,0	62,3	70,2

Kaynak: Worldbank, Financial Structure Database, 2001

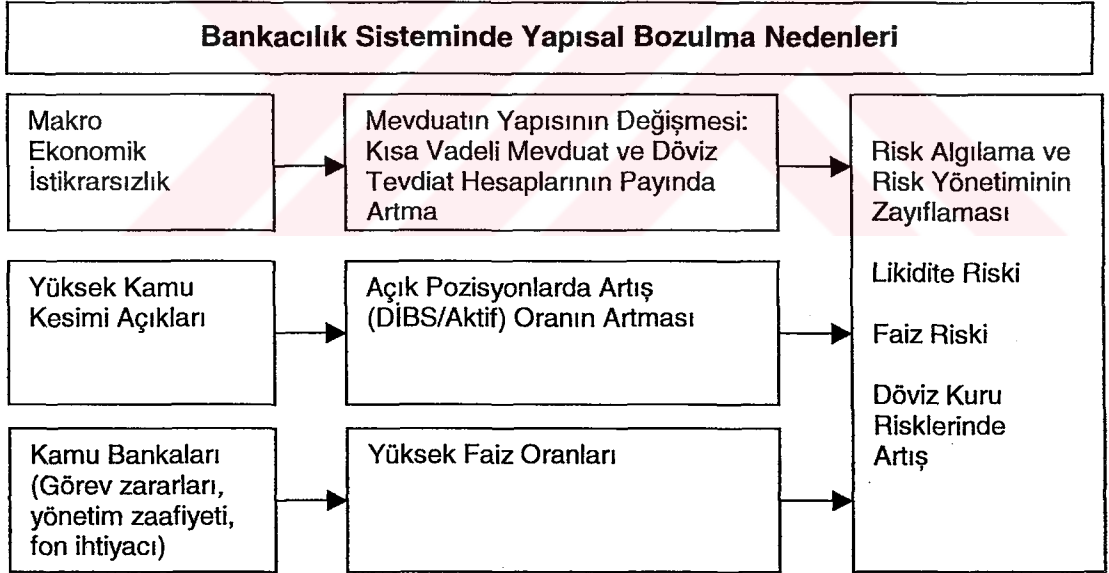
Türk bankacılık kesiminde de hemen hemen tüm ülkelerdeki gibi oligopolistik bir yapı vardır. Bankacılık yoğunlaşma endeksiyle gelir arasında yapılan çalışmalarda istatistiksel anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Tablo 3.18'den de bu durum

⁴⁴ A.e.

anlaşılmaktadır. Türkiye’de son yıllarda yoğunlaşma endeksinde bir düşüş görülmektedir.

Şimdiye kadar Türk bankacılık sisteminin hacmini, etkinliğini ve yapısını gösteren bazı rasyolar incelenmiş ve sistemin görece olarak geliştiği ancak bu gelişmenin diğer ülkelerin çok gerisinde kaldığı görülmüştür. Buna neden olan yapısal sorunlar ve nedenler aşağıda açıklanmaktadır.

Türk bankacılık sisteminin yapısal sorunları şu şekilde sıralanabilir: Yetersiz özkaynaklar, küçük ölçekli ve parçalı bankacılık yapısı, kamu bankalarının sistem içinde payının yüksekliği, zayıf aktif kalitesi (kredi yoğunlaşması, grup bankacılığı ve risklerin yoğunluğu, kredi ve karşılıklar arasındaki uyumsuzluk), piyasa risklerine aşırı duyarlılık ve kırılganlık (vade uyumsuzluğu açık pozisyon), yetersiz iç kontrol, risk yönetimi ve kurumsal yönetim, saydamlık eksikliği.⁴⁵



Şekil 3.1. Bankacılık Sisteminde Yapısal Bozulma Nedenleri

Kaynak: BDDK

Yukarıda anlatılan sorunların yanı sıra ülkemizde holdingler için finansal kuruluşlara sahip olmanın önemli avantajlar getirmesi ve buna bağlı olarak holding

⁴⁵ Yay, Yılmaz, a.g.e., s.138.

bankacılığının yaygınlaşması, yabancı sermayeli bankaların sektöre girmesi ve kalmasını sınırlandırmıştır.

Son birkaç yılda sorunları iyice ağırlaşan bankacılık sektöründe yaşanan krizlerin ardından, 2001 yılında bankacılık sektörünü yeniden yapılandırma çalışmaları başlatılmıştır. Çalışmaların temel amacı kamu bankalarını mali sistemden istirarsızlık unsuru olmaktan çıkarıp yeniden yapılandırılması, TMSF tarafından devralınan bankaların sorunlarının en kısa sürede çözülmesi, yaşanan krizler sonrasında mali yapıları zayıflayan özel sektör bankalarının sağlıklı bir yapıya kavuşmalarını sağlayacak düzenlemeleri kapsamaktadır.⁴⁶ Yeniden yapılandırma sonrasında ortaya çıkan tablo da ise, az sayıda ama çok daha güçlü bankaların sistemde kaldığı ve yabancı bankaların sektör içinde paylarının arttığı görülmektedir.

3.1.2. Sermaye Piyasaları

Türk sermaye piyasaları, elverişsiz makro ekonomik ortama rağmen, pek çok bakımdan önemli aşamalar kaydetmiş ve dünyanın sayılı piyasaları arasında yerini almıştır. Ancak bu gelişmeye karşın, Türkiye’de finansal sistemin yatırım ve üretim faaliyetlerini yeterince desteklediğini söylemek oldukça zordur.

Zira sürekli büyüyen kamu açıklarından kaynaklanan yüksek kamu borcu, bu borcun finansmanı için devlet iç borçlanma senedi ihracı ve bunlara ödenen yüksek reel faiz ve yüksek enflasyon, sermaye piyasalarının gelişmesini engellemiş ve özel sektörü dışlayarak finansal piyasaları kamu hakimiyetine sokmuş, reel sektörün bu piyasadan kaynak sağlamasını kısıtlamıştır.⁴⁷

Tablo 3.19.1’de A sütunu menkul kıymet stoklarının kendi aralarındaki dağılımını, B sütunu ise menkul kıymet stoklarının GSMH’ye oranını göstermektedir. Tablo 3.19.1’de, kamunun devlet iç borçlanma senedi ihracına başladığı 1986 yılından itibaren menkul kıymet stoklarına bakıldığında, kamu kesimi menkul kıymet stokunun ekonominin toplam menkul kıymet stoku içindeki ağırlığının sürekli artarak %90’ların üzerine çıktığı görülmektedir.

⁴⁶ Sayılğan, a.g.e.,s.73.

⁴⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, 2002 Faaliyet Raporu, Ankara, 2002, s.30.

Tablo 3.19.1. Menkul Kıymet Stokları, 1986-1994

	1986		1987		1988		1989		1990		1991		1992		1993		1994	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
I. Özel Sektör Menkul Kıymetleri	23,2	0,024	28,3	0,028	31,1	0,028	34,2	0,034	38,9	0,04	43,9	0,056	31,0	0,055	29,3	0,056	18,0	0,034
Hisse Senedi	19,7	0,02	21,6	0,021	25,7	0,023	28,6	0,029	34,9	0,036	40,6	0,052	25,1	0,045	18,7	0,036	15,0	0,028
Tahvil	3,2	0,003	5,8	0,006	4,4	0,004	3,3	0,003	3,4	0,003	2,1	0,003	0,9	0,002	0,4	0,001	0,2	0,000
Fin. Bonosu			0,7	0,001	1,0	0,001	2,2	0,002	0,5	0,001	0,7	0,001	0,4	0,001	0,3	0,001	0,0	0,000
VDMK													4,6	0,008	9,6	0,018	2,7	0,005
BB-BGB	0,3	0,000	0,2	0,000	0,1	0,000	0,1	0,000	0,2	0,000	0,6	0,000	0,0	0,000	0,3	0,001	0,0	0,000
KZOB					0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000
Gayrimenkul Sertifikası																		
II. Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri	76,8	0,079	71,7	0,07	48,0	0,063	65,8	0,066	61,1	0,072	56,1	0,072	69,0	69,0	70,7	0,135	82,0	0,154
Devlet Tahvili	37,4	0,038	32,2	0,031	40,0	0,036	46,1	0,046	45,3	0,047	31,0	0,040	44,2	44,2	49,6	0,095	31,9	0,060
Hazine Bonosu	20,4	0,021	25,7	0,025	0,0	0,019	15,0	0,015	13,2	0,014	22,9	0,029	21,6	21,6	16,9	0,032	41,7	0,078
Gelir Ort. Sen.	9,2	0,009	8,4	0,008	4,8	0,004	2,9	0,003	1,9	0,002	0,1	0,000					2,8	0,005
Döviz End. Senetler	9,9	0,010	5,4	0,005	3,3	0,003	1,7	0,002	0,7	0,001	2,1	0,003	3,2	3,2	4,2		5,6	0,010
Özelleştirme Tahvili																		
Toplam	100,0	0,103	100,0	0,098	100,0	0,091	100,0	0,100	100,0	0,112	100,0	0,128	100,0	100,0	100,0	0,191	100,0	0,188

Tablo 3.19.2. Menkul Kıymet Stokları, 1995-2003

	1995		1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003	
	A	B	A	B	A	B	A	A	A	B	B	B	A	B	A	B	A	B
I. Özel Sektör Menkul Kıymetleri	19,7	0,038	13,4	0,029	13,3	0,032	13,9	0,035	14,0	0,049	15,7	0,055	7,9	0,059	8,0	0,048	8,4	0,050
Hisse Senedi	14,9	0,028	12,9	0,028	12,9	0,031	13,8	0,035	14,0	0,048	15,7	0,055	7,9	0,059	8,0	0,048	8,4	0,050
Tahvil	0,2	0,000	0,1	0,000	0,1	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fin. Bonosu	0,1	0,002	0,1	0,002	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VDMK	4,5	0,009	0,2	0,001	0,2	0,000	0,1	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BB-BGB	0,1	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KZOB	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gayrimenkul Sertifikası			0,1	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri	80,3	0,153	86,6	0,190	86,7	0,207	86,1	0,220	86,0	0,298	84,3	0,292	92,1	0,696	92,0	0,556	91,6	0,539
Devlet Tahvili	34,2	0,065	38,0	0,083	50,8	0,121	42,2	0,108	72,6	0,252	78,7	0,273	76,6	0,578	68,8	0,415	79,0	0,469
Hazine Bonosu	42,1	0,080	46,4	0,102	33,8	0,081	42,7	0,109	11,9	0,041	4,7	0,016	15,0	0,113	22,6	0,136	11,9	0,070
Gelir Ort. Sen.	0,8	0,002	0,1	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Döviz End. Senetler	1,5	0,003	0,4	0,001	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Özelleştirme Tahvili	1,7	0,003	1,6	0,004	2,1	0,005	1,3	0,003	1,4	0,005	0,9	0,9	0,5	0,004	0,7	0,003	0,8	0,004
Toplam	100,0	0,191	100,0	0,219	100,0	0,239	100	0,255	100,0	0,347	100,0		100,0	0,747	100,0	0,594	100,0	0,594

Kaynak: SPK, Aylık Bülten.

