

# FİNANSAL ENTEGRASYON SÜRECİNDE FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ NEDENSELLİĞİN TÜRKİYE AÇISINDAN DÖNEMSEL OLARAK ARAŞTIRILMASI

Can AKKAY

## ABSTRACT

### THE PERIODICAL INVESTIGATION OF THE CAUSALITY BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH FOR TURKEY IN THE FINANCIAL INTEGRATION PROCESS

The aim of our study is to examine the relationship between financial development and economic growth for the 1989-2010 period in Turkey. Basically the direction of the causality is discussed by dividing this period into two parts. The first period begins with the financial openness process which takes place in 1989 and ends up with the banking crisis in 2001. The second period contains the restructuring period which has just started after the banking crisis and continues till today. The analysis was made with the quarterly data and as a result of the Granger causality test we stated that there is a bi-directional causality between economic growth and financial development for the 1989-2001 period. On the other hand in the second period the direction of the causality is from economic growth to financial development.

**Key Words:** Financial Development, Economic Growth, Financial Integration, Causality

## ÖZET

Çalışmanın amacı 1989-2010 döneminde Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin gelişimini ortaya koymaktır. Nedensellik ilişkisinin temel olarak inceleneceği çalışmada bahsedilen dönemdeki bu ilişkisi 3 aylık verilerle iki ayrı dönem çerçevesinde analiz edilmiştir. İlk dönem finansal entegrasyon sürecinin başlangıcı olan 1989 senesinden 2001 finansal krizine kadar geçen süreç; ikinci dönem ise 2001 sonrası yeniden yapılanma döneminden günümüze kadar geçen süreçtir. Granger nedensellik testinin kullanıldığı çalışmada, 1989-2001 dönemi için ekonomik büyüme finansal gelişme arasında her iki yöne doğru da bir nedensellik ilişkisi tespit edilirken; 2001 sonrası dönemde ağırlıklı olarak ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik görülmüştür.

**Anahtar kelimeler:** Finansal gelişme, Ekonomik Büyüme, Finansal Entegrasyon, Nedensellik

## GİRİŞ

Finans büyüme ilişkisi, finansal entegrasyon süreciyle birlikte birçok araştırmanın odak noktası olmuş; karşılıklı fikirlerin beraber değerlendirilebileceği bir literatür yaratmıştır. Günümüzde bu ilişkinin yönü ve gücü açısından genel geçer bir tespit yapılması mümkün olmadığı gibi; yapılmış olan tespitlerin de zaman içinde değişim gösterdiği unutulmamalıdır. Bu düşüncenin temelinde finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından belirleyici olan birçok değişkenin ekonomik, politik ve konjonktürel şartlar çerçevesinde sürekli değişime uğraması yatmaktadır. Bir başka deyişle zaman içerisinde finansal sistemi oluşturan bileşenlerin görevleri, etkinlikleri ve ekonomik büyüme ile olan ilişkileri değişmektedir. Bu değişim de finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin yönünün ve gücünün gelişmiş-gelişmekte olan; banka temelli-finansal piyasa temelli, finansal entegrasyon öncesi-sonrası, politik istikrar-istikrarsızlık gibi ayrımlar çerçevesinde dinamik olarak değiştiği kanısını uyandırmaktadır. Bu bağlamda konu hakkında yapılan çalışmalarda ulaşılan ampirik sonuçlardan kantitatif bir ders çıkarmanın mümkün olmadığı düşünülmektedir. Diğer taraftan bu çalışmaların sonuçlarının, finansal gelişmenin ekonomik büyüme sürecine olumlu katkı sağlamasını arttıracak fiziksel ortamın ve yapısal şartların ortaya konmasında önemli olduğu düşünülmektedir. Bunun yanında bu çerçevede yapılan politik önermelerin sağlıklı sonuçlar vermesi açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin incelendiği ülkenin veya ülke gruplarının finansal ve ekonomik şartlarının ortaya konması bir zorunluluk olarak gözükmektedir.

Çalışmada finansal entegrasyon sürecinde Türkiye’de finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisi yukarıda bahsedilen dinamik süreçler çerçevesinde iki dönemde değerlendirilmeye çalışılmıştır. Analizin 1989 senesinden başlaması, bu tarihin Türkiye açısından finansal entegrasyon sürecinin başlangıcı olmasıyla bağlantılıdır. Ele alınan ilk dönem, finansal ve ekonomik krizler nedeniyle Türkiye ekonomisinin oldukça olumsuz süreçler geçirdiği 1989-2001 yılları arasındadır. 2001 tarihi ise öncelikle büyük bir bankacılık krizinin tarihi olması; sonrasında da özellikle bankacılık sektörü çerçevesinde finansal sektörün yeniden ya-

pılandırılmaya başlandığı tarih olması açısından bir kırılma noktası olarak düşünülmektedir. Bu bağlamda bu kırılmaya kadar geçen süreç finansal entegrasyon sürecinin olumsuz etkilerinden korunmayı sağlayacak etkin denetim ve yönetim mekanizmasının olmadığı; finansal sektörün işlevinin daha çok kamu finansmanı çerçevesinde geliştiği; yüksek kamu borç yükü nedeniyle yüksek reel faizlerin gelir dağılımını bozduğu, kur riskinin yüksek olduğu bir dönem olarak düşünülmektedir. 2001 sonrası dönem ise özellikle bankacılık sektörünün düzenlenmesiyle finansal sistemin göreceli olarak daha düzgün işlediği bir dönem olarak tanımlanmaktadır. İki dönem arasındaki bu temel farklılıkların, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisi açısından da farklı sonuçlar doğurduğu düşünülmektedir. Bir başka deyişle 1989-2001 dönemi ve 2001 sonrası dönem için finansal sistemin hem fonksiyonunun hem de ekonomik büyüme açısından etkinliğinin değiştiği kanısı uyanmaktadır. Yapacağımız analiz de bu farklılıkları tespit etmek amacını taşımaktadır.

Çalışma toplam beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde finansal gelişme ekonomik büyüme ile ilgili literatür tanıtılmaktadır. İkinci bölümde Türkiye finansal sisteminin finansal entegrasyon sürecindeki işlevi ve işlerliği tartışılmaktadır. Üçüncü bölümde ampirik çalışmada kullanılan yöntem, veri ve değişkenlerden bahsedilmiş; dördüncü bölümde yaptığımız analiz sonucunda elde ettiğimiz bulgular yorumlanmıştır. Beşinci bölümde tüm bu araştırma sonucunda elde ettiğimiz bilgiler ışığında Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi değerlendirilmeye çalışılmıştır.

## I. FİNANSAL GELİŞME EKONOMİK BÜYÜME LİTERATÜRÜ

Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi ile ilgili literatür temel olarak üç kategoride incelenebilir. İlk kategori bu ilişkiyi kuramsal olarak ele alan çalışmalardır. Bu literatürün başlangıç noktası olarak kabul edilen Bagehot’un (1873) çalışması finansal piyasaların fonksiyonlarından bahsetmiş ve ekonomideki tasarrufların uzun dönemli yatırımlara dönüşmesinde bankaların önemi üzerinde durmuştur. (Freixas, Giannini, Hoggarth ve Soussa, 2000:63) Finansal aracılık mekanizmasının ekonomik büyümeyi olumlu biçimde etki-

leyeceğine ilk defa açıkça ifade eden ekonomist ise Joseph Schumpeter (1911) olmuştur. Günümüze kadar uzanan finans büyüme literatürünün bu anlamda temelini oluşturan Schumpeter, iyi işleyen bir bankacılık sektörünün teknolojik yeniliklerin finansmanını sağlayarak ekonomik büyümeye olumlu katkı yapacağını iddia etmiştir. Yazara göre bankacılık sektörünün tasarrufların toplanmasında, yatırım projelerinin değerlendirilmesinde, yöneticilerin gözlemlenmesinde ve işlemlerin kolaylaştırılmasında sahip oldukları avantajlar, teknolojik yeniliklerin finansmanında oynadıkları etkin rolün dayanağını oluşturmaktadır. (Arestis ve Demetriades, 1998:6) Schumpeter'in düşüncelerinin devamı niteliğinde olan çalışmalardan en göze çarpanlardan bir tanesi de Gurley ve Shaw'un (1955) çalışmaları olmuştur. Yazarlar ekonomik büyümenin temel olarak servet, emek, çıktı, gelir gibi değişkenler çerçevesinde ele alındığını; diğer taraftan büyümenin finansal unsurlarının göz ardı edildiğini iddia etmektedirler. Ekonomik büyümenin sebep ya da sonuç olarak finansal varlıkların fiyatlarını değiştirmesi bu anlamda üretilen mallar kadar finansı da içermesini gerektirmektedir. (Gurley ve Shaw, 1955:515) Hicks'in (1969) çalışması ise finansal gelişmenin sermaye hareketliliğini etkileyerek ekonomik büyümeye büyük katkı yaptığını belirtmiş ve İngiltere'de yaşanan sanayi devrimi sürecini iddiasının ispatı olarak göstermiştir. Yazara göre iyi işleyen finansal sistemlere sahip olan ülkelerin, olmayanlara göre daha hızlı bir büyüme içerisinde olması beklenmelidir. (Levine, 1996:252) Schumpeteryan yaklaşımın devamında çok önemli katkıları olan diğer iki araştırmacı McKinnon ve Shaw (1973) birlikte anılan fakat ayrı ayrı yaptıkları çalışmalarında finansal baskılamamanın finansal sistemin potansiyel yararını azaltacağını belirtmişlerdir. Yazarlar devletin finansal sistem üzerindeki ağırlığının olmadığı, etkin çalışan finansal sistemlerin ise ekonomik büyüme üzerinde çok olumlu bir etki yaratacağını belirtmişler; etkin işleyen bir finansal sistemin tasarrufların yatırıma dönüşmesi sürecinde daha alternatifli ve uzun dönemli bir büyüme süreci yaratacağını savunmuşlardır. (Balassa, 1989:1-6) McKinnon ve Shaw'ın analizleri daha sonraki senelerde yapılmış olan Kapur (1976), Galbis (1977), Mathieson (1980) ve Fry'nin (1988) çalışmalarının te-

melini oluşturmuştur. Bu çalışmalarda McKinnon ve Shaw'ın yaklaşımları daha da somutlaştırılmış fakat diğer taraftan üzerine fazla bir şey eklenmemiştir. Kapur ve Mathieson analizlerini finansal liberalizasyonu takip eden yatırımların etkinliğinin sabitliği ile sınırlandırırken, Galbis ve Fry analizlerinde etkinliğin arttığı durumu ele almışlardır. (Konstantinos, 2006:27)

Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından Schumpeteryan görüşün uzantısı olarak ortaya çıkan yukarıdaki kuramsal literatürün yanında, finans büyüme ilişkisinin ilgisizliği hatta finansal piyasaların ekonomik büyümeye olan negatif etkileri üzerinde duran karşıt kuramsal yaklaşımlar da bulunmaktadır. Örneğin "Büyük Bunalım" sonrası yazdığı "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" adlı eseriyle iktisat teorisine yepyeni bir boyut getiren Keynes'e (1936) göre yatırım teorisi içinde finansal olayların rolü olmasına rağmen çıktı açısından finansal piyasaların merkezi bir rolü yoktur. (Bloch ve Tang, 2003:243-244) Keynesyen iktisadın takipçilerinden olan Joan Robinson (1952) tarihli çalışmasında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir ilişki olduğunu fakat bu ilişkinin yönünün ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu belirtmektedir. (Getrler, 1988:561) Minsky (1975) çalışmasında finansal sistemlerdeki istikrarsızların teşvik ettiği finansal krizlerin ekonomiye pek çok negatif etkisi olacağını iddia etmiştir. Yazara göre doğası itibarıyla istikrarsız olan dünya ekonomileri ancak devamlı hükümet müdahalesiyle istikrarı yakalayabilirler. (Ang, 2008:543) Hisse senedi piyasalarının istikrarsız ve spekülasyonlu doğasının ekonomiye olumsuz ve istikrarı bozan bir etki yapacağını iddia eden Kindleberger (1978) çalışmasında kaldıraçlı durumlarda, varlık spekülasyonu ve beklentilerdeki istikrarsızlıkların ekonominin gelişimi açısından sakıncaları olacağına değinmiştir. (Ang, 2008:544) Lucas (1988) ekonomik büyüme açısından teknolojik gelişmeleri, fiziki ve beşeri sermaye birikimini temel alan üç modeli karşılaştırdığı çalışmasında finansal konuları analizin tamamen dışında tutmuştur. Bunun nedeni olarak da özellikle son dönemde yapılan çalışmalarda finansal gelişmelerin ekonomik büyüme sürecindeki rolünün birçok ekonomist tarafından çok fazla abartılmasını

göstermiştir. (Lucas, 1988:5) Bankacılık sektöründeki gelişmelerin ekonomik büyümeye olan etkisi açısından inceleyen Morck ve Nakamura (1999), çalışmalarında bankaların kurumsal borçlanmalarda şirket yönetimini gözlemleyerek, borç alan kurumun riskli yatırımlar yapmasını denetlemesinin aslında ekonomik büyümeye olumsuz etkide bulunacağını iddia etmektedirler. (Morck ve Nakamura, 1999:319-339) Stiglitz (2000) çalışmasında sıklığı giderek artan finansal krizlerin finansal piyasaların serbestleşmesi ile çok yakından ilgili olduğunu iddia etmiş ve bu iddiasını son 25 sene de yaşanan sayısı seksenin üzerindeki krizlere dayandırmıştır. Yazar çalışmasında yaşanan bu krizleri otobanın belirli bir noktasındaki trafik kazalarına benzetmekte; tek bir kazanın sürücünün bireysel dikkatsizliği olabileceğini fakat aynı noktada yaşanan seksenden fazla kazanın yolun yapısında var olan bir problem ile ilgili şüphe yaratması gerektiğini belirtmiştir. (Stiglitz, 2000:1076)

Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi ile ilgili literatürün ikinci bileşeni ise içsel büyüme modelleri çerçevesinde şekillenen ve ekonomik büyümenin neo-klasik büyüme modelleri ile açıklanamayan kısmını finansal gelişme ve finansal kurumların işlevleri çerçevesinde açıklayan çalışmalardan oluşmaktadır. Bu çalışmaların başlıcaları Greenwood ve Jovanovic (1990), Bencivenga ve Smith (1991), Saint-Paul (1992) ve King ve Levine'in (1993b) çalışmaları olarak sıralanabilir. (Ang, 2008: 538 ) Greenwood ve Jovanovic çalışmalarında, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisi finansal araçların sermayenin üretkenliğini arttırması çerçevesinde ele alınmıştır. Yazarlara göre finansal araçların ekonomi içinde iki önemli fonksiyonları vardır. Birinci fonksiyonları, var olmadıkları durumla karşılaştırıldığında, bilgiye ulaşmaktaki avantajları sayesinde yatırımların getirisinde sağladıkları yüksek karlılık; ikinci fonksiyonları ise riski bir havuzda toplama ve yatırımcılar arasında dağıtma kabiliyetleridir. (Greenwood ve Jovanovic, 1990:1076-1107) Bencivenga ve Smith (1991) çalışmalarında rekabetçi finansal araçların ve bankaların kaynak dağılımını etkileyerek büyümeye olan pozitif katkıları, kesişen kuşaklar modeli çerçevesinde incelemiştirlerdir. Bu içsel büyüme modelinde finansal araçlar likiditenin

riskini azaltıp, akışkanlığını arttırmak suretiyle tasarrufların yatırıma dönüşmesini kolaylaştırmakta ve uzun dönem büyüme oranı üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. (Bencivenga ve Smith, 1991:195-209) Saint-Paul çalışmasında aynı tercihlere ve teknolojilere sahip iki ekonomiden, gelişmiş finansal piyasalara sahip olan ekonomide verimli teknolojilerin finansal araçlar tarafından finanse edilmesi ve tasarruf oranlarının artması sonucunda daha büyük bir uzun dönem büyüme oranı ortaya çıkacağını göstermeye çalışmıştır. (Saint-Paul, 1992:763-781) King ve Levine (1993b) çalışmalarında finansal araçların sermayenin üretkenliğini arttırmadaki rolü üzerinde durmuşlardır. Araştırmacılara göre, finansal araçlar bilgi edinme ve değerlendirme konusundaki avantajları sayesinde doğru projenin fonlanmasını sağlamaktadırlar. Bunun sonucu olarak finansal araçlar ekonomik büyümeyi hızlandıran teknolojik yeniliklerin fonlanmasında oynadıkları kilit rolle ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunmaktadır. (King ve Levine, 1993:513-542)

Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi ile ilgili literatürün üçüncü ve son bileşeni ise konu hakkında yapılan ampirik çalışmalardır. Özellikle Dünya Bankasının ülkeler ile ilgili geniş veri seti yayınlamasıyla beraber, finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini verilere dayalı olarak inceleyen çok geniş bir literatür ortaya çıkmıştır. Bu literatür ülke gruplarıyla ve ülke özelinde yapılan çalışmalar olarak iki ana başlık altında toplanabilir. Çalışmada bu iki ana başlık altında yapılmış olan ve literatürde en çok atıfta bulunan çalışmalara yer verilmektedir.