1991'e kadar GSMH'ye oranı sabit kalan kamu menkul kıymet stoku, bu yıldan itibaren hızlı bir şekilde artmış; 2001 yılında bankacılık krizinin etkisiyle rekor düzeye ulaşarak %68,5 olmuştur. 2002 ve 2003 yıllarında ise bu oran bir miktar azalmıştır.

Büyük bölümünü hisse senedi ve yatırım fonu katılma belgesinin oluşturduğu özel sektör menkul kıymet stokunun GSMH'ye oranı ise kamu menkul kıymetlerinin aksine 1993 yılına kadar istikrarlı bir şekilde artmış, bu yıldan sonra bir düşüş trendine girmiş, son birkaç yıldır tekrar artarak 2003 yılında %5,3 olarak gerçekleşmiştir. Özel sektör menkul kıymetleri 18 katrilyon Türk liralık tutarla 214 katrilyon Türk liralık toplam menkul kıymet stokunun sadece %8,4'ünü oluşturabilmiştir.

Bu rakamlar kabaca, kamunun piyasadaki ağırlığının devam ettiğini, finansal sistemin yarattığı kaynakların hemen hemen tamamına yakınının kamu tarafından kullanıldığını ve finansal sistemin yeterli derinlik ve çeşitliliğe ulaşmadığını göstermektedir. Bu durum özel sektörün yatırım ve üretim faaliyetleri üzerinde baskı yaratmakta ve ülke potansiyelinin önemli bir kısmını kullanılamaz hale getirerek, Türk ekonomisini istikrarsız ve düşük bir büyümeye itmektedir.⁴⁸

Kamu kesiminin sermaye piyasalarında %90'lara yakın olan hacimsel ağırlığı birinci el menkul kıymet ihraçlarında olduğu gibi ikinci el işlemlerde de devam etmektedir. İkinci el piyasalarda özel kesim işlemlerinin hacimsel olarak ağırlığını ise hisse senedi işlemleri oluşturmaktadır.

Özel kesim tahvil ve diğer sabit getirili menkul kıymetlerin ikinci el piyasaları, birinci el piyasalarına koşut olarak zaman içinde hacimlerini ve önemlerini yitirmişlerdir. Bu yüzden burada İMKB'de yaşanan gelişmelere yer verilecektir.

Türkiye'de organize menkul kıymet piyasalarının kökleri 19. yüzyılın ikinci yarısına kadar uzar. Ancak Türkiye'nin hızlı bir şekilde sermaye piyasasını modernize etme çabaları bankerler krizinin de etkisiyle 1980'lere dayanır. Bu bağlamda 1980'li yılların ilk dönemlerinde daha sağlıklı sermaye hareketlerine

⁴⁸ Sermaye Piyasası Kurulu, a.g.e., s.30.

uygun gerek mevzuat, gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler olmuştur.

1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkartılmıştır. Ekim 1983'te menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören 91 sayılı Kanun hükmünde kararname çıkmıştır. Bir yıl sonra "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları" Resmî Gazete'de yayımlanmıştır. 1985 sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası resmen kurulmuş ve 3 Ocak 1986 yılında da alım satım faaliyetlerine başlamıştır. Bugün İMKB'de hisse senetleri piyasası, tahvil ve bono piyasası, uluslararası pazar, vadeli işlemler piyasası ve Takasbank para piyasası faaliyetleri yürütülmektedir.⁴⁹ Tablo 3.20'de ikinci bölümde bahsedilen sermaye piyasasına ilişkin gelişmişlik oranları incelenmektedir.

Tablo 3.20. İMKB Hisse Senedi Piyasasına İlişkin Göstergeler, 1986-2003

Yıllar	Piyasa Kapitalizasyonu	Piyasa Kapitalizasyonu /GSYİH %	Toplam İşlem Hacmi	İşlem Hacmi /GSYİH %	İşlem Görme Oranı (Turnover)%
1986	709,0	1,3	8,7	0,01	1,23
1987	3182	4,2	105,4	0,14	3,31
1988	2048	1,5	149,0	0,11	7,28
1989	15553	6,8	1735,9	0,76	11,17
1990	55238	14,0	15313,1	3,89	27,72
1991	78907	12,5	35556,8	5,64	44,90
1992	84809	7,7	56403,5	5,15	66,50
1993	546316	27,5	255654,5	12,89	46,79
1994	836118	21,6	651791,0	16,8	77,80
1995	1264998	16,2	2374796,7	30,59	187,73
1996	3275038	22,1	3039633,9	20,5	92,81
1997	12657308	43,8	9272345,8	32,1	73,27
1998	10611820	20,3	18095404,5	34,6	170,53
1999	61137073	78,9	36914094,1	47,6	60,36
2000	46692373	37,3	111340822,8	89,0	238,46
2001	68603041	38,4	93116229,9	52,1	135,73
2002	56370247	20,4	106302549,8	38,5	188,58
2003	96072774	26,7	146644042,8	40,7	152,64

Kaynak: SPK, Aylık Bülten'den alınan verilerle derlenmiştir.
Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

⁴⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, a.g.e., s.34.

Tablo 3.20'de görüldüğü üzere 1986 yılında 709 milyar olan piyasa kapitalizasyonu 2003 yılında 96 katrilyona kadar yükselmiştir. Piyasa kapitalizasyonu yani piyasanın büyüklüğü, sermayenin mobilizasyonu ve riskin çeşitlenmesiyle pozitif bağlantılıdır. Piyasa kapitalizasyonu arttıkça sermayenin mobilizasyonu artar risk çeşitlenir. Türkiye'de piyasa kapitalizasyon oranı hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin çok gerisindedir. Piyasa kapitalizasyon oranının dalgalı bir seyir izlemesinin bir kısmı küresel ve konjonktürel faktörlere bağlansa bile, büyük bölümünün Türk ekonomisi ile İMKB'nin yapısal özelliklerinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

İMKB hisse senedi piyasası özellikle 1993 yılında ciddi bir büyüme sürecine girmiş gözükmektedir. İşlem Hacmi /GSYİH oranı 1986 yılında 0,01 ve 1992'de %5,1 iken, 1990'ların ikinci yarısından itibaren %30'ların üstüne çıkmıştır. İşlem görme oranı ise 1986 yılında %1.2'den 2003 yılında %153'e kadar yükselmiştir.

İşlem hacmi ve işlem görme oranı hisse senedi piyasasının likiditesini ölçmektedir. Yüksek işlem görme oranları düşük işlem maliyetlerini gösterir. Toplam İşlem Hacmi/GSYİH ülke ekonomisinin büyüklüğüne göre ticareti ölçerken, işlem görme oranı ise hisse senedi piyasası büyüklüğüne oranla ticareti ölçer. Küçük aktif bir piyasa düşük piyasa kapitalizasyon oranına ancak yüksek işlem görme oranına sahiptir.⁵⁰

Türkiye'de hisse senedi piyasası işlem hacmi ve işlem görme oranı AB ülkeleri ve gelişmekte olan piyasalarla karşılaştırıldığında Türkiye'nin küçük ama oldukça aktif bir hisse senedi piyasasına sahip olduğu görülmektedir. 2001 yılı için işlem hacmi/GSYİH oranı Almanya için %76,8, Fransa %82,2, İtalya %50,7, Yunanistan %31,8, Arjantin %1,5, Kore %164,4; 2001 yılı için işlem görme oranları Almanya %141,6, Fransa %96,0, İtalya %99,4, Yunanistan %44,2, Malezya %17,8, Kore %386,7, Arjantin %1,9'dur.⁵¹

1990'lı yıllarda hakim yatırım biçimi kısa vadecilik olmuştur. Sabit getirili menkul kıymetlerde ortalama vadeler 3-6 ay sınırını pek aşmazken, hisse senetlerini

⁵⁰ Aslı Demirgüç-Kunt, Ross Levine, "Stock Market Development And Financial Intermediaries: Stylized Facts," **World Bank Working Papers**, Mayıs 1995, s.7.

⁵¹ Worldbank, "Financial Structure and Economic Development Database", (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/research/projects/finstructure/database.htm>, 5 Ocak 2004

elde tutma süreleri de oldukça kısalmıştır. Bu ortamda hisse senetlerini elde tutarak değil, alıp satarak para kazanma eğilimi ağır basmıştır. Bu yapı İMKB'nin likiditesini inanılmaz ölçüde arttırırken fiyat değişkenliğini ve riskleri de aynı ölçüde arttırarak piyasayı spekülâtif işlemlere maruz bırakmıştır.⁵²

İMKB'de pazar devir hızının ya da işlem görme oranının çok yüksek olması, pazarın oyuncularının içinde spekülâtorlerin çok daha ağırlıklı olduğunu göstermektedir. Ülkenin ekonomik ve politik koşullarının çok değişken olması pazarın oynaklığını arttırmaktadır. Bu durumdan spekülâtorler de kar sağlamak istemektedir.⁵³

Kısa sürede sağlanan birçok gelişmeye karşın Türkiye sermaye piyasasını geliştirememiştir. Kamu kesimi borçlanma araçlarının ihraç rakamlarında ciddi artışlar yaşanmasına rağmen özel sektör borçlanma araçları çok cılız kalmıştır.

Tablo 3.20'de görüldüğü üzere İMKB, ikinci el piyasa hacmi itibarıyla hep rekorlar kırdı ama birinci el piyasa işlem hacmiyle yani şirketlerin halka açılarak finansman sağlaması anlamında sermaye piyasaları çok büyümemiştir.

Sermaye piyasalarının ekonomi içerisindeki payının sınırlı kalmasının temelinde arz ve talebin yeterince büyütülememesi yatmaktadır; ancak asıl sorunu, talep tarafı yani tasarruf sahiplerinin finansal varlıklara yeterince talep yaratmamalarıdır. Önceleri koşulların zorlaması ve zaman içerisinde oluşan zihin değişikliği nedeniyle piyasaya inanmaya ve halka açılmaya başlamış olan aile şirketleri, iç piyasanın darlığı ve krizler nedeniyle bu süreçte isteksiz davranmışlardır.⁵⁴

Talep yetersizliğinin bir sonucu olarak başlayan halka açılma süreci devam ettirilememiş, bu yüzden şirketlerin halka açıklık oranı benzer ülkelere göre düşük kalmıştır.

⁵² Akyüz (Abdullah), a.g.e., s.7.

⁵³ Mehmet Baha Karan, Ali Argun Karacabey, **Türkiye'de Sermaye Piyasası'nın Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları Ve Geleceği**, 1.bs., Ankara, SPK Yayınları No:140., 2003, s.96.

⁵⁴ Akyüz (Abdullah), a.g.e., s.7.

Ülkemizde talep yetersizliğinin nedenlerinden biri hukuki çerçevenin tamamlanmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Hukuki çerçeve sadece kuralların varlığı anlamına gelmemektedir. Kuralların uygulanması için denetim ve gözetim faaliyetleri de gerekmektedir. Kuralların herkese eşit biçimde uygulanacağına dair bir varsayım piyasalara yerleşmelidir.⁵⁵ Örneğin bilgi, yatırımcı ve tasarruf sahipleri arasında asimetrik dağıtılıyorsa, tasarruf sahipleri aldatıldıkları hissine kapılıp piyasalardan uzaklaşacaktır. Bu durum finansal piyasaların boyutlarının küçük kalmasına neden olacaktır.

Piyasaların boyutlarının küçük kalması üç sonuca yol açar. Öncelikle piyasa sığ olur. Bu durumda piyasada her fiyat düzeyinde işlem yapmak isteyen bulunmayacağı için piyasayı temizlemek için fiyat volatilitisinin yüksek olması gerekecektir. İkinci olarak, piyasa dar olacaktır. Bu durumda ise her fiyat düzeyinden yapılmak istenen işlemler sınırlı miktarda kalacaktır. Yine piyasanın temizlenmesi için fiyat hareketinin boyu fazla olacak ve volatilitite artacaktır. Üçüncü olarak, katılımın sınırlı olduğu bir piyasanın toparlanma gücü de az olacaktır.⁵⁶

Sonuç itibarıyla piyasada katılımın azlığından kaynaklanan volatilité, bizatihi kendisi riski arttırdığı için piyasalara katılımı engelleyen bir rol oynayacaktır. Bu yüzden piyasaya geniş katılımı sağlayabilmek için yatırımcı ve tasarruf sahibinin korunması anlayışı yerleşmelidir.

Diğer taraftan sermaye piyasasının yeterince etkin ve şeffaf olmadığı birçok çalışma ve raporda öne sürülmektedir. Gözetim, denetim ve şirketlerden bilgi akışı alanlarında birçok gelişme ve iyileşme sağlanmasına rağmen, gözetim ve bilgi akışında, bilgisayar ve haberleşme teknolojilerinden yeterince yararlanılamamıştır. Yeterince etkin ve şeffaf olmayan piyasalar yatırımcılar tarafından olumsuz karşılanmaktadır.

Bunun yanı sıra 21. yüzyılın başında Türk sermaye piyasasının en önemli sorunu ve aynı zamanda fırsatı uluslararası uyum ve entegrasyondur. Avrupa Birliği'ne üye olmak isteyen Türkiye, sermaye piyasasını uluslararası piyasalara

⁵⁵ Güven Sak, "Sermaye Piyasalarının İşleyişi ve Kural Hakimiyeti: Türkiye Deneyimi Üzerine Düşünceler", **Başak Dergisi**, Ocak- Şubat 1997, s.15.

⁵⁶ A.e.

gerek mevzuatı gerek yapısı olarak uyum sağlamalı ve uluslararası piyasalara entegre olarak bu piyasalardan Türk ekonomisine kaynak aktarabilmelidir.⁵⁷

Sermaye piyasasının gelişimini kısıtlayan bozulmuş makro ekonomik göstergeler (enflasyon, çok yüksek düzeyde kamu açıkları) dışında sermaye piyasasının bir diğer sorunu yatırımcıları riskten koruyabilecek finansal enstrümanların yetersizliğidir. Türk sermaye piyasası riskli bir piyasadır ve bu risklilik büyük ölçüde makro ekonomik sorunların yanı sıra mali kuruluşların risk yönetimi konusunda yetersiz olmasından da kaynaklanmaktadır.⁵⁸

Sermaye piyasasının diğer bir sorunu ise piyasa büyüklüğünün ve aracı kurum gelirlerinin sınırlı kalması nedeniyle hizmet kalitesinin düşmesi ve aracı kurumların işlem hacmi kaygısıyla spekülâtör ve manipülâtörlerle çalışmasıdır. Bu unsur piyasayı likidite açısından olumlu etkilemekle birlikte uzun vadede piyasanın sağlıklı bir şekilde gelişmesini önleyecektir.

3.2. Finansal Gelişme ve Makro Ekonomik Göstergeler

Bu bölüme kadar Türkiye’de finansal gelişme daha önceden anlatılmış finansal gelişmişlik oranları doğrultusunda incelendi ve finansal sistemin 1980’lerden beri görece olarak büyüdüğü ancak aracılık işlevini etkin bir şekilde yerine getiremediği gösterildi. Aşağıda ise aynı dönem içinde diğer makro ekonomik göstergelerin seyri incelenmiştir.

Tablo 3.21.1. Tasarruflar/GSMH, Yatırımlar/GSMH, 1987-1994 (yüzde)

Yıllar	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Toplam Yurt içi Tasarruflar	23,9	27,2	22,1	22,0	21,4	21,6	22,7	23,1
Kamu	6,5	6,8	4,7	3,4	0,7	-0,8	-2,6	-1,0
Özel	17,4	20,4	17,4	18,6	20,7	22,4	25,3	24,1
Sabit Sermaye Yatırımları	24,6	26,1	22,5	22,6	23,7	23,4	26,3	24,5
Kamu	10,0	8,9	7,6	7,0	7,6	7,4	7,2	6,0
Özel	14,6	17,2	14,9	15,6	16,1	16,0	19,1	19,5

⁵⁷ Karan, Karacabey, a.g.e., s.108.

⁵⁸ Karan, Karacabey, a.g.e., s.108.

**Tablo 3.21.2. Tasarruflar/GSMH, Yatırımlar/GSMH,
1995-2002 (yüzde)**

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Toplam Yurt içi Tasarruflar	22,1	19,8	21,3	22,7	21,2	18,2	17,4	16,6
Kamu	-0,0	-1,7	0,8	-1,8	-6,7	-5,1	-9,8	-6,6
Özel	22,1	21,5	20,5	24,5	27,9	23,3	27,2	23,2
Sabit Sermaye Yatırımları	24,0	25,1	26,3	24,3	22,1	22,8	19	17,3
Kamu	4,3	5,2	6,0	6,3	6,6	7,0	6,4	5,9
Özel	19,7	19,9	20,3	18,0	15,5	15,8	12,6	11,4

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Ekonomik Göstergeler, 1950-2003.
Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Tablo 3.21.1'de de görüldüğü üzere finansal gelişmeyi sağlamak amacıyla uygulanmış olan finansal liberalizasyon politikalarının tasarrufları arttırmada pek de olumlu bir sonuç vermediği görülmektedir. İzlenen dönemde kamu tasarruflarının GSMH'ye olan oranında düşüş, toplam tasarruflarda da dönem içinde önemli bir artış olmasına izin vermemiştir. Sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ye oranı ise izlenen dönem içinde bir artış kaydetmemiş, son yıllarda yaşanan krizlerle azalmıştır.

Uygun (1993) uyguladığı ekonometrik testlerde finansal liberalizasyon politikalarının Türkiye'de tasarrufları ve yatırımları arttırmadığını, ancak sermayenin ve diğer üretim faktörlerinin verimliliğini arttırdığını bulmuştur.⁵⁹

Celasun-Tansel ise yaptığı çalışmada reel pozitif faiz politikasının özel kesimin tasarrufları üzerinde olumlu etkisi olduğunu ancak bu politikanın yatırımları negatif etkilediğini bulmuştur. Ancak Celasun-Tansel çalışmasında tasarrufları sabit fiyatlarla ölçerken, Uygun tasarrufları cari fiyatlarla ölçmüştür.⁶⁰

⁵⁹ Uygun, a.g.e., s.43.

⁶⁰ Güven Sak, **Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation Of The Turkish Experience In The 1980's.**, 1.bs., Ankara, SPK Yayınları, No:22, Ekim 1995, s.92.

**Tablo 3.22.1. Sermaye Birikim Oranı,
1987-1994 (yüzde)**

Yıllar	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Gayri Safi Sabit Serm. Oluş./GSYİH	24,7	26,1	22,8	22,8	23,8	23,6	26,5	24,6
Kamu Sektörü/GSYİH	10,3	8,9	7,6	7,2	7,6	7,4	7,2	5,7
Özel Sektör/GSYİH	14,4	17,2	15,2	15,6	16,2	16,2	19,3	18,9

**Tablo 3.22.2. Sermaye Birikim Oranı,
1995-2002 (yüzde)**

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Gayri Safi Sabit Serm. Oluş./GSYİH	23,8	25,0	26,4	24,5	21,8	22,3	18,1	16,6
Kamu Sektörü/GSYİH	3,9	4,6	5,6	6,1	5,7	5,9	5,6	5,6
Özel Sektör/GSYİH	19,9	20,4	20,8	18,4	16,1	16,4	12,5	11,0

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Ekonomik Göstergeler, 1950-2003.
Cari piyasa fiyatlarıyla hesaplanmıştır

Gayri safi sermaye birikiminin GSYİH'ye oranı sermaye birikimini verecektir. Yeni finansal gelişme teorilerinin finansal gelişmenin sermaye birikimin arttıracığı yönündeki görüşü Türkiye'de pek gerçekleşmemiş gözükmektedir. Tablo 3.22.1'de 1987 yılında sermaye birikim oranı %24,7 iken, 2002 yılında bu oran %16,6'ya kadar düşmüştür.