Patrick (1966) yapmış olduğu çalışmada, finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini ülkeler genelinde araştırmıştır. Nedensellik ilişkisi çerçevesinde yapılan çalışmalar açısından temel teşkil eden bu çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik bağlamında iki tane olası patika tanımlanmıştır. İlk patika ekonomik büyümenin finansal gelişmeye öncülük ettiği "talep takipli" olarak adlandırılan durumdur. İkinci patikada ise finansal gelişmenin ekonomik büyümeye öncülük ettiği "arz itişili" olarak adlandırılan durumdur. Patrick yaptığı analiz sonucunda nedenselliğin yönünün ekonomik gelişme düzeyine göre değişkenlik gösterdiğini tespit

etmiştir. Büyüme sürecinin başlarında finansal gelişmenin artmasıyla ekonomik büyüme artmaktadır çünkü finansal sektör finansal kaynakların geleneksel sektörlerden modern sektörlerle kaymasını sağlamaktadır. “Arz itişli” bu dönemi takiben ekonomik büyüme beraberinde yeni ve daha çok finansal kurum, hizmet ve enstrüman ihtiyacı yaratmaktadır. “Talep takipli” bu dönemde ise bahsedilen ilişkinin yönü tersine dönmektedir. (Patrick, 1966:174-189) Gupta’nın (1984) çalışması finans-büyüme ilişkisinin ülkeler genelinde zaman serisi verileri kullanılarak incelendiği çalışmaların ilklerinden olmuştur. Daha uygun alternatif veri eksikliğinden dolayı ekonomik büyümenin 1960Q1-1980Q1 arasında üç aylık endüstriyel çıktı verileri ile ifade edildiği çalışmada yöntem olarak (VAR) analizi ve Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Yaptığı analizler sonucunda Gupta, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik tespit etmiş ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeye bir katalizör etkisi yaptığını vurgulamıştır. Çalışmada nedensellik konusunda ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru da bazı kanıtlar elde edilmiş fakat her iki yöne doğru aynı anda bir nedensellik ilgili herhangi bir kanıt rastlanmamıştır. (Ang, 2008:554-555) 1990 senesinden sonra konuyla ilgili yapılan araştırmalardan en çok göze çarpanlarından bir tanesi King ve Levine’in (1993) çalışmalarıdır. Bu önemli çalışmada, 80 ülkenin 1960-1989 dönemindeki kesit verileri çerçevesinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çalışmanın daha önceki çalışmalardan farklı ve daha sonra yapılan çalışmalar açısından öncü olması, finansal gelişme ve ekonomik büyümeyi ifade eden birden fazla gösterge kullanarak zengin bir finansal gelişme ve ekonomik büyüme ölçütü yaratmış olmasından ileri gelmektedir. Çalışma sonucunda finansal gelişmenin ekonomik büyümeye çok olumlu etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışma bir bakıma Schumpeter’in finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında kurduğu kuramsal ilişkinin ampirik ispatı olarak düşünülebilir. Kesit veri olarak yapılan çalışmaların birçoğu kullandıkları değişkenler ve yöntem olarak King ve Levine’in (1993) bu çalışmasına atıfta bulunmaktadır.(King ve Levine, 1993:717-737) De Gregorio ve Guidotti’nin (1995) çalışmaları ülkeler

genelinde panel veri tekniği kullanılarak finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini araştıran çalışmaların ilklerindedir. Yazarlar yaptıkları analiz sonucunda finansal gelişme ve kişi başı reel GSYİH büyümesi arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu pozitif etki özellikle orta ve alt gelir düzeyine sahip ülkelerde daha güçlü olmuştur. Gelişmiş olan piyasalarda ise bu ilişki daha zayıf çıkmıştır. Bunun nedenini de gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde, bankacılık sektörünün finansal sistem içindeki rolünün, gelişmekte olan bir ekonomideki kadar önemli olmamasına bağlamışlardır. Araştırmacılara göre finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisi yatırımlarda yarattığı hacimsel büyümeden ziyade yatırımların verimliliğini arttırmak suretiyle olmaktadır. Latin Amerika açısından finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelendiğinde oldukça negatif bir korelasyon tespit edilmiştir. Araştırmacılar bu sonucun elde edilmesinde Latin Amerika ülkelerinin 1970 ve 1980’lerde yaşadıkları başarısız serbestleşme tecrübeleri olduğunu, böyle bir finansal ortamda finansal araçların yatırımların verimliliğini düşüren bir etki yaratabileceğini belirtmişlerdir.(De Gregorio ve Guidotti, 1995:433-448) Levine ve Zervos (1998) yaptıkları çalışmada iyi işleyen bir hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün uzun dönem ekonomik büyümeye olan katkısını incelemişlerdir. 47 ülkenin 1976-1993 dönemindeki verilerinin “en küçük kareler” (OLS) yöntemiyle analiz edildiği çalışmada, hisse senedi piyasasındaki likidite, büyüklük, istikrarsızlık ve dünya sermaye piyasalarıyla olan entegrasyonunun; cari ve gelecek dönem ekonomik büyüme, sermaye birikimi, verimlilikteki gelişme ve tasarruf miktarları ile olan ilişkisi incelenmiştir. Yazarlar, hisse senedi piyasası likiditesinin kişi başı reel GSYİH büyümesi, fiziki sermaye büyümesi ve verimlilikteki artışı açıklamakta sağlam bir gösterge olduğunu iddia etmektedirler. Buna ek olarak özel sektöre verilen kredilerin GSYİH miktarına oranı ile ifade edilen bankacılık sektörünün gelişmesinin de, yapılan regresyon açısından kişi başı GSYİH artışını, fiziki sermaye büyümesini ve verimliliğini tahmin etmede anlamlı bir değişken olduğu görülmüştür. (Levine ve Zervos, 1998:537-555) Xu (2000) yılında yaptığı çalışmasında, kalıcı finansal gelişmenin yerel yatırımlar ve çıktı üye-

rindeki etkilerini araştırmaktadır. 41 ülkenin 1960-1993 seneleri arasındaki senelik verileriyle yapılan çalışmada, araştırmacı çok değişkenli (VAR) ve etki-tepki analizlerini kullanmıştır. Araştırmanın ulaştığı temel sonuç; kısa dönemde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan katkısı negatif olsa bile, uzun dönemde bu katkı daima pozitif olduğudur.(Xu, 2000:331-344) Beck, Levine ve Loayza (2000) yılında yaptıkları çalışmalarında finansal aracılıktaki gelişmelerin ekonomik büyüme, toplam faktör verimlilik artışı, fiziki sermaye birikimi ve özel tasarruflar ile ilişkisini ampirik olarak değerlendirmişlerdir. Bu analiz sonucunda finansal sektördeki gelişmelerin kişi başı reel GSYİH büyümesiyle ve toplam faktör verimliliğiyle güçlü pozitif korelasyon içinde olduğu tespit edilmiştir. (Beck, Levine ve Loayza, 2000:261-300)

Yukarıda kısaca incelemeye çalıştığımız ülke grubu çalışmaları kullandıkları yöntem ve teknikler çerçevesinde çeşitli eleştiriler almışlardır. Bu eleştirilerin yoğunlaştığı konuların başında özellikle kesit veri kullanılan çalışmaların ortalamalar ile analiz yapıyor olmaları gelmektedir. Ortalamalar ile analiz yapıyor olması bir anlamda zaman içindeki ekonomik ve finansal gelişmeleri yok varsaymak anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle bu yöntem ilişkinin analiz edildiği dönemin başı ile sonu arasında ekonomik şartlarda hiçbir değişim olmaması zorunlu varsayımını beraberinde getirmektedir. Ülke gruplarıyla yapılan çalışmaların diğer temel sorunu ülkelerin hepsinin aynı finansal ve ekonomik şartlara sahip olduğu varsayımını içermesinden kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda yapılan analizlerde gelişmiş-gelişmekte olan, banka temelli-sermaye piyasası temelli ayrımları yapılmadan finansal gelişme ve ekonomik büyüme göstergelerinin belirlenmesi; tüm ülkelerin dünya ekonomisi içinde aynı ağırlıklara sahipmiş gibi değerlendirilmesi ulaşılan sonuçların doğruluğunu büyük ölçüde etkilemektedir. Bu eleştiriler sonucunda finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin incelenmesinde bahsedilen olumsuzlukları ortadan kaldırmak için zaman serisinin kullanıldığı ve ülkeye özel çalışmalar tercih edilmeye başlanmıştır. Aşağıda ülke özelinde yapılan başlıca çalışmalardan bahsetmeye çalışacağız.

Demetriades ve Luintel (1996) çalışmalarında, Hindistan için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1961-1991 dönemindeki yıllık verilere dayanarak incelemişlerdir. Bulunan sonuçlar finansal sektörün ekonomik gelişmeyi yeni kanallar yoluyla etkilediğini iddia eden dışsal büyüme modelleriyle uyumludur. Kredi faizi tavanları veya yüksek mevduat munzam karşılıkları gibi finansal sektör vergilerinin finansal aracılığı olumsuz etkileyerek, yenilikçi aktiviteleri ve ekonomik büyümeyi engellediği iddia edilen çalışmada; kredi verme faizinde bir tavanın olmasının ekonomik büyümeyi az da olsa pozitif olarak etkilediği iddia edilmektedir. (Demetriades ve Luintel, 1996:359-374) Rousseau (1998) çalışmasında, Japonya'da 1880-1913 döneminde hızlı biçimde artan yatırım oranları ve kişi başı büyüme oranlarında finansal faktörlerin oynadığı rolü analiz etmeye çalışmıştır. Çalışmanın incelediği dönemin diğer tüm çalışmalardan farklı bir dönem için yapılmış olması finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisinin günümüz şartları dışında da değerlendirilmesi açısından ilgi çekicidir. Yapılan kointegrasyon ve nedensellik testleri sonucunda, Japonya'da bahsedilen dönemde (1880-1913) finansal faktörlerin hem yatırımlar üzerinde hem de kişi başı GSMH üzerinde olumlu etkisi olduğu gözlemlenmiştir. (Rousseau, 1999:185-198) Choe ve Moosa'nın (1999) çalışması finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini Güney Kore örneği çerçevesinde incelemektedir. Çalışmada özellikle odaklanılan nokta, finansal araçların ve sermaye piyasalarının birbirlerine bağıntılı gelişimi; bu gelişimin hanehalklarını ve farklı sektörlerdeki portföy davranışlarını nasıl etkilediği bağlamında olmuştur. Yöntem olarak (VAR) analizi ve Granger nedensellik testleri yapılan çalışmada yazarlar 1970-1992 dönemi için Güney Kore açısından iki tane temel sonuca ulaşmışlardır. Finansal gelişmenin artması, ekonomik büyümeyi de arttırmaktadır ve bu ilişkinin kurulmasında sermaye piyasalarından ziyade finansal araçlar etkindir. (Choe ve Moosa, 1999:1069-1082) Bhattacharya ve Sivasubramanian (2003) çalışmalarında, Hindistan için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini nedensellik çerçevesinde analiz etmişlerdir. Bu çalışma uyguladığı yöntem açısından diğer ülke çalışmalardan bir noktada ayrılmaktadır. Araştırmacılar çalışmalarında inceledikleri 1970-1999 dönemini; finansal küreselleşme