Bu durum kısa dönemli dalgalanmaların ötesinde ekonominin uzun dönemli büyüme potansiyelinin ciddi biçimde aşınmakta olabileceğini göstermektedir. Türkiye'nin yeni yüzyıla sermaye birikim oranı ve büyüme potansiyelini daha fazla düşürerek girmesi vahim bir durumdur.⁶¹

Tablo 3.23. Sektörler İtibarıyla Büyüme Hızı (yüzde)

Yıllar	1970-1979	1980-1989	1990-2000	1990-2002	1980-2002
Tarım	1,85	0,55	1,19	1,00	1,07
Sanayi	5,80	6,96	4,21	3,17	4,96
Hizmetler	5,22	5,17	3,69	3,07	4,15
GSYİH	4,66	4,55	3,42	2,83	3,76

Kaynak: BDDK, <http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraportlar/sunumlar/ODTU-sunum2.pdf>

⁶¹ Korkut Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi 1908-2002**, 7.bs., Ankara, İmge Kitapevi, 2003, ss.185-186.

Sektörler itibarıyla büyüme hızına bakıldığında tüm sektörlerin 1970-1978 yıllarına oranla 1980-2002 döneminde büyüme hızlarının düştüğü görülmektedir. GSYİH büyüme hızı 1970-1979 arası %4,66 iken, 1980-2002 döneminde %3,76'ya düşmüştür.

Tablo 3.24. Sektörler İtibarıyla İşgücü Verimliliği Artış Hızları (yüzde)

Yıllar	1970-1979	1980-1989	1990-2000	1990-2002	1980-2002
Tarım	1,34	0,25	3,62	3,56	2,32
Sanayi	1,72	4,28	2,25	1,20	2,79
Hizmetler	0,70	1,96	0,48	0,40	1,21
GSYİH	2,49	2,91	2,73	2,38	2,78

Kaynak: BDDK, <http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/sunumlar/ODTU-sunum2.pdf>.

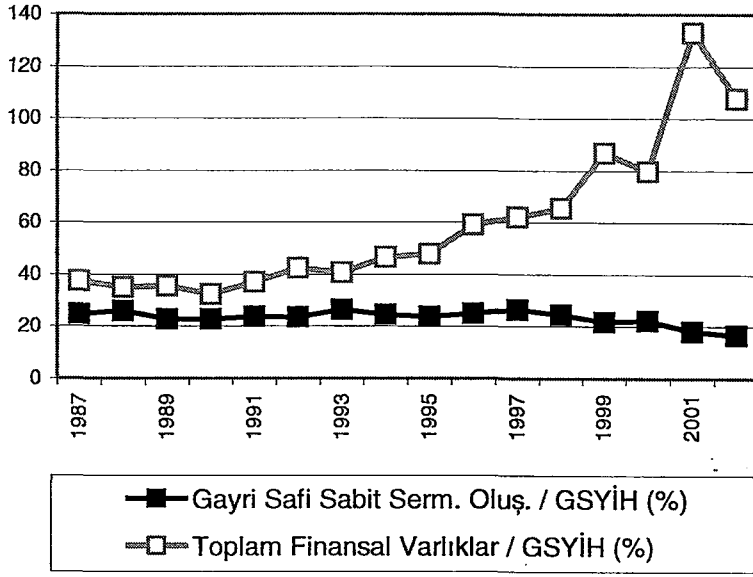
Sektörler itibarıyla işgücü verimlilik artış hızlarının az da olsa 1970-1979 dönemine oranla 1980-2002 yılında çok az yükseldiği görülmektedir.

Tablo 3.25. Sektörler İtibarıyla Sermaye Stoku Artış Oranları (yüzde)

Yıllar	1970-1979	1980-1989	1990-2000	1980-2000
Tarım	7,5	2,4	2,1	2,2
Sanayi	11,1	2,4	1,9	2,1
İmalat	11,2	0,6	2,5	1,6
Enerji	11,3	7,9	1,6	4,5
Hizmet	7,6	5,2	6,8	6,2
Ulaştırma	11,3	5,8	7,4	6,6
Konut	7,4	4,9	5,9	5,6
Toplam	9,0	3,9	5,0	4,5

Kaynak: BDDK, <http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/sunumlar/ODTU-sunum2.pdf>.

Sektörler itibarıyla sermaye stoku artış oranlarına bakıldığında 1970-1979 döneminde hem toplamda hem de tüm sektörlerde diğer dönemlere oranla en yüksek sermaye stok artış oranı yaşanmıştır. 1980-2000 döneminde sermaye stoku artış oranı 1972-1979 dönemindeki sermaye stoku artış oranının yarısıdır.

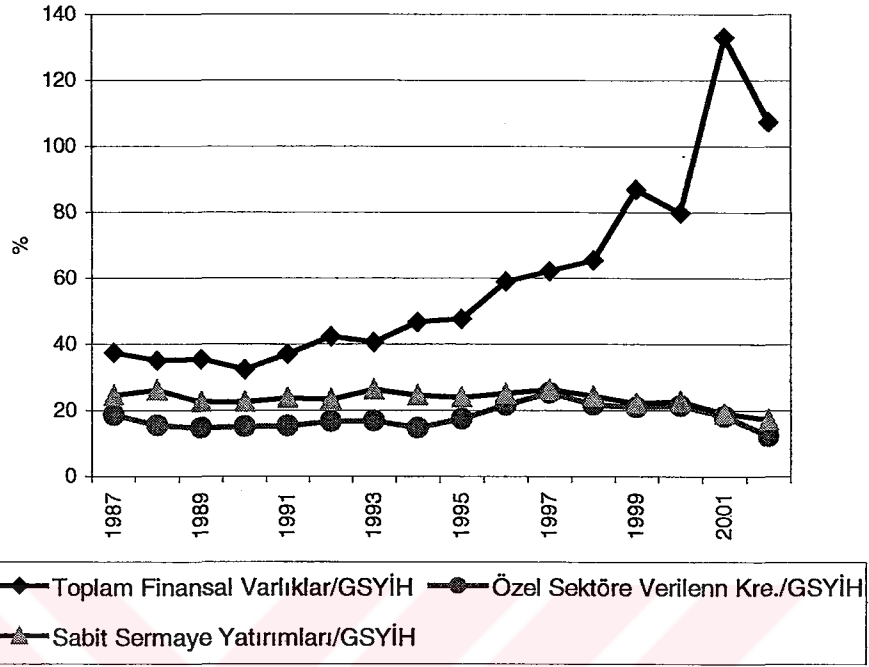


Grafik 3.1. Sermaye Birikimi, Toplam Finansal Varlıklar

Grafik 3.1'de görüldüğü üzere TFV'de bir artış trendi olduğu halde sermaye birikim oranını gösteren gayri safi sabit sermaye oluşumu /GSYİH oranı bir artış göstermediği gibi son yıllarda bir düşme eğilimi göstermektedir.

Finansal gelişme sürecinde beklenen özel sektöre verilen kredilerin ve sermaye birikimini sağlayacak yatırımların artmasıyla, ele alınan dönemde, Grafik 3.2'de görüldüğü üzere TFV'nin milli gelir içindeki payı hızla büyürken, sabit sermaye yatırımlarının ve özel sektöre verilen kredilerin payı durağan bir durum sergilemekte, hatta son yıllarda düşme eğilimi göstermektedir. Bu durum önceki bölümlerde sergilenen artan iç borç ve toplam finansal varlıklar içinde kamunun çıkardığı menkul kıymetlerin artan oranlarıyla açıklanabilir. Yani, iktisadi deyişle dışlama etkisi mevcuttur. Yine grafikten Türkiye'nin tasarruf ettiği gelirin tamamını özel sektöre kredi olarak aktaramadığı ve kredilerin tamamını da sabit sermaye yatırımlarına dönüştüremediği anlaşılmaktadır.

Sonuç olarak şimdiye kadar yapılmış tablolardan ve grafiklerden finansal sistemin görece olarak büyüdüğü, ancak reel sektöre fon aktarma işlevini etkin bir şekilde yerine getiremediği söylenebilir. Bu durum para üzerinden para kazanılması, yani fonların finans sektöründe kalması olarak yorumlanabilir.



Grafik 3.2. Toplam Finansal Varlıklar, Sabit Sermaye Yatırımları, Özel Sektöre Verilen Krediler

Makro ekonomik istirsızlık, belirsizlik, reel faizlerin yüksekliği, kurumsallaşmadaki yetersizlikler, rekabetçi ortamın oluşmasını engelleyen düzenlemeler, tüketici talebinin yetersizliği nedeniyle bankacılık dışı finansal faaliyetlerin gelişmemesi, kamusal yükler nedeniyle aracılık maliyetinin yüksek olması hem finansal sektörün yeterince gelişmesini engellemiş aynı zamanda aracılık işlevini yitirmesine neden olmuştur.⁶²

Görülen o ki finansal gelişme, Türk ekonomisinde hem bankacılık, hem de reel üretim kesimlerinde rantiyer tipi, spekülatif birikim anlayışının yükselmesine neden olmuş ve kısa dönemli finansal yatırım hesapları, uzun dönemli reel sabit sermaye yatırımlarının önüne geçmiştir.⁶³

Türkiye’de finansal gelişmeyle birlikte uzun dönemli ve istikrarlı büyümeyi sağlayacak yatırımların ve sermaye birikiminin artışı sağlanamamıştır. Finansal

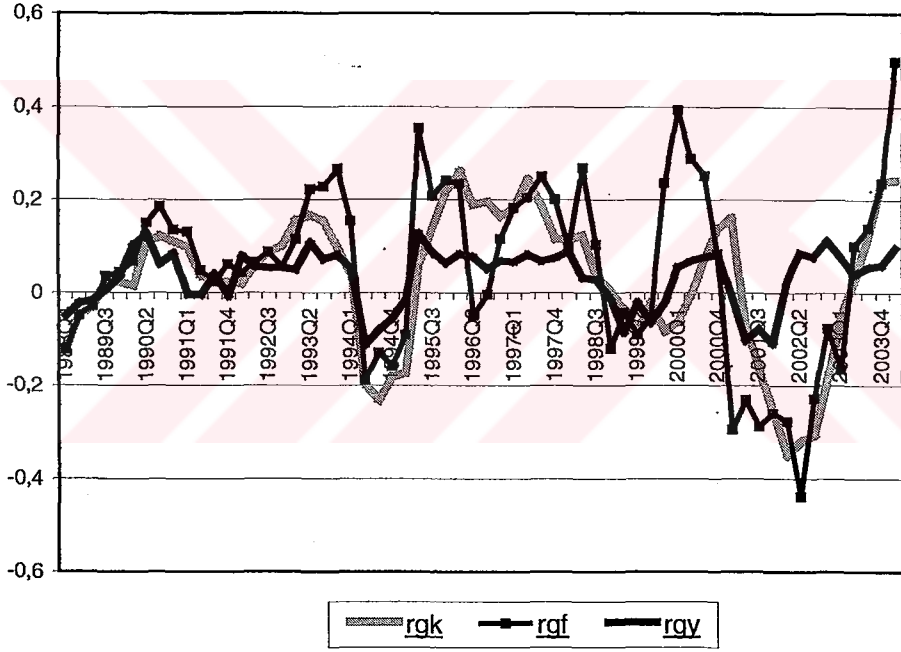
⁶² Şeref Saygılı, “Yeni Büyüme Stratejisi ve Finans Sektörü,” OTDÜ Ekonomi Kongresinde sunulan bildiri, Ankara, 6 Eylül 2003.

⁶³ Yeldan, a.g.e., s.157.

gelişmenin toplam faktör verimliliği üzerindeki etkisi ise yapılan bazı çalışmalarda pozitif, bazılarında ise herhangi bir artış sağlamadığı yönündedir.

3.3 Finansal Gelişme ve Reel Büyüme İlişkisi

Türkiye’de finansal gelişmenin makro ekonomik göstergeler üzerinde pek de bir etkisi olmadığı şimdiye kadar yapılan grafikler ve tablolarla gösterilmiştir. Ancak finansal gelişmenin reel ekonomik büyümeye etkisi ne olmuştur? Grafik 3.3’te bu ilişki gösterilmiştir.



Grafik 3.3. Finansal Gelişme ve Reel Büyüme İlişkisi

Grafik 3.3’te 1988-2004 yılları arasında finansal gelişme ve reel büyüme ilişkisi irdelenmiştir. Finansal gelişme göstergesi olarak, daha önceki bölümlerde anlatılmış olduğu gibi özel sektöre verilen bankacılık kredisi (rgk) ve bunun yanı sıra ekonomideki tüm finansal aracılığı gösteren, özel sektöre verilen bankacılık kredisi +borsa işlem hacmi (rgf) kullanılmıştır. Bu göstergede piyasa kapitalizasyonu yerine borsa hacminin kullanılması, borsa hacminin sermaye piyasasının gelişimini daha iyi yansıttığı düşünüldüğü içindir. Bu göstergeler önce reelleştirilmiş daha sonra

büyüme oranları hesaplanmıştır. Grafikte de görüldüğü üzere finansal gelişme göstergelerinin reel büyüme oranlarıyla, milli gelirin reel büyüme oranı (rgy) aynı yönde hareket etmektedir. Milli gelirin büyüdüğü yıllarda finansal gelişme artmakta ya da finansal gelişmenin arttığı yıllarda milli gelir büyümektedir. 1994 ve 2000-2001 yıllarında meydana gelen finansal krizlerle hem reel büyüme hem de finansal gelişme eksi büyüme oranlarına inmiştir.

Grafik 3.3'te dikkat çeken diğer bir özellik hem finansal gelişmenin hem de reel büyümenin dalgalı ve istikrarsız bir seyir izlemesidir. Finansal gelişmenin oranının çok keskin dalgalanması ise içinde sermaye piyasasının oynaklığını barındırmasından kaynaklanmaktadır.

Söylenilenleri pekiştirmek üzere aynı dönemi (1988-2004) kapsayan ve aynı göstergeler kullanılarak yapılan istatistiksel analizde şu sonuçlar ortaya çıkmıştır.

Tablo 3.26. Genel İstatistikler

	RGF	RGK	RGY
Ortalama	0,054498	0,027179	0,033281
Ortanca	0,074558	0,037956	0,053266
En Büyük	0,498079	0,261513	0,126934
En Küçük	-0,438636	-0,349506	-0,113008
Standart Sapma	0,189295	0,148734	0,061282
Çarpıklık	-0,319956	-0,708019	-0,831230
Basıklık	2,777265	2,873508	2,764858
Jarque-Bera	1,186003	5,221336	7,282585
Olasılık	0,552666	0,073485	0,026218
Gözlem Sayısı	62	62	62

Tablo 3.26'da görüldüğü üzere hem reel kredi (rgk) ve finansal sektör toplam hacmi (rgf) hem de milli gelir düzeyindeki (rgy) yıllık büyüme oranlarının ortalamaları ortancalarından daha küçüktür. Ortalamanın ortancadan farkı, ortalama hesaplanırken serinin güven aralığı dışında kalan aşırı şokların etkilerinin de hesaba katılmasıdır ki, bu durum, ortanca hesaplanırken görülmez. Dolayısıyla ele alınan 1988-2004 yılları arasındaki örneklem kümesinde ortalamanın ortancadan küçük olması, bizlere bu dönemde gerçekleşen aşırı şoklarında negatif değerli olduğunu bildirir. Bu olgu ise, ilgili dönemde yaşanan iki büyük krize (1994-2001) denk

düşmektedir. Görüleceği üzere, her iki krizde de hem üretim, hem İMKB ve kredi hacimlerindeki reel büyümelerinde çok şiddetli daralmalar yaşanmıştır.

Elde edilen serilerin standart sapmalarına bakıldığında finansal göstergelere göre milli gelirdeki büyüme daha istikrarlı görülmektedir. Yine Grafik 3.3'de gözlemlendiği gibi serilerin hareket yönleri aynıdır.

Çarpıklık (skewness) değerleri bir seriye gelen şokların hangi yönde olma olasılığının daha yüksek olduğunun cevaplarını içerir. Her üç seride de çarpıklık değerleri negatiftir. Bu demektir ki, ilgili dönemde, milli gelir ve finansal göstergelerdeki reel büyüme daha çok negatif değerlere maruz kalmıştır. Normal dağılımlı bir değişkende çarpıklık değerinin "0" olması gerektiği için, diyebilirizki ele alınan seriler şokların bu asimetrik yapısından dolayı normal dağılım özelliklerinden uzaklaşmışlardır.

Bununla birlikte, basıklık (kurtosis) değerlerine bakıldığında ise standart normal bir değişkende olması gereken "varyansın 3 katı" değerine çok yakın olduğu görülmektedir. Buradan yola çıkarak varılacak sonuç: Basıklık değerleri olması gereken değerlerin çok az üstünde oldukları için, ilgili dönemde Türk ekonomisinin çoğunlukla küçük şoklara maruz kaldığı ve büyük şokların daha az gerçekleştiğidir.

Tablo 3.27. Korelasyon Matrisi

	RGK	RGY	RGF
RGK	1,000	0,514816	0,713073
RGY	0,514816	1,000	0,562500
RGF	0,713073	0,562500	1,0000

Tablo 3.28. Kovaryans Matrisi

	RGK	RGY	RGF
RGK	0,021765	0,004617	0,019753
RGY	0,004617	0,003695	0,006420
RGF	0,019753	0,006420	0,035255

Tablo 3.27 ve Tablo 3.28'de görüldüğü üzere kredi hacminin, kredi + borsa hacminin ve milli gelirin reel büyüme oranları birbiriyle aynı yönde hareket etmektedir. Çünkü hem korelasyon, hem kovaryans değerlerinin hepsi pozitifdir.

İktisadi sonuç olarak vurgulanması gereken nokta Türkiye’de finansal sektörün zaman içindeki gelişimi milli gelirdeki büyüme ile paralel bir seyir izlemektedir.

Türk ekonomisinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiş olan çalışmalarda çoğunlukla iki değişken arasında uzun dönemde pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuç bizim istatistikî analizimizi destekler niteliktedir. Ancak bu çalışmalar bir adım daha ileri giderek değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini de araştırmışlar fakat ilişkinin nedenselliği hakkında kesin bir sonuca varamamışlardır.

Kar ve Pentecost Türkiye için 1963-1995 dönemini kapsayan ampirik çalışmalarında her iki değişkenin uzun dönemli karşılıklı etkileşim içinde olduklarını bulmuşlardır. M2Y, bankacılık mevduatları, yurt içi kredi hacmi, özel sektöre verilen krediler ve özel sektöre verilen kredilerin yurt içi kredi hacmine oranını, finansal gelişme göstergeleri olarak almışlar ve kişi başına GSMH’yla olan ilişkisini araştırmışlar ve nedenselliğin yönünün kullanılan finansal gelişme göstergelerine göre değiştiğini görmüşlerdir. Yani ilişki ne toptancı bir anlayışla arz yönlü, ne de talebin takip ettiği şekildedir.⁶⁴

Ünalnış (2002) aynı göstergeleri kullanarak 1970-2001 dönemini incelemiş ve finansal gelişme göstergeleri ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu bulmuştur. Nedensellik hususunda ise kısa dönemde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi desteklediğini (arz yönlü) uzun dönemde ise iki değişken arasında iki yönlü nedensellik olduğunu savunmuştur.⁶⁵

Taş ve Örnek 1987-2000 dönemini ele alarak ve M1, M2Y, bankacılık sektörü toplam kredi hacmi ve bankacılık sektörü mevduat hacmini finansal gelişme göstergesi olarak kullandıkları ve kişi başına gelir ile ilişkisini inceledikleri

⁶⁴ Muhsin Kar, Eric J. Pentecost, “Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on The Causality Issue,” **Loughborough University Economic Research Paper**, No:00/27, Aralık 2000, ss.3-13

⁶⁵ Deren Ünalnış, “The Causality Between Financial Development And Economic Growth: The Case Of Turkey,” **Research Department The Central Bank Of The Republic Of Turkey**, Haziran 2002, ss.1-10.