çerçevesinde reform öncesi ve sonrası dönem olarak ikiye ayırmışlardır. Bu ayrıma göre 1970-1991 yılları arası reform öncesi dönem; 1991-1999 yılları arası reform sonrası dönem olarak kabul edilmiştir. Granger nedensellik testinin sonucunda, her iki dönem için de finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik tespit edilmiştir. Yazarlar, analizlerinde M3 olarak ifade ettikleri finansal gelişme göstergesinin başka finansal gelişme göstergeleri ile ifade edilerek analiz edilmesinin gerekli olduğunu çalışmalarının sonuç kısmında belirtmişlerdir. (Bhattacharya ve Sivasubramanian, 2003:925-929) Ghirmay'ın (2006) ABD için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini araştırdığı çalışması, diğer ülke çalışmalarından üç noktada farklılık göstermektedir. İlk farklılık, ülke özelinde yapılan çalışmalarda genellikle gelişmekte olan piyasaların incelemesine karşın araştırmacının en gelişmiş finansal sisteme sahip olan ABD için bu analizi yapıyor olması; ikinci farklılık finansal gelişmeyi ifade ederken, finansal büyüklüklerin nominal veya reel GSYİH miktarına olan oranı yerine finansal sektör GSYİH miktarını finansal gelişme ölçütü olarak alması; son farklılık ise Granger nedensellik testini yaparken bu testin Toda ve Yamamoto tarafından geliştirilen versiyonunu kullanılmış olmasıdır. Araştırma sonucunda finansal gelişmelerin ABD ekonomisinin büyümesinde çok önemli bir rolünün olduğu görülmüştür. Granger nedensellik testi sonucunda finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik tespit edilmiş; ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrusya böyle bir nedenselliğe rastlanmamıştır. (Ghirmay, 2006: 23-40) Ang ve McKibbin (2007) çalışmalarında gelişmekte olan bir piyasa olan Malezya açısından finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü araştırmışlardır. Malezya'nın 1960-2001 dönemindeki yıllık verilerinden yararlanılan ve yöntem olarak da (VECM), Johansen kointegrasyon, Granger nedensellik ve ana bileşen analizi (PCA) kullanılan araştırmada ulaşılan sonuçları özetlemek gerekirse; finansal baskılama ve reel faizlerin finansal derinliği olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiş; buna ek olarak finansal reformlar sayesinde genişleyen finansal piyasalara rağmen, sonuçları itibarıyla bu reformlar uzun dönemde büyümeyi olumlu etkilememiştir. Bu

bağlamda Malezya açısından bir "talep takipli" ilişki söz konusudur. Yani ekonomik büyüme nedeniyle finansal derinleşme olmaktadır. (Ang, 2007:215-233)

Hem ülke gruplarıyla hem de ülke özelinde incelenen ampirik literatür bir taraftan çalışma sonucunda elde edilecek sonuçları karşılaştırmak anlamında bir altyapı oluştururken; diğer taraftan uygulama bölümünde kullanılacak yöntem ve seçilecek değişkenler çerçevesinde de bazı uyarılarda bulunmaktadır. Bu çerçevede varolan literatürden çıkartılan sonuçlar aşağıda kısaca sıralanmıştır.

(i) Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin sınanmasında ülke grubuyla yapılan çalışmalarda teknik olarak bazı problemler bulunmaktadır. Bu bağlamda finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin zaman serisi kullanılarak ülke özelinde analiz edilmesi daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Böylece ilişki açısından ülkeye özel etkiler göz ardı edilmemiş olmaktadır.

(ii) Yapılan ampirik çalışmalarda finansal gelişmeyi ve ekonomik büyümeyi temsil eden değişkenlerin doğru seçilmesi çok önemlidir. Bu değişkenlerin belirlenmesinde öncelikle finansal gelişmenin nasıl tanımlandığı kritik bir nokta olmaktadır. İkinci kritik nokta ise finansal gelişme göstergelerinin ülkenin ekonomik ve finansal gerçekliklerinden uzak olmamasına dikkat edilmesidir. Örneğin banka temelli finansal sisteme sahip bir ekonomide finansal gelişme göstergesi olarak hisse senedi piyasası kapitalizasyon oranı tercih edilirse, analiz sonucunda elde edilen sonuçların doğruluğundan endişe etmek gerekebilir.

(iii) Finans büyüme arasındaki ilişkinin yorumlanmasında sadece verilere dayanan çalışmalardan yararlanılması durumunda, yapılan yorumlar eksik ve yetersiz olacaktır. Bu bağlamda bu tarz çalışmalarda öncelikle incelenen finansal sistemin özellikleri ortaya konmalı ve bu tespitler sonucunda incelenen ekonomiye uygun değişkenler belirlenmelidir.

## II. TÜRKİYE'NİN FİNANSAL SİSTEMİNİN FİNANSAL ENTEGRASYON SÜRECİNDEKİ İŞLERLİĞİ

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye finansal sisteminin nasıl işlediği, finansal entegrasyon bağlamında ne gibi değişikliklere uğradığı, tasarrufların yatırıma dönüşme sürecinde hangi finansal kanalın daha etkin olduğu tespit edilmeye çalışılacaktır. Türkiye finansal sisteminin bu çerçevede daha yakından incelenmesinin ardında temel olarak bir önceki bölümde elde edilen çıkarımlar bulunmaktadır. Bu çıkarımlara göre, finansal gelişme ilişkisinin doğru biçimde incelenmesinde ve yorumlanmasında, incelenen ülkenin finansal ve ekonomik gerçekliklerinin bilinmesi bir zorunluluk olmaktadır.

Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin incelendiği tüm çalışmalarda tasarrufların yatırıma dönüşmesi süreci bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasaları üzerinden analiz edilmektedir. Bu çalışmada da bu iki bileşen çerçevesinde analiz yapılmaya çalışılacaktır. Bu anlamda öncelikle Türkiye ekonomisinde bankaların mı yoksa hisse senedi piyasalarının mı tasarrufları yatırıma dönüştürme sürecinde temel rolü üstlendiğinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Tablo 2.1. Türkiye Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü					%Dağılım
(Milyar TL)	2007	2008	2009	06.2010	06.2010
TCMB	106,6	113,5	110	111,4	9,8
Bankalar	581,6	732,5	834	908,6	79,5
Finansal Kiralama Şirketleri	13,7	17,1	14,6	14,2	1,2
Factoring Şirketleri	7,4	7,8	10,4	12,3	1,1
Tüketici Fin. Şirketleri	3,9	4,7	4,5	4,7	0,4
Sigorta Şirketleri	22,1	26,5	33,3	31,0	2,7
Emeklilik Şirketleri	9,5	12,2	15,7	17,8	1,6
Menkul Kıymet Aracı Kuruluşları	3,8	4,2	5,2	6,4	0,6
Menkul Kıymet Yatırım Ortak.	0,7	0,6	0,7	0,7	0,1
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	26,4	24,0	29,6	29,8	2,6
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	4,1	4,3	4,7	4,7	0,4
Girişim Sermayesi Yat. Ortak.	0,2	0,1	0,2	0,2	0,02
<b>TOPLAM</b>	<b>770,8</b>	<b>935,6</b>	<b>1.047,6</b>	<b>1.142,3</b>	<b>100</b>

BDDK Finansal Piyasalar Raporu (Sayı 18, Haziran 2010)

Tablo 2.1.'de Haziran 2010 itibariyle Türkiye finansal sektörünü oluşturan kurumsal bileşenlerin finansal sektör içindeki ağırlıkları aktif büyüklükleri çerçevesinde görülmektedir. Tablodan da görülebileceği gibi Türkiye'de finansal sistemin en büyük bileşeni bankacılık sektörüdür. Tablonun en sağ sütununda Haziran 2010 itibariyle bankacılık sektörünün aktif büyüklüğünün tüm finans sektörünün % 79,5'ine tekabül ettiği görülmektedir. İkinci en büyük bileşen olan TCMB

ise tüm aktiflerin % 9,8'ini teşkil etmektedir. Diğer bileşenler olan finansal kiralama, faktoring, tüketici finansmanı şirketleri, menkul kıymet aracı kuruluşları, menkul kıymet, gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal sektör içindeki payları yok denecek kadar azdır. Sigorta, emeklilik şirketleri ve menkul kıymet yatırım fonlarının payları küçük olmasına rağmen giderek büyüyen bir görüntü sergilemektedirler. Bu finansal kurumların da birçoğunun bankalara ait veya banka iştirakleri olduğu düşünüldüğünde, Türkiye'de finansal sistemin en önemli bileşeninin bankalar olduğu kanısına ulaşmak kaçınılmazdır.

2.2. numaralı tabloda ise yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin yaptıkları finansal yatırımlar görülmektedir. Bir başka ifadeyle yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin tasarruflarını finansal sistem içinde nasıl değerlendirildikleri; bu tasarrufları hangi finansal enstrümanlar arasında dağıttıkları belirtilmektedir. Tablodan da görüldüğü gibi yurtiçi yerleşiklerin Haziran 2009 itibariyle finansal piyasalarda değerlendirdikleri miktar 581.988 milyon TL olmuştur. Bu miktara yurtdışındaki yerleşiklerin tasarrufları da eklendiğinde toplam olarak 676.859 milyon TL finansal sistemin içine girmektedir. Tablonun en sağında bu miktarın finansal sistem içinde hangi oranda dağıldığını gösteren genel dağılım ve yurtiçi dağılım sütunlarına bakıldığında; finansal sisteme giren bu miktarın % 46'lık kısmının TL mevduat, % 24,9'unun döviz tevdiat hesabı ve % 0,1'inin de kıymetli maden hesabı olarak değerlendirildiğini görülmektedir. Bu bağlamda yurtiçi yerleşikler, tasarruflarının yaklaşık % 71'ini mevduat hesaplarında değerlendirmektedirler. Bunun dışındaki en büyük portföy yatırım aracı % 11,7'lik pay ile devlet iç borçlanma senetleridir. Hisse senedi piyasasında değerlendirilen tasarruf miktarı ise tüm yurtiçi yerleşiklerin finansal sisteme aktardıkları miktarın sadece %5,2'sini kapsamaktadır. Buna karşılık yurtdışı yerleşiklerin finansal sisteme aktardıkları miktarın % 61,5'lik kısmı hisse senedi piyasasında değerlendirilirken; % 26,5'lik kısmı devlet iç borçlanma senetlerine gitmektedir. Mevduatların payı ise sadece % 10,7 oranındadır. Tablonun en sağındaki sütunda ise Haziran 2009 itibariyle yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin finansal sisteme aktardıkları 676.859 milyon TL miktarındaki değer tüm finansal sistem içinde



nasıl dağıldığı oransal olarak verilmektedir. Bu dağılıma göre bu miktarın % 86'sı yurtiçi yerleşiklerden, % 14'ü yurtdışı yerleşiklerden gelmektedir. Bu miktarın % 62'si mevduat olarak (mevduat+döviz tevdiat+kıymetli maden hesabı) bankacılık sektöründe değerlendirilmektedir. DİBS'lerin (devlet iç borçlanma senetleri), hisse senetlerinin ve yatırım fonlarının alım-satım işlemlerinde genel olarak bankaların ya da bankaların sahip oldukları aracı kurumların hizmet verdikleri düşünüldüğünde, portföy yatırımlarının çok büyük bir kısmının bankalar aracılığıyla yapıldığı sonucuna ulaşmak kaçınılmazdır. Hisse senedi piyasasında değerlendirilen varlıkların ise tüm finansal yatırımlar içerisindeki oranı % 10,1'dir. (Finansal Piyasalar Raporu 14, 2009:17-18)

Tablo 2.2. Yurtiçi ve Yurtdışı Yerleşiklerin Portföy Yatırımı Tercihleri

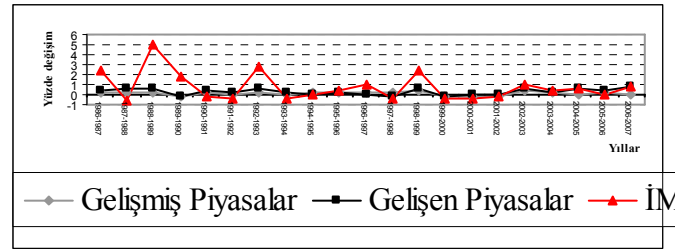
Yurtiçi Yerleşikler (Milyon TL)	Yurtiçi				
	12.2007	12.2008	06.2009	06.2009	06.2009
TL Mevduat	206.081	262.738	267.446	46	39,5
Döviz Tevdiat Hesabı	111.619	141.858	144.767	24,9	21,4
Kıym.Mad.Hesabı	163	344	583	0,1	0,1
Kat.Bnk.Top.Fonlar	14.626	18.638	22.029	3,8	3,3
DİBS	56.852	63.237	68.348	11,7	10,1
Eurobond	4.309	4.867	5.272	0,9	0,8
Yatırım Fonları	26.381	23.979	28.347	4,9	4,2
Repo	2.733	2.199	1.911	0,3	0,3
Emek.Yat.Fonları	4.566	6.373	7.672	1,3	1,1
Sigorta Prim Üretimi	10.931	11.779	5.289	0,9	0,8
Hisse senedi	31.070	20.040	30.324	5,2	4,5
<b>Ara Toplam</b>	<b>458.392</b>	<b>543.942</b>	<b>581.988</b>	<b>100</b>	<b>86</b>
<b>Yurtdışı Yerleşikler</b>					
Hisse senedi	69.876	27.150	38.150	61,5	5,6
DİBS	30.363	16.920	16.417	26,5	2,4
Eurobond	378	595	829	1,3	0,1
Mevduat	4.984	6.553	6.607	10,7	1,0
<b>Ara Toplam</b>	<b>105.601</b>	<b>51.218</b>	<b>62.003</b>	<b>100</b>	<b>9,2</b>
<b>GENEL TOPLAM (Milyon TL)</b>	<b>581.385</b>	<b>622.306</b>	<b>676.859</b>	<b>100</b>	

Kaynak: BDDK Finansal Piyasalar Raporu (Sayı 14 Haziran 2009)

Bu noktada ilginizi çeken bir olgu, yurtdışı portföy yatırımları içerisinde hisse senedi piyasası bu denli büyük yer kaplarken, yurtiçi portföy yatırımcıları açısından bu oranının çok düşük olmasıdır. Bu olgu da hisse senedi piyasalarının spekülasyon amaçlarıyla kullanıldığı hissini uyandırmaktadır. Bu konuya açıklık getirmek açısından aşağıdaki 2.1. numaralı grafikte, 1986-2007 arasında İMKB ile gelişmiş ve gelişmekte

olan menkul kıymet borsalarının piyasa değerleri bir önceki seneye göre yüzdesel olarak karşılaştırılmaktadır. Grafikten de görülebileceği gibi İMKB 1986-2001 döneminde piyasa değeri anlamında çok dalgalı bir seyir göstermiş; gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların ortalamalarının çok üzerinde değer artışları ve değer kayıpları yaşamıştır.

Grafik 2.1. Dolar bazında piyasa değerlerindeki yüzde değişim (1986-2007)



Kaynak: Global Sermaye Piyasaları İMKB dergisi Cilt:11 Sayı:41

2001 senesinden sonra da piyasa değerindeki artış ve azalışlar yine ortalamaların üzerinde seyretmiş bunun yanında 2001 öncesiyle karşılaştırıldığında ortalama değişime daha yaklaştığı görülmüştür. Bu anlamda dünya piyasalarının yükselişte olduğu dönemlerde İMKB'nin değerinin aşırı artması; düşüşte olduğu dönemlerdeyse değerinin aşırı düşmesi Türkiye'de hisse senedi piyasasının spekülasyon hareketlere açık olması ile ilgili 2.2. numaralı tablo çerçevesinde şüphelendiğimiz olguyu doğrulamaktadır. Bunu yaratan temel koşul ise 2001 sonrasında karşılaştırıldığında İMKB'nin finansal derinliğinin daha az olması, finansal sistemin finansal entegrasyonun olumlu yanlarından yararlanacak, olumsuz yanlarından korunacak gerekli denetim ve yönetim mekanizmalarından uzak olması ile açıklanabilir.

Yukarıda finansal gelişme ekonomik büyüme açısından Türkiye finansal sisteminin temel bileşenleri olan bankacılık ve hisse senedi piyasaları ile ilgili yaptığımız kısa analiz sonucunda bazı çıkarımlara ulaşılmıştır. Özellikle uygulama bölümünde kullanacağımız değişkenlerin belirlenmesinde bize yol gösterecek olan bu çıkarımlar aşağıda maddeler halinde sıralanmaktadır.

(i) Türkiye banka temelli bir finansal sisteme sahiptir. Bu bağlamda finansal sistemin içine giren tasarrufların yatırıma dönüşme sürecinde en etkin kanal bankacılık sektörüdür.

(ii) Finans büyüme ilişkisi açısından diğer kanal olan hisse senedi piyasaları spekülative hareketlere açıklığı ve finansal derinlikten yoksunluğu açısından tasarruf-yatırım kanalını yaratmaktan çok; yurtdışı portföy yatırımlarının kısa dönemli yüksek kazanç sağladıkları bir sistem görüntüsü vermektedir.