çalışmalarında bazı değişkenler arasında iki yönlü bazılarında ise talebin takip ettiği durum gözlenmiştir.⁶⁶

Sonuç olarak iki değişken arasındaki pozitif ilişki kabul edilmekle birlikte nedenselliğin yönü hakkında kesin bir yargıya varılamamaktadır. Ancak çoğu iktisatçıya göre ilişki iki yönlüdür. Bunun nedeni ise iki değişkenin etkileşiminin eşanlı olması ve nedenselliğin yönünün belirlenmesinin zor olmasıdır.



⁶⁶ Seyhan Taş, İbrahim Örnek, "Türkiye'de Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi," **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar**, No:468, Mart 2003, ss.82-95.

SONUÇ

Tüm ekonomik sistemlerin temel amaçlarından biri ekonomik büyümeyi sağlamaktır. Ekonomik büyüme için sermaye birikiminin oluşması, sermaye birikimi için yatırımların artması, yatırımlar için ise tasarrufları kanallandıracak finansal sistem gereklidir. Gelişmiş ve sağlıklı bir finansal sistem, fon talep edenler ve fon arz edenler arasında kurduğu köprü vazifesiyle ve sunduğu çeşitli yeni finansal araçlarla tasarruf etmeyi cazip hale getirir ve tasarrufları arttırarak sermaye birikimine zemin hazırlar. Bunun yanı sıra tasarrufların daha verimli yatırımlara yatırılmasını sağlayarak, kaynak dağılımını etkinleştirir ve ekonomideki verimliliği arttırarak büyümeyi sağlar.

Finansal sistemin gelişmesi, finansal araçların sundukları hizmetlerin niteliksel, niceliksel ve etkinlik anlamında gelişmesidir. Gelişmiş bir finansal sistemde; finansal araçların çeşitliliği yüksek, risk ayarlama ve fon aktarma maliyetleri düşük, tasarrufların finansal araçlara dönüşme oranı yüksek ve piyasalarda vadeler uzundur. Dolayısıyla bu özelliklere sahip finansal sistemlerde tasarrufların artması ve bu tasarrufların yatırım birimlerine ulaşması kolaylaşmaktadır.

Ülke ekonomisi ve ekonomik büyüme için bu kadar önemli olan finansal sistem nasıl geliştirilecektir? Finansal sistemin geliştirilmesi için önerilen politikalar, finansal liberalizasyon ve bazı finansal baskılama politikalarıdır. Ama bu politikaların sonuçları ülkeler bazında farklılık göstermektedir. Bunun yanı sıra son zamanlarda yapılan çalışmalarda, finansal gelişmenin oluşması için uygun bir hukuk sisteminin tasarlanmasının da büyük bir önem taşıdığı vurgulanmaktadır.

Finansal gelişmeyi ekonomik büyümeyle ilişkilendiren teoriler ise finansal liberalizasyon teorisi ve son yıllarda üretilmiş olan FİB modelleridir. Finansal liberalizasyon teorisi, reel faiz oranlarının artmasıyla tasarrufların ve yatırımların, dolayısıyla büyümenin artacağı görüşüne dayanmaktadır. Bu konuyla ilgili yapılan ampirik çalışmalarda elde edilen sonuçların çeşitliliği yüzünden genellemeler yapılmasına izin vermemektedir.

FİB modelleri ise, finansal sistemin kaynak dağılımını düzenlemek, finansal işlem maliyetlerini düşürmek, riski dağıtmak ve paylaşmak gibi kendine özgü işlevler yoluyla yatırımları ve yatırımların verimliliğini arttıracak ve büyümeyi sağlayacağını savunmaktadır. Finansal içsel büyüme modelleri, finansal gelişme göstergeleri ile büyüme ve yatırım değişkenleri arasında çoğunlukla pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır. Çalışmaların çoğu pozitif bir ilişkinin varlığına işaret etmesine rağmen, ilişkinin nedenselliğini belirlemek amacıyla yapılan ampirik çalışmalarda genel bir sonuca varılamamıştır. Çalışmaların bazıları, finansal değişkenlerin büyüme göstergelerini belirlediğini ileri sürerken, bir diğer bölümü, büyümenin finansal gelişmeye öncülük ettiğini; başka bir kısmı ise, değişkenler arasında iki yönlü ilişki olduğunu savunmuştur. Sonuç olarak büyüme ve finansal göstergeler arasında ilişkinin özellikleri ülke grupları ve zaman dilimine göre farklılık göstermektedir.

Türkiye’de 24 Ocak 1980 yılında liberal ekonomik programla finansal sektörün önü açılmış bu programın uzantısı olan finansal reform süreci başlamıştır. Finansal piyasalarda uygulanan bu reformlar sonucunda finansal sistemde göreceli bir gelişme kaydedilmiştir. Ancak bu gelişme diğer AB ülkeleriyle kıyaslandığında hala çok küçüktür. Türkiye’de finansal gelişmenin sergilediği duruma bakıldığında zaman, gelişme olgusunun sadece kamu kesimi borçlanma senetlerinin ve ulusal paradan kaçışın dolaylı bir göstergesi olan döviz tevdiat hesaplarının artmasından kaynaklandığı görülmektedir. Bu çarpık gelişme, finansal sistemin yeterince gelişmemesinin nedenlerinden biridir. Zaten küçük olan finansal sistemdeki kaynakları neredeyse kamu tarafından talep edilmektedir.

1980’li yıllardan sonra kamunun giderek artan düzeydeki açıkları ve bu açıkların yüksek reel faizlerle yurt içi finansmanı, hem bankacılık sektörünü hem de sermaye piyasasını reel ekonomiye kaynak sağlamaktan uzaklaştırarak kamu açıklarını finanse etmeye itmiştir. Yüksek düzeydeki reel faiz oranları özel kesimi piyasalardan dışlamış ve özel kesimin finansal piyasalardan borçlanmasını imkansızlaştırmıştır. Yüksek finansman maliyetleri, özel kesimin finansman dengelerini ve üretkenliğini yok etmiştir. Bunun yanı sıra yüksek kamu açıkları yüksek enflasyona neden olmakta, yüksek enflasyonda piyasalarda belirsizliği arttırarak vadeleri kısaltmakta ve piyasalardan uzun vadeli fon ihtiyacının karşılanmasını zorlaştırmaktadır. Sonuç itibarıyla makro ekonomik istikrarsızlığın ve

yüksek kamu açıklarının finansal sistemin gelişmesini ve etkin çalışmasını olumsuz etkilediği söylenebilmektedir.

Türkiye’de finansal sistemin gelişmesini, ayrı ayrı bankacılık sektörünün ve sermaye piyasasının gelişimi olarak bakıldığında bankacılık ağırlıklı finansal sisteme sahip olan Türkiye’de bankacılık sektörü 80’li yıllardan itibaren gelişse de hala çok önemli olan bazı yapısal sorunlarının devam ettiği görülmektedir. Türkiye ekonomisinde yıllardır süren makro ekonomik istikrar arayışının hep sözde kalması, yüksek kamu kesimi açıkları ve kamu bankalarının görev zararları vb. sorunları bankacılık sektörünü olumsuz etkilemektedir.

Sermayenin serbest bırakıldığı 1989 yılından itibaren Türk bankacılık sektörünün üretim faaliyetlerini destekleme ve kaynakları uzun vadeli yatırımlara yönlendirme yerine yurt dışından alınan borçlarla hazineyi finanse etmesi bankacılık sisteminin kırılgan yapısını daha da arttırmıştır. Yine bu süreç içinde bankacılık sektörü, genel giderleri yüksek, operasyonel verimliliği düşük, yüksek faiz marjları nedeniyle karlılığı yüksek, sermaye yeterliliği zayıf, rekabetten uzak verimsiz bir sisteme dönüşmüştür. Bu yüzden mevcut bankaların sermaye yeterliliğini arttırmak ve bunun için banka birleşmelerini özendirmek, fonda biriken bankaların da hızla elden çıkarılması sistem için büyük önem arz etmektedir.

Sermaye piyasaları da elverişsiz makro ekonomik ortama rağmen pek çok aşamalar kaydetmiş ama yeterli düzeyde gelişmemiştir. Sermaye piyasalarında, finansal enstrümanlar yeterince gelişmemiş, sistemin spekülatif bir yapı arz etmesi ve yeterince şeffaf olmaması nedeniyle piyasalara talep sınırlı kalmıştır.

Türkiye’de finansal sistemin 1987-2003 yılları arasında gelişimine bakıldığında; özel sektöre verilen krediler artı piyasa kapitalizasyonunu kapsayan finansal gelişme oranının milli gelire oranı artarken, finansal gelişmenin arttırması beklenen ve uzun dönemli istikrarlı büyümeyi sağlayacak tasarrufların, yatırımların, sermaye birikiminin milli gelire oranlarının sabit kaldığı ve hatta krizlerle birlikte düştüğü gözlenmiştir.

Buradan çıkarılabilecek sonuç, ele alınan dönemde kamunun finansal sistem üzerindeki baskısı nedeniyle, finansal sistemin aracılık işlevini etkin bir şekilde yerine getiremediği ve yine kamunun sürekli artan fon talebinin ekonomide

oluşturduğu dışlama etkisi nedeniyle tasarruf edilen gelirin tamamının özel sektöre kredi olarak aktarılamadığıdır. Başka bir sonuç ise, firmaların aldıkları kredilerin çoğunlukta kısmını, sabit sermaye yatırımları yerine kısa dönemli işletme sermayesi finansmanında kullanmalarıdır. İşte bu nedenlerden dolayı ne reel büyüme ne de finansal gelişme istikrarlı değildir. Hızlı genişleme evrelerinin ardından hızlı daralma evreleri gelmektedir. Bu gelişme ve daralmaların kaynağı ise kamu açıkları ve tüketim harcamaları olarak görülmektedir.

Ele alınan dönem için (1988-2004) yapılan istatistikî analizde finansal sistemin gelişimiyle milli gelirdeki büyümenin paralel bir seyir izlediği görülmektedir. Bu sonuç bu konuyla ilgili yapılmış diğer ampirik çalışmaları destekler niteliktedir. Finansal gelişmenin arttığı yıllarda reel büyüme artmakta ve finansal gelişmenin azaldığı yıllarda reel büyüme azalmaktadır. Bu ilişkinin varlığı uygulanması gereken iktisat politikalarının önemini vurgulamaktadır.