(iii) Finansal gelişme tanımımızın tasarrufların etkin şekilde toplanması, etkin şekilde kredi haline dönüştürülmesi ve bu kredilerin etkin olabilecek yatırımlar haline gelmesi olduğu düşünüldüğünde; Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme analizinde hisse senedi piyasalarının olmaması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

### III. METODOLOJİ VE VERİ

Çalışmanın uygulama kısmı büyük ölçüde Choe ve Moosa'nın (1999) G.Kore için finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini incelediği çalışmasına dayanmaktadır. (Choe ve Moosa, 1999:1069-1082) Teknik olarak aynı yöntemin, aynı finansal ve ekonomik büyüme göstergelerinin kullanıldığı çalışmanın Choe ve Moosa'nın çalışmasından temel farkı; hisse senedi piyasasının spekülative özelliklerinden dolayı analiz dışında tutulması ve nedensellik ilişkisinin gecikmeler çerçevesinde incelenmesi olarak özetlenebilir. Modelde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi hanehalkları ve firmalar arasındaki ilişki çerçevesinde incelenecektir. Hanehalkları tasarrufların temel kaynağı olarak düşünülmektedir. Bu tasarruflar bankacılık kesimi ve bankacılık dışı mali kesim tarafından toplanarak özel sektöre kredi olarak verilmektedir. Bu noktada sadece özel sektöre verilen kredilerin dikkate alınmasının nedeni, devlet sektörüne verilen kredilerle karşılaştırıldığında özel sektöre verilen kredilerin daha etkin yatırımlara dönüşeceği varsayımdır. Finansal gelişme; bankacılık kesimi tarafından toplanan vadeli mevduatların, bankacılık dışı mali kesimin topladığı mevduatların ve diğer mevduatların toplamının GSYİH'ya olan oranındaki değişim ( $h_t$ ) ve özel sektöre verilen kredilerin toplamının GSYİH'ya

olan oranındaki değişim ( $b_t$ ) ile ifade edilmektedir. Bu bağlamda finansal sistemin etkinliği finansal gelişme tanımımız olan "finansal araçların mevduatları toplamadaki ve kredi olarak dağıtımındaki etkinliği" üzerinden incelenmektedir. Analizin özel sektöre verilen krediler ile yapıyor olması da yatırımlardaki etkinliği ifade etmektedir. Diğer taraftan ekonomik büyümeyi ifade etmek için yine iki tane değişkenden yararlanılmıştır. Bu değişkenlerden ilki reel GSYİH'daki değişim ( $y$ ); diğer değişken ise gayri safi sabit sermaye oluşumundaki değişim ( $k$ )'dır. Özet olarak elimizde ekonomik büyümeyi ifade eden  $x_t = (y, k)$  ve finansal gelişmeyi ifade eden  $z_t = (h_t, b_t)$  şeklinde iki bileşik ifade bulunmaktadır. Reel büyüme değişkeni  $x_t = (y, k)$  ve finansal gelişmeyi ifade eden  $z_t = (h_t, b_t)$  arasındaki nedenselliği incelemek için ise aşağıdaki Granger eşitlikleri tahmin edilmektedir.

$$(1) x_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i z_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j x_{t-j} + u_{1t}$$

$$(2) z_t = \sum_{i=1}^m \gamma_i z_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j x_{t-j} + u_{2t}$$

Granger sınamasının teorik varsayımları çerçevesinde yukarıdaki Granger nedensellik eşitliklerinde  $u_{1t}$  ve  $u_{2t}$  bozucu terimlerinin ilişkisiz oldukları varsayılmaktadır. (1) numaralı Granger denkleminde göre bugünkü ekonomik büyüme göstergelerinin ( $x_t$ ), geçmiş ekonomik büyüme göstergeleri ( $x_{t-j}$ ) ve geçmiş finansal gelişme göstergeleriyle ( $z_{t-i}$ ) ilişkili olduğu; (2) numaralı Granger denkleminde ise bugünkü finansal gelişme göstergelerinin ( $z_t$ ), geçmiş finansal gelişme göstergeleriyle ( $z_{t-i}$ ) ve geçmiş büyüme göstergeleriyle ( $x_{t-j}$ ) ilişkili olduğu öngörülmektedir. Bu çerçevede ortaya çıkan dört durum ise şu şekilde özetlenebilir.

(i) (1) numaralı Granger denkleminde gecikmeli ekonomik büyümenin ( $x_{t-j}$ ) tahmin edilen

katsayıları bir küme olarak istatistik bakımdan sıfırdan farklıysa ( $\sum \alpha_j \neq 0$ ) ve (2) numaralı denklemde gecikmeli finansal gelişmenin ( $z_{t-i}$ ) tahmin edilen katsayıları bir küme olarak istatistik bakımdan sıfırdan farklı değilse ( $\sum \gamma_j = 0$ ), bu durum ekonomik büyümeden ( $x_t$ ) finansal gelişmeye ( $z_t$ ) doğru tek yönlü bir nedenselliği göstermektedir.

(ii) (1) numaralı Granger denkleminde gecikmeli ekonomik büyümenin ( $x_{t-j}$ ) tahmin edilen katsayıları bir küme olarak istatistik bakımdan sıfırdan farklı değilse ( $\sum \alpha_j = 0$ ) ve (2) numaralı denklemde gecikmeli finansal gelişmenin ( $z_{t-i}$ ) tahmin edilen katsayıları bir küme olarak istatistik bakımdan sıfırdan farklıysa ( $\sum \gamma_j \neq 0$ ), bu durum ekonomik büyümeden ( $x_t$ ) finansal gelişmeye ( $z_t$ ) doğru tek yönlü bir nedenselliği göstermektedir.

(iii) Her iki regresyondaki ekonomik büyüme göstergesinin ( $x_t$ ) ve finansal gelişme göstergesinin ( $z_t$ ) katsayı kümeleri istatistik bakımdan sıfırdan anlamlı derecede farklıysa, bu durum geri besleme ya da karşılıklı nedensellik anlamına gelmektedir.

(iv) Her iki regresyondaki ekonomik büyüme göstergesinin ( $x_t$ ) ve finansal gelişme göstergesinin ( $z_t$ ) katsayı kümeleri istatistik anlamda bağımlı değilse, bu da bağımsızlık anlamına gelmektedir. (Guajarati, 1999:620-621)

Analiz aşamasında 1989-2010 seneleri arasını kapsayan üçer aylık verilerle çalışılmıştır. Veri setinin oluşturulmasında TCMB'sının istatistiki verilerinden yararlanılmıştır. GSYİH ve GSSSO ile ilgili veriler TCMB internet sitesinde, "istatistiki veriler" bölümünden "arşiv" sekmesi içindeki güncellenmeyen verilerden elde edilmiş ve 1987 sabit fiyatlarıyla hesaplanmıştır. Her iki seri de 2007Q3 dönemine kadar olduğu için; 1998 sabit fiyatlarıyla aynı seriler bulunup, 1989Q1-2010Q1 arası için veriler genişletilmiştir. Bu seriler elde edildikten sonra 1989Q1-2010Q1 dönemi

için mevduat, yatırım, kalkınma ve katılım bankalarının topladıkları mevduatların ve yine aynı finansal araçlarının özel sektöre verdikleri kredilerin GSYİH'ya olan oranları bulunmuştur. Mevduat ve özel sektöre verilen krediler, TCMB internet sitesinde "istatistiki veriler" içinde "genel istatistikler" bölümünde "mevduat, yatırım, kalkınma ve katılım bankalarının toplulaştırılmış bilançosundan" elde edilmiştir. Mevduat/gsyih ve özel sektöre verilen kredi/gsyih oranları hesaplanırken 1987 cari fiyatlarıyla hesaplanmıştır. Yöntem olarak serilerin deflator ile 1987 sabit fiyatlara çevrilmesi ve oranların bu şekilde hesaplanması aynı sonuçları vermektedir. En son olarak bu dört serinin bir önceki döneme göre olan değişimleri hesaplanmıştır. İncelenen dönemin özellikle 1989 sonrası olmasının temel nedeni, bu tarihten sonra Türkiye finansal sistemin sermaye akımlarına tamamen açılması, diğer bir deyişle finansal olarak dünya finansal piyasalarına entegre olmasıdır. Bu bağlamda çalışmada finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisi, finansal entegrasyon sürecinde değerlendirilmiş olmaktadır.

#### IV. UYGULAMA SONUÇLARI

Nedensellik analizini yaparken izlenen yol ve bulunan sonuçlar ise kısaca şu şekildedir. Finansal gelişmeyi ifade eden  $z_t = (h_t, b_t)$  ve ekonomik büyümeyi ifade eden  $x_t = (y, k)$  değişkenler ayrı ayrı  $h_t, b_t, y, k$  olarak çeyrek dönemlik zaman serileri olarak analize sokulmuştur. Bu analiz yapılırken nedensellik ilişkisi her iki dönemde de tasarruf-kredi-yatırım-büyüme ilişkisinin oluşmasını sağlayacak belirli bir gecikmeye kadar incelenmiş ve zaman içinde bu gecikmeler çerçevesindeki değişimi gözlemlenmiştir. 1989Q1-2001Q1 ve 2001Q1-2010Q1 arasını kapsayan iki dönem için finansal gelişme ve ekonomik büyüme göstergelerinin yüzdesel değişimlerini ifade eden 84 tane gözlemden yararlanılmıştır. Bu seriler arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilmeden önce mevsimsel etkilerden arındırılmıştır. Bu süreçte tüm serilerde değişim hesaplandığı için doğal olarak birçok çeyrekte negatif sayılarla karşılaşmış, bu nedenle mevsimsel etkilerin arındırılmasında (Cencus X11) toplama metodu kullanılmıştır. Daha sonra kullanılan

zaman serilerinin durağan olup olmadıklarının kontrolü açısından birim köke sahip olup olmadığı araştırılmıştır. Birim kök analizi sonucunda her iki dönem için de serilerin hiçbirinde birim kök olmadığı görülmüş; bu bağlamda serilerin hepsinin durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. En son aşamada Türkiye için her iki dönemde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisindeki nedensellik ilişkisi gecikmeler göz önüne alınarak analiz edilmiştir. Analizde kullanılan dört zaman serisi arasında 10 gecikmeye kadar ortaya çıkan nedensellik ilişkisi aşağıdaki 4.1. numaralı tablodan görülebilmektedir. Tabloda 1989Q1-2001Q1 dönemi için ekonomik büyümeyi temsil eden GSYİH'daki değişim (y) ile finansal gelişmeyi temsil eden mevduatların GSYİH'ya oranı (hi) ve özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya olan oranındaki (bi) değişim arasındaki nedensellik ilişkisi görülmektedir. Tabloda görülen F-istatistiği ve p-değeri sütunlarda gösterilen çiftler arasındaki nedensellik ilişkisinin, satırlarda belirtilen gecikmelerdeki yönü hakkında bilgi vermektedir. Örnek vermek gerekirse aşağıdaki tabloda gecikme sayısı 1 iken ( $y \rightarrow hi$ ) ile ifade edilen GSYİH'daki değişimden, özel sektöre verilen krediler/gsyih oranındaki değişime doğru olan nedensellik ilişkisi ile ilgili F-istatistiği (5.46480), p-değeri ise (0.0239) değerini almaktadır. Bu değerler çerçevesinde “GSYİH'daki değişimden, özel sektöre verilen krediler/gsyih oranındaki değişime doğru bir Granger nedenselliği yoktur” diye ifade edebileceğimiz  $H=0$  hipotezini reddetmemiz durumunda hata yapma ihtimalimiz 0.0239 olmaktadır. İstatistiksel olarak p-değeri % 10 olana kadar  $H=0$  hipotezini reddetmenin istatistiki olarak mümkün olduğu göz önüne alındığında bahsedilen bulgular; “incelenen dönemde GSYİH'daki değişimden özel sektöre verilen krediler/gsyih oranındaki değişime doğru bir nedensellik gözlemlenmektedir” şeklinde yorumlanabilir.

Tablo.4.1.

Gecikme sayısı	$y \leftrightarrow hi$				$y \leftrightarrow bi$			
	$y \rightarrow hi$		$hi \rightarrow y$		$y \rightarrow bi$		$bi \rightarrow y$	
	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri
1	5.46480	0.0239	0.01053	0.9187	1.12675	0.2941	0.08314	0.7744
2	3.33344	0.0453	1.89019	0.1637	1.61813	0.2104	0.41965	0.6600

3	2.62364	0.0641	1.39375	0.2591	1.84804	0.1545	0.25387	0.8581
4	1.69481	0.1726	0.54388	0.7045	1.83712	0.1431	0.31563	0.8656
5	1.21387	0.3245	0.65761	0.6579	1.93188	0.1155	0.46899	0.7965
6	0.90251	0.5061	0.66058	0.6817	1.46263	0.2245	0.61227	0.7186
7	0.81659	0.5818	0.60339	0.7477	1.95242	0.0998	0.43084	0.8742
8	0.88664	0.5420	0.88909	0.5402	1.95118	0.0982	0.59013	0.7762
9	0.80299	0.6182	0.76882	0.6458	1.67889	0.1571	0.87168	0.5641
10	0.74420	0.6766	1.01384	0.4690	1.70567	0.1557	0.83550	0.6025

Bu bağlamda 4.1. numaralı tablodan 1989Q1-2001Q1 dönemi için 3 dönem (9 ay) gecikmeye kadar GSYİH'daki değişimden (y), tasarrufların GSYİH'ya oranındaki (hi) değişime doğru bir Granger nedensellik ilişkisi görülmektedir. Bunun dışında hiçbir gecikmede ne finansal gelişmeden ekonomik büyümeye ne de ekonomik büyümeden finansal gelişmeye anlamlı bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Tablo 4.2.'de ise ekonomik büyüme göstergelerinden ikincisi olan yatırımlardaki değişimden (k), özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranındaki (bi) değişime doğru farklı gecikmelerde her iki yöne doğru da nedensellik ilişkileri görülmektedir. Buna göre bir dönem gecikmeden, beş dönem gecikmeye (3-15 ay) kadar yatırımlardaki değişimden kredilerdeki değişime; dört dönem gecikmeden, dokuz dönem gecikmeye (12-27 ay) kadar da kredilerdeki değişimden yatırımlardaki değişime doğru bir nedensellik ilişkisi gözlemlenmiştir. Diğer taraftan iki dönem gecikmeden, beş dönem gecikmeye (6-15 ay) kadar yatırımlardaki değişimden, tasarrufların GSYİH'ya oranındaki değişime doğru bir nedensellik ilişkisi görülürken; tam tersi yöne hiçbir gecikmede nedensellik ilişkisi tespit edilmemiştir. Sadece beş dönem gecikmede (15 ay) krediler ve yatırımlar arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi görülmüştür.

Tablo 4.2

Gecikme sayısı	k ↔ hi				k ↔ bi			
	k → hi		hi → k		k → bi		bi → k	
	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri
1	2.41559	0.1271	0.14811	0.7022	8.09166	0.0067	0.19927	0.6575
2	3.66853	0.0340	0.72157	0.4919	6.71447	0.0029	0.13444	0.8746
3	4.27834	0.0105	0.73392	0.5381	4.24825	0.0109	1.53092	0.2217
4	3.33789	0.0201	0.11379	0.9768	3.13114	0.0262	2.94039	0.0335
5	2.59771	0.0435	0.21600	0.9532	2.27896	0.0694	3.07064	0.0220
6	1.70900	0.1532	0.16635	0.9838	1.74583	0.1446	3.03037	0.0195
7	1.28732	0.2938	0.24221	0.9705	1.34050	0.2702	2.66740	0.0310
8	1.95118	0.0982	0.59013	0.7762	1.48544	0.2143	2.48531	0.0403
9	0.73399	0.6742	0.39685	0.9228	1.42908	0.2383	1.99404	0.0926
10	0.76802	0.6571	0.83806	0.6004	1.65181	0.1701	1.67388	0.1640

Tablo 4.3.

Gecikme sayısı	y ↔ hi				y ↔ bi			
	y → hi		hi → y		y → bi		bi → y	
	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri
1	0.30131	0.5869	5.19506	0.0295	4.84560	0.0350	2.09444	0.1576
2	0.97529	0.3891	1.93076	0.1632	3.46697	0.0447	0.73372	0.4888
3	1.74792	0.1819	1.27779	0.3027	3.15748	0.0416	0.71658	0.5510
4	0.79619	0.5399	0.60896	0.6603	1.91372	0.1422	0.31423	0.8655
5	0.80511	0.5594	0.52857	0.7520	2.07482	0.1113	0.45010	0.8082
6	1.18120	0.3618	0.76726	0.6058	2.61653	0.0554	0.72386	0.6364
7	0.88828	0.5405	0.81113	0.5927	1.95412	0.1355	0.61739	0.7335
8	0.73303	0.6630	0.70511	0.6833	0.72789	0.6667	0.92712	0.5306
9	0.67510	0.7154	0.44354	0.8762	2.28468	0.1293	0.78138	0.6416

Tablo 4.3.'de 2001 Şubat krizi sonrasında günümüze kadar geçen süreçte finansal gelişme ve ekonomik büyüme göstergeleri arasındaki nedensellik ilişkisi gözlemlenmektedir. 2001Q1-2010Q1 dönemi içeren bu analize göre ekonomik büyüme göstergelerinden ilki olan GSYİH'daki değişim ile tasarrufların GSYİH'ya

oranındaki değişim arasında hiçbir gecikmede anlamlı bir nedensellik ilişkisinin olmadığı görülmektedir. Diğer taraftan GSYİH'daki değişim ile kredilerin GSYİH'ya olan oranındaki değişim arasında ise ilk üç dönem gecikmede (3-9 ay) ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik görülürken; diğer hiçbir gecikmede iki yöne doğru da anlamlı bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

Tablo 4.4.

Gecikme sayısı	k ↔ hi				k ↔ bi			
	k → hi		hi → k		k → bi		bi → k	
	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri	F-ist.	p-değeri
1	0.19831	0.6591	0.98322	0.3288	2.87870	0.0995	0.02930	0.8652
2	0.42304	0.6590	0.81134	0.4541	5.72973	0.0080	0.07719	0.9259
3	0.32069	0.8103	1.41979	0.2595	6.55220	0.0019	0.43711	0.7283
4	0.25836	0.9015	1.03744	0.4094	4.03247	0.0127	0.37345	0.8251
5	0.91801	0.4895	0.32874	0.8896	3.91119	0.0123	0.95320	0.4691
6	1.14906	0.3773	0.40452	0.8659	4.05068	0.0106	0.89160	0.0106
7	0.86662	0.5548	0.88443	0.5430	3.53515	0.0212	1.22660	0.3515
8	0.69196	0.6929	0.41082	0.8917	1.46075	0.2741	0.72840	0.6663
9	0.44446	0.8756	0.46620	0.8616	6.06368	0.0092	0.68358	0.7094

Tablo 4.4.'de ise yatırımlardaki değişim ve tasarrufların GSYİH'ya olan oranındaki değişim arasında hiçbir gecikmede karşılıklı olarak anlamlı bir nedensellik ilişkisine rastlanmazken; yatırımlardaki değişimden kredilerdeki değişime doğru sekizinci dönem gecikme (24 ay) hariç tüm gecikmelerde anlamlı bir nedensellik ilişkisi görülmüştür. Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru anlamlı bir nedensellik ilişkisi ise sadece altıncı dönem gecikmede (18 ay) tespit edilmiştir.