Bu yüzden finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi güçlendirmek ve bir istikrara sokmak için öncelikli olarak kamunun finansal sistem üzerindeki baskısı azaltılmalı ve ülkede makro ekonomik istikrar sağlanmalıdır. Bunun yanı sıra finansal sistemin daha etkin çalışabilmesi ve gelişebilmesi için hukuksal alt yapının iyileştirilmesi, gözetim, denetim ve düzenlemelerin sıkılaştırılması, iyileştirilmesi ve yine finansal sistemin şeffaflığının artırılması ve muhasebe uygulamalarının iyileştirilmesi büyük önem arz etmektedir.

Ancak unutulmaması gereken başka bir husus, her ne kadar finansal sistemin gelişmesi ekonomik büyüme için önem arz etse de bu önem abartılmamalıdır. Çünkü finansal gelişme tek başına ekonomik büyümenin kaynağı olamaz. Finansal gelişmenin büyümeyi hızlandırması için aynı zamanda aldığı fonları karlı yatırımlara dönüştürebilecek bir reel sektöre de ihtiyaç vardır. Bu yüzden reel sektörde de gerekli düzenlemelerin ve alt yapının kurulmasına önem verilmelidir.

KAYNAKÇA

- Akyüz, Abdullah: "Türk Sermaye Piyasaları: İlk 20 Yılın Özet Bilançosu", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2002, s.7.
- Akyüz, Yılmaz: "Financial System And Policies in Turkey in the 1980's," **The Political Economy Of Turkey: Debt, Adjustment, Sustainability**, Ed. By. T. Arıcanlı, D. Rodrik, New York, St. Martin's Press, 1990, ss.98-132.
- Alp, Ali: **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, Ankara, İMKB, 2002.
- Andersen, T. B.,
Finn Tarp: "Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LCDs," **Journal Of International Development**, No:15, 2003, ss.189-192.
- Andersen, Thomas
Barnebeck,
Finn Tarp: "The Impact Of Financial Liberalization Policies On Financial Development: Evidence From Developing Countries," **International Journal Of Finance And Economics**, Vol.7, 2002, ss.109-113
- Arestis, Philip,
Panicos
Demetriades: "Finance And Growth: Institutional Considerations and Causality," **University Of East London, Department Of Economics Working Papers**, No:9605, ss.4-5.
- Arestis, Philip,
Panicos
Demetriades: "Finance And Growth: Is Schumpeter Right?," **University Of Keele, Department Of Economics Discussion Papers**, No:ST5 5BG, 2000, s.6.
- Arestis, Philip,
Panicos
Demetriades: "Financial Development And Economic Growth: Assessing The Evidence," **The Economic Journal**, Vol.107, No:442, 1997, ss.783-785.

- Bali, B. Bülent,
Mustafa Çelen: “Finansal Piyasalar İle İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri İle Karşılaştırma”, (Çevrimiçi)
<http://www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/2-3.doc>, 5 Ocak 2004
- Barth, James R., R.
Dan Brumbaugh: “Development and Evolution of National Financial Systems: An International Perspective”, (Çevrimiçi)
<http://136.142.158.105/LASA97/barthbrumbaugh.pdf>, 3 Haziran 2003
- BDDK (Ercan
Türkan vd.): **Türk Bankacılık Sisteminde Aracılık Maliyetlerinin Azaltılması**, Ankara, 2003, s.11. (görüşler Türkan’a değil BDDK’ya aittir.)
- BDDK (Yasemin
Türker Kaya): **Türk Bankacılık Sisteminde Net Faiz Marjının Modellenmesi**, Ankara, Haziran 2001, s.6. (Görüşler BDDK’ya değil Kaya’ya aittir.)
- BDDK: **Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu**, Ankara, 23 Temmuz 2002, s.1,3.
- BDDK: **Yıllık Rapor**, Ankara, 2003.
- Beck, Thorsten,
Ross Levine: “External Dependence And Industry Growth: Does Financial Structure Matter,” **Worldbank Working Papers**, 2000, s.11.
- Beck, Thorsten,
Ross Levine: “New Firm Formation And Industry Growth: Does Having A Market- or Bank- Based System Matter?,” **Worldbank Working Papers**, No:2383, 2000, ss.1-7
- Beck, Thorsten,
Ross Levine,
Norman Loayze: “Finance and The Sources of Growth,” **Journal of Financial Economics**, No:58, 2000, s.267

- Becsi, Zsolt,
Ping Wang,
Mark A. Wynne: "Endogenous Market Structures And Financial Development," **Federal Reserve Bank Of Atlanta Working Paper**, No:98-15, 1998, ss.1-5.
- Bencievanga,
Valerie R.,
Bruce D. Smith: "Financial Intermediation and Endogenous Growth," **The Review Of Economic Studies**, Vol:58, No:2, 1991, ss.195-197.
- Berthelemy, J. C.,
A. Varoudakis: "Economic Growth, Convergence Clubs, And The Role Of Financial Development," **Oxford Economic Papers**, Vol:48, 1996, ss.300-312
- Boratav, Korkut, **Türkiye İktisat Tarihi 1908-2002**, 7.bs., Ankara, İmge Kitapevi, 2003.
- Calderon, Cesar,
Lin Liu: "The Direction Of Causality Between Financial Development and Economic Growth," **Journal Of Development Economics**, No:72, 2003, s.326.
- Canbaş, Serpil,
Hatice Doğukanlı: **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, 3.bs., İstanbul, Beta Yayınları, 2001.
- Ceylan, Ali,
Turhan Korkmaz: **Sermaye Piyasası Ve Menkul Değer Analizi**, 1.bs., Bursa, Ekin Kitabevi, 2000.
- Chakraborty,
Shanka,
Tripid Ray: "Bank-based versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis," **University of Oregon Economics Department Working Papers**, No:2003-6, 2003, ss.1-5.
- Cuningham,
Thomas J.: "A Liberal Discussion Of Financial Liberalization," **Economic Review- Federal Reserve Bank Of Atlanta**, Vol.76, No:6, Aralık 1991, ss.1-5.

- Darrat, Ali F.: "Are Financial Deepening And Economic Growth Causally Related? Another Look At The Evidence," **International Economic Journal**, Vol.13, No:3, 1999, ss.19-21.
- Demetriades,
Panicos O.,
S. Andrianova: "Finance and Growth:What We Know and What We Need To Know," **University of Leicester, Economics Department Discussion Papers**, No:03/15, Ekim 2003, s.11.
- Demetriades,
Panicos O, Kul B.
Luintel: "Financial Restraints In the South Korean Miracle," **Journal of Deveopment Economics**, Vol.64, 2001, s.461
- Demetriades,
Panicos O., Kul B.
Luintel: "Financial Development, Economic Growth And Banking Sector Controls: Evidence From India," **The Economic Journal**, Vol. 106, Mart 1996, ss. 359-374.
- Demetriades,
Panicos O., Kul B.
Luintel: "Banking Sector Policies And Financial Development In Nepal," **Oxford Bulletin Of Economics And Statistics**, Vol.58, No:2, 1996, ss.355-369.
- Demirgüç-Kunt, Asli,
E.Detragiache: "Financial Liberalization and Financial Fragility," **IMF Working Papers**, No:98/93, Mayıs 1998, ss.1-8.
- Demirgüç-Kunt, Asli,
Ross Levine: "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", **Financial Structure and Economic Growth**, Ed. By. Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine, MIT Press, 2001, s.83.
- Demirgüç-Kunt, Asli,
Ross Levine: "Stock Market Development And Financial Intermediaries: Stylized Facts," **World Bank Working Papers**, Mayıs 1995, s.7.
- Das, Dilip K.: "Financial Liberalization In The Emerging Market Economies," **Journal Of Asset Management**, Vol.4, No:3, Mart 2003, s.347.

- Dornbusch, Rudiger, Alejandro Reynoso: "Financial Factors In Economic Development," **The American Review**, Vol.79, No:2, 1989, ss.204-205.
- Devlet Planlama Teşkilatı: **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003.**
- ECB: **Long Historical Series**, May 2003, ss.1a-5b.
- Ersel, Hasan: "Mali Sistem ve Bankacılık, Temel Kavramlar", (Çevrimiçi) <http://www.econ.boun.edu.tr/courses/econfin/EF560/handout2.pdf>., 4 Mart 2003.
- Ertuna, İbrahim Özer: **Türkiye'de Mali Piyasalar Sorunlar ve Çözümler**, İstanbul, İTO, Yayın No:1987-6, 1987.
- Eurastat: **Yearbook 2002**, s.4.
- Fase, M.M.G., R.C.N. Abma: "Financial Environment and Economic Growth In Selected Asian Countries," **Journal Of Asian Economics**, No:14, 2003, s.11-15.
- Fry, Maxwell J.: "In Favour Of Financial Liberalization," **The Economic Journal**, No:107, Mayıs 1997, s.763.
- Fry., Maxwell J.: "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?," **Journal Of Money, Credit and Banking**, Vol.10, No:4, 1978, ss.465-468.
- Gertler, Mark: "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview; Comments," **Journal of Money Credit and Banking**, Vol.20, No:3, Ağustos 1988, ss.561-562.
- Goldstein, Morris, Philip Turner: **Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri, Kökenler ve Politika Seçenekleri**, Çev. Ali İhsan Karacan, 1.bs., İstanbul, Dünya Yayınları, 1999.

- Greenwood, Jeremy,
Bruce D. Smith: "Financial Markets in Development, and The Development Of Financial Markets," **Journal Of Economics Dynamics and Control**, No:21, 1997, ss.145-149.
- Gurley, John G.,
E. S. Shaw: "Financial Aspects Of Economic Development," **The American Economic Review**, Vol.?, No:4, Eylül 1955, ss.518-519
- Gürses, Uğur: "Aracılık Maliyetleri Azalır mı...," **Radikal**, 19 Kasım 2003, s.19.
- Isaksson, Anders: "Financial Markets, Economic Growth and Poverty", (Çevrimiçi) <http://www.sida.se/Sida/articles/9100-9199/9130/findev.pdf>, 10 Mart 2003.
- İMKB: **Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, 12.bs., İstanbul, 1997.
- Jones, Charles I.: **İktisadi Büyümeye Giriş**, Çev.Sanlı Ateş, İsmail Tuncer, 1.bs., İstanbul, Literatür Yayınları, 2001.
- Kar, Muhsin: "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi:Türkiye Örneği," **Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt.2, No:2, 2001, s.158
- Kar, Muhsin,
Eric J. Pentecost: "Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on The Causality Issue," **Loughborough University Economic Research Paper**, No:00/27, Aralık 2000, ss.3-13
- Kar, Muhsin,
Mehmet Tuncer: "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme," **Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:17, No:3, 1999, s.3.