## SONUÇLAR

Türkiye açısından finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisinin nedensellik bağlamında incelendiği çalışmamızda; iki dönemde incelenen 1989Q1-2010Q1 dönemi için ağırlıklı olarak "talep takipli" bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. İncelenen dönemlerden ilki olan 1989Q1-2001Q1 dönemi için nedensellik ilişkisi-

nin ilk beş dönem gecikmede ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu görülürken; gecikme sayısı arttıkça ilişkinin finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru değiştiği tespit edilmiştir. Diğer taraftan 2001Q1-2010Q1 dönemi için ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olan nedensellik ilişkisi bir önceki dönemdeki karakterini korumuş; finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisi ise bir önceki döneme göre gücünü kaybetmiştir. Bu iki dönemin ayrımında 2001 Şubat krizi sonrası bankacılık sektöründe yapılan düzenlemelerin ve bu sayede Türk finansal sisteminin yabancı sermaye akımlarından daha sağlıklı biçimde yararlanması yattığı düşünüldüğünde; 2001Q1-2010Q1 dönemi için finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisinin bir önceki döneme göre zayıflaması şaşırtıcı bir sonuç olarak düşünülebilir. Diğer taraftan 2001 sonrası Türkiye ekonomisinde görülen hızlı büyümenin ardında dünya ekonomisindeki likidite bolluğu, Türk ekonomisinin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından pozitif anlamda etkilenmesi ve ihracat anlamında görülen büyük artış olduğu düşünüldüğünde; finansal gelişmenin bu süreci başlatan değil hızlandıran bir unsur olduğu görülebilir. Bu bağlamda 2001Q1-2010Q1 döneminde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru görülen nedensellik ilişkisindeki değişim, finansal sistemin etkinliğinin azalmasından değil; değişen ekonomik şartlar çerçevesinde fonksiyonunun değişmesinden kaynaklanmaktadır. İki dönem arasında finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünde bu anlamda bir değişim olması, finansal sistemlerin fonksiyonlarının buldukları ekonomik şartlara göre şekillendiği düşüncesini desteklemektedir.

Bir diğer tespit ülkeye özel ekonomik süreçlerin tespit edilmesinin ve bu tespit sonucunda finansal gelişmenin tanımının yapılmasının bu tarz analizler için çok kritik olduğudur. Ancak bu şekilde ülkeye ait doğru finansal gelişme göstergelerinin belirlenmesi mümkün olacaktır. Literatürde aynı veri seti ve farklı finansal gelişme göstergeleri ile yapılan analizlerde aynı ülke için farklı sonuçlar elde edilmesi bu iddiamızı destekler niteliktedir. Kısaca finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini sadece verilere dayalı şekilde; ülkenin ekonomik ve finansal gerçekliklerini göz ardı edile-

rek analiz edilmesi mümkün değildir. Çalışmada hisse senedi piyasalarının analize dahil edilmemesi tamamen bu görüşün bir uzantısıdır.

Çalışmada Türkiye açısından finansal gelişmenin ekonomik büyümenin ardındaki temel dinamik olduğunu kanıtlayacak herhangi bir bulguya rastlanmamıştır. Bu dönemde ekonomik büyümenin ardındaki temel dinamiklerin yukarıda belirtildiği gibi ihracat, doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye akımları ve dünya ekonomisindeki likidite bolluğu olduğu düşünülmektedir. Bunun yanında finansal sistemin düzgün çalışması halinde ekonomik büyümenin daha da artmasını sağlayacak bir ortam yarattığı düşünülmektedir. Bir başka ifadeyle finansal sistemin iyi işlediği dönemlerde ekonomik büyümeyi; kötü işlediği dönemlerde ise ekonomik küçülmeyi hızlandırdığı düşünülmektedir. Bu anlamda iyi işleyen bir kurumsal yapının, risk odaklı bir yönetim ve denetimin finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan katkısını arttıracığı düşünülmektedir. Finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönünün ve gücünün hep aynı kalmadığı; farklı dönemlerde ve farklı gecikmelerde değiştiği sonucuna ulaşılmıştır. İncelediğimiz iki dönem için farklı gecikmelerde nedensellik ilişkisinin yönünde farklılıklar görülmesi bu çıkarımı desteklemektedir.

## KAYNAKÇA

ANG, J.B ve Warwick J.MCKIBBIN; “Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia”, **Journal of Development Economics**, C. 84, 2007, ss. 215-233

ANG, James B., “A survey of recent developments in the literature of finance and growth”, **Journal of Economic Surveys**, C.22, Sayı:3, 2008, ss..536-576

ARESTIS Philip ve Panicos DEMETRIADES; “Finance and Growth: Is Schumpeter ‘Right’?”, **Análise Econômica**, C. 16, Sayı: 30, 1998, ss. 5-21

BALASSA, Bela; “Financial Liberalization in Developing Countries”, **Development Economics Working Papers**, WPS 55, The World Bank, Eylül 1989, ss.1-6

BECK, T. R. LEVINE ve N. LOAYZA; "Finance and the sources of growth", **Journal of Financial Economics**, C. 58, 2000, ss. 261–300.

BENCIVENGA, V. R. ve B. D. SMITH; "Financial intermediation and endogenous growth", **Review of Economic Studies**, C. 58, 1991, ss. 195-209

BDDK; Finansal Piyasalar Raporu, Sayı 18, Haziran 2010, s.

BDDK; Finansal Piyasalar Raporu (Sayı 14 Haziran 2009), s.

BHATTACHARYA, Prabir C. ve M.N.SIVASUBRAMANIAN; "Financial development and economic growth in India: 1970-1991 to 1998-1999", **Applied Financial Economics**, C.13, 2003, ss.925-929

BLOCH, Harry ve S.H.K TANG; "The role of financial development in economic growth", **Progress in Development Studies**, C. 3,3, 2003, ss.243-244

CHOE, C. ve I.A. MOOSA; "Financial system and economic growth: the Korea experience", **World Development**, C. 27, 1999, ss.1069–1082

DE GREGORIO, J. ve P.E GUIDOTTI; "Financial development and economic growth", **World Development**, C. 23, 1995, ss. 433–448

DEMETRIADES, P.O. ve K.B.LUINTEL; "Financial development, economic growth and banking sector controls: evidence from India", **Economic Journal**, C.106, 1996, ss. 359–374.

FREIXAS, X., C. GIANNINI, G. HOGGARTH, F. SOUSSA; "Lender of Last Resort: What have we learned since Bagehot?", **Journal of Financial Services Research**, C.18, Sayı:1, 2000, Springer Netherlands

GERTLER, Mark; "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", **Journal of Money, Credit, and Banking**, C.20, Sayı:3, 1988, ss.561-562

GHIRMAY, Teame; "Financial Development, Investment, Productivity and Economic Growth in the

U.S.", **Southwestern Economic Review**, C.33, 2006, ss.23-40

GREENWOOD, J. ve B. JOVANOVIC; "Financial development, growth and the distribution of income" **Journal of Political Economy**, C.98, 1990, ss.1076-1107

GILLES, Saint Paul; "Technological Choice, Financial markets, and Economic growth", **European Economic Review**, C.36, 1992, ss. 763-781

GUAJARATI, Domadar N; "Temel Ekonometri", Literatür Yayınları, 1999, ISBN: 975-7860-99-9

GURLEY, J.G. ve E.S. SHAW; "Financial Aspects of Economic Development", **The American Economic Review**, Cilt:45, Sayı:4, Eylül 1955, s. 515

KING, R.G ve R LEVINE; "Finance and growth: Schumpeter might be right", **Quarterly Journal of Economics**, C. 108, 1993, ss. 717–737.

KONSTANTINOS, Loizos; "The Financial Repression/Liberalization Debate: A survey of Literature", **UADPhilEcon Working Papers**, 2006, ss.27

LEVINE, Ross; Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth, In Claude E. Barfield, ed., **International Financial Markets: Harmonization versus Competition**. Washington, D.C.: AEI Press., Bölüm:6, 1996, s.252

LEVINE, Ross ve Sarah ZERVOS; "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", **The American Economic Review**, C.88, Sayı:3, 1998, ss. 537-555

LUCAS, R.E; "On the mechanics of economic development", **Journal of Monetary Economics**, 1988, C. 22, s.5

PATRICK, H.T; "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", **Economic Development and Cultural Change**, C. 14, Sayı. 2, 1966, ss. 174-189

ROUSSEAU, Peter L; "Finance, investment and growth in Meiji-era Japan", **Japan and the World Economy**, C.11, 1999, ss.185-198

STIGLITZ, J.E; “Capital market liberalization, economic growth, and instability”, **World Development**, C.28, 2000, s. 1076

STRATEJİ GELİŞTİRME DAİRE BAŞKANLIĞI; “Finansal Piyasalar Raporu”, **BDDK Raporları**, Sayı 14, Haziran 2009, ss.17-18

XU, Z; “Financial development, investment, and economic growth”, **Economic Inquiry**, C.38, 2000, ss. 331–344