- Karan, Mehmet
Baha, Ali Argun
Karacabey:
Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları Ve Geleceği, 1.bs., Ankara, SPK Yayınları No:140., 2003, s
- Kargı, Nihal:
Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği, Ankara, SPK Yayınları No:115, 1998.
- Kepenek, Yakup,
Nurhan Yentürk:
Türkiye Ekonomisi, 12.bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, 2001.
- Keskin, Ekrem:
“TL’nin Değerini Olumsuz Etkileyecek Tüm Uygulamalar Terk Edilmelidir,” **Türk Bankacılık Yapısının Temel Sorunları ve Bankacılık Sorunlarının Yeniden Yapılandırılması Programı**, Ed. By. 2000’li Yıllarda Türkiye Stratejik Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Vakfı, 2000, ss.24-25.
- Khan, Aubhik:
“The Finance and Growth Nexus,” **Business Review, Federal Reserve Bank Of Philadelphia**, Ocak 2000, ss.3-14.
- Khan, Mohsin S.,
Abdelhak S.
Senhadji:
“Financial Development and Economic Growth: An Overview,” **IMF Working Paper**, No: WP/00/209, 2000, s.5.
- King, Robert G.,
Ross Levine:
“Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right?,” **The Quarterly Journal Of Economics**, Ağustos 1993, ss.720-721
- King, Robert G.,
Ross Levine:
“Finance, Entrepreneurship, And Growth: Theory And Evidence.,” **Journal Of Monetary Economics**, Vol.32, No:3, ss.513-542.

- Kirkpatrick, Colin,
Christopher Green: "Policy Arena, Finance And Development: An Overview Of The Issues," **Journal Of International Development**, Vol.14, 2002, ss.207-209.
- Klein, Michael,
Giovanni Olivei: "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth", **NBER Working Paper**, No:7384, Ocak 1999, s.1-5.
- Kularatne,
Chandana: "An Examination Of The Impact Of Financial Deepening On Long-Run Economic Growth", (Çevrimiçi) <http://www.tips.org.za/f2001/kularatne.pdf>, 30 Mart 2003.
- Kumcu, Ercan: **İstikrar Arayışları**, 2. b.s., İstanbul, Doğan Kitapçılık A.Ş., 2002,
- Kumcu, Ercan: "Hane Halkının Tercihi Değişmiş," **Hürriyet**, 21 Ağustos 2003, s.9.
- La Porta, Rafeal,
Florencio Lopez-de-
Silanes, Andrei
Shleifer: "Law and Finance," **Journal Of Political Economy**, Vol.106, No:6, 1998, ss. 1151-1152.
- Levine, Ross: "Bank-based or Market Based Financial Systems: Which is Better?," **NBER Working Papers**, No:91138, 2002, ss.12-14
- Levine, Ross: "Financial Development and Economic Growth:Views and Agenda," **Journal of Economic Literature**, Vol.35, No:2, 1997,ss.688-726.
- Lucas, Robert E.: "On The Mechanics Of Economic Development," **Journal Of Monetary Economics**, Vol.22, No:1, 1988, ss.3-6.

- Lynch, David: "Measuring Financial Development: A Selected Asia-Pacific Countries," **The Developing Economies**, Vol.34, No:1, 1996, s.3-6.
- Mihçı, Sevinç: "Finansal Serbestleşme ve Derinleşmenin Tasarruflar, Yatırımlar ve İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri:Türkiye Örneği" (Basılmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üni. Sosyal Bilimler Ens.), Haziran 1999, ss.80-96.
- Mishkin, Frederic S.: **The Economics of Money, Banking, And Financial Markets**, 4.bs., t.y.
- Oksay, Suna: "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı Ve Türk Finans Sistemi," **Marmara Üni. Sosyal Bilimler Ens. Hakemli Öneri Dergisi**, C.3, No:14, Haziran 2000, s.6.
- Öçal, Tezer,
Faruk Çolak: **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 1999.
- Parasız, İlker: **Modern Büyüme Teorileri, Dinamik Makro Ekonomiye Giriş**, 1.bs., Bursa, Ezgi Kitapevi Yayınları, 1997.
- Polakoff Murray E.,
and Others: **Financial Institutions And Markets**, U.S.A, 1970.
- Rajan, Raghuram
G., Luigi Zingales: "The Great Reverseals: The Politics of Financial Development In The Twentieth Century," **Journal Of Financial Economics**, No:69, 2003, s.18,45.
- Roubini, Nouriel,
Xavier Sala-I-Martin: "Financial Repression And Economic Growth," **Journal Of Development Economics**, Vol.39, 1992, ss.5-9
- Rousseau, Peter L,
Paul Wachtel: "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence From...," **Journal Of Money Credit and Banking**, Vol.30, No:4, Kasım 1998, s.658.

- Rousseau, Peter L.,
Paul Wachtel: "Inflation, Financial Development and Growth," **Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays In Honor Of Ryuzo Sato**, Ed. By. T. Negishi, R. Ramachandran, K. Mino Kluwer, 2001, ss.1-5.
- Sak, Güven: **Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation Of The Turkish Experience In The 1980's.**, 1.bs., Ankara, SPK Yayınları, No:22, Ekim 1995.
- Sak, Güven: "Sermaye Piyasalarının İşleyişi ve Kural Hakimiyeti: Türkiye Deneyimi Üzerine Düşünceler," **Başak Dergisi**, Ocak- Şubat 1997, s.12.
- Saygılı, Şeref: "Yeni Büyüme Stratejisi ve Finans Sektörü", (Çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/sunumlar/ODTU-sunum2.pdf>, 1 Şubat 2004
- Sayılgan, Şevket: "Bankacılık Sisteminin Güncel Sorunları Ve Çözüm Önerileri," **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, No:210, Eylül 2003, s.68.
- Schumpeter,
Joseph A.: **The Theory Of Economic Development**, Cambridge, Harward University Press, 1934.
- Soydemir, Selim: **Türkiye'de Finansal Fon Akımları**, Ankara, SPK Yayınları, No:122, Temmuz 1998.
- Sermaye Piyasası Kurulu: **2002 Faaliyet Raporu**, Ankara, 2002, s.30.
- Sermaye Piyasası Kurulu: **Aylık Bülten (Çeşitli Sayıları)**
- Shaw Edward S.: **Financial Deepening In Economic Development**, New York, Oxford University Press, 1973.

- Sinha, Tapen: "The Role Of Financial Intermediation In Economic Growth: Schumpeter Revisited," **Economic Theory In The Light Of Schumpeter's Scientific Heritage**, Ed. By. S. B. Dahiya, V. Orati, India, Spellbound Press, 2001, ss.63-70.
- Stiglitz, J. E.: "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability," **World Development**, Vol.28, No:6, Haziran 2000, ss.1075-1086.
- Stiglitz, J. E.: "The Contributions Of The Economics Of Information To The Twentieth Century Economics," **Quarterly Journal Of Economics**, Vol.115, No:4, 2000, ss.1441-1478
- Taş, Seyhan, İbrahim Örnek: "Türkiye'de Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi," **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar**, No:468, Mart 2003,ss.82-95.
- T.C. Başbakanlık Hazine MÜST.: **Hazine İstatistikleri 1980-2003.**
- TCMB (M. Faruk Aydın): "Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına Ve Risklerine Olan Etkileri," **Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği**, No:13, Ankara, Kasım 2002, s.11. (Görüşler TCMB'ye değil Aydın'a aittir)
- TCMB: **Para Politikası Raporu**, Ankara, 2004-1, s.26.
- TCMB: **Para Politikası Raporu**, Ankara, Nisan 2002, s.37
- TCMB: **Yıllık Rapor**, Ankara, 2001, s.115.
- Tecer Meral: **Türkiye Ekonomisi**, Ankara, Mayıs 2003,

- Thornton, John: "Financial Deepening and Economic Growth In Developing Countries", **Economia Internazionale**, Vol.48, No:3, Ağustos 1995, s.424.
- Tsuru, Kotaro: "Finance And Growth, Some Theoretical Considerations, and A Review Of The Emprical Literature:" **OECD Economics Department Working Papers**, No:228, 2000, s.7.
- Türkiye Bankalar Birliği: **Yıllık Bülten**, Rasyolar 2000.
- TÜSİAD: "Banking and Capital Markets", (Çevrimiçi) <http://www.tusiad.org/english/rapor/te/5.pdf>, 1 Mart 2004.
- Uygur, Ercan: "Financial Liberalization And Economic Performance in Turkey", **Financial Liberalization in Turkey**, Ed. By. Central Bank Of The Republic Of Turkey, Ankara, 1993, ss.1-12.
- Ünal, Targan: **Finans Kesiminin Reel Sektöre Kaynak Yaratma Kapasitesi**, İstanbul, İTO Yayınları No:1996-31, 1996, ss.1-27.
- Ünalmiş, Deren: "The Causality Between Financial Development And Economic Growth: The Case Of Turkey," **Research Department The Central Bank Of The Republic Of Turkey**, Haziran 2002, ss.1-10.
- Valderrama, Diego: "Financial Development, Productivity and Economic Growth," **FRBSF Economic Letter**, No:2003-18, Haziran 2003, ss.1
- Worldbank: "Financial Structure and Economic Development Database", (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/research/projects/finstructure/database.htm>, 5 Ocak 2004

- Yay, Turan,
Gülsüm Gürkan Yay,
Ensar Yılmaz: **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Finansal Düzenlemeler**, 1.bs., İstanbul, İTO Yayınları No:47, 2001, s.133.
- Yeldan, Erinç: **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, 1.bs., İstanbul, İletişim Yayınları, 2001, s.189.
- Yıldırım,
Abdurrahman: "Mali Varlıklar 250 milyar \$, Mevduatın Yerini Bono Aldı," **Sabah**, 11 Şubat 2004, s.5
- Yülek, Murat A.: "İçsel Büyüme Teorileri, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Kamu Politikaları Üzerine," **Hazine Dergisi**, Sayı:6, Nisan 1997, ss.1-3

