

Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1961-2015)

Emir ATAY^{1*}

¹Doktora Öğrencisi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı

Haliç Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, İstanbul, Türkiye

Orcid Numarası: 0000-0002-2485-8349

Geliş Tarihi: 16.07.2020

***Sorumlu Yazar e mail:** emiratay501@gmail.com

Kabul Tarihi: 03.11.2020

Atf/Citation: Atay, E., "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1961-2015)", Haliç Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 2020, 3/2: 305-326.

Öz

Finansallaşmanın makro ekonomiye olumlu ve olumsuz etkileri üzerine literatürde ortak bir görüş bulunmamakla beraber, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi bakımından farklı hipotezler ortaya atılmıştır. Bir tanesi diğerinin nedenseli olabileceği gibi, karşılıklı nedensellik ilişkisi olabileceği saptanmış ancak bazı durumlarda da hiçbir nedenselliğe rastlanılmamıştır. Uzun yıllardır arz öncüllü ve talep çekiçli olarak adlandırılan tek yanlı hipotezler literatürde egemenliğini korurken, yakın zamanlardan beri çift taraflı nedenselliğin geçerli olduğu hipotezler de ampirik olarak desteklenmektedir. Bu çalışmada 1961-2015 yılları arasında Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Dolayısıyla analizi basitleştirmek için krizler, konjonktürel dalgalanmalar ve jeopolitik unsurlar gibi faktörler analizde ele alınmamıştır. İlgili parametreler modele dahil edilirken, finansallaşma göstergesi olarak genişletilmiş para arzı ve ekonomik büyüme göstergesi olarak gayri safi milli hasıla değerlerinden faydalanılmıştır. Zaman serisi olarak düzenlenen veriler durağanlık testlerinden geçirildikten sonra VAR (Vector Auro Regression) modeli üzerinde Granger nedensellik analizine tabi tutulmuştur. Elde edilen bulgulara göre ekonomik büyümeden finansal genişlemeye doğru tek taraflı bir nedensellik ilişkisi saptanmıştır. Bu durum Türkiye’nin yaklaşık altmış yıllık finansallaşma serüveninde talep çekiçli hipotezlerin geçerli olduğunu doğrular niteliktedir. Ekonomik büyümenin finansallaşmayı peşinden sürüklediği bu

hipotezin temelinde ise genelde ülke içi yetersiz tasarruflar, finansal kurumların ve sermaye piyasalarının eksikliği gibi nedenler yatmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansallaşma, Finansal gelişme, Ekonomik Büyüme, Granger Nedensellik Analizi.

The Relationship Between Financial Development and Economic Growth: The Example of Turkey (1961-2015)

Abstract

Although consensus in the literature regarding the positive or negative impact of financialization on macroeconomy has not been reached, various hypotheses have been proposed on the relationship between financial development and economic growth. While one can promote the other, it has been found out that the causality can also be bi-directional or in some cases, no causality relationship has been found. For many years, unidirectional causality relationship hypotheses labeled as supply-leading or demand-following have dominated the literature however hypotheses based on the bidirectional causality has been empirically supported recently. This study examines the relationship between financial development and economic growth from 1961 to 2015 in Turkey. While the relevant parameters are added to the model, money supply expansion is taken as the indicator of financialization, and the gross national product is the indicator of economic growth. Factors such as crises, cyclical fluctuations, and geopolitical factors were excluded to simplify the analysis. Vector autoregressive (VAR) modeling with Granger causality tests is performed on the data organized as time-series after stationarity testing. The results reveal that there is a unidirectional causality relationship from economic growth towards financial development and thus confirm that the demand-following hypotheses are valid in approximately sixty years of financialization adventure in Turkey. The reason behind this hypothesis arguing that economic growth leads to financialization is generally related to insufficient domestic savings, lack of financial institutions, and capital markets.

Keywords: Financialization, Financial Development, Economic Growth, Granger Causality Analysis

1. Giriş

İktisadi büyüme kavramı en genel anlamıyla bir ülkenin gayri safi yurtiçi hasılasındaki (GSYİH) reel anlamda artışı ifade eder. Bu kavramın oransal olarak ne kadar artış sağladığı kadar, büyümeyi etkileyen unsurlar da iktisat literatüründe süregelen tartışma konularından biri olmuştur. Ülkelerin farklı yapısal özelliklere sahip olması büyüme üzerinde tek bir faktörün her zaman ve tüm ülkeler için aynı etkiyi yaratmasını mümkün kılmamaktadır. Bundan dolayıdır ki farklı büyüme teorileri içerisinde büyümeye etki eden unsurların önemi de değişmektedir.

Özellikle 1970’li yıllardan beri dünyada üretim alanında yaşanan kâr oranlarındaki düşüş, sermaye açısından finansallaşmanın gereksinimini arttırmıştır. Finansal piyasalarda ortaya çıkan kar oranları, üretim alanıyla rekabet etmeye başlayınca finansal olmayan kurumların da bu piyasalara karşı dikkatini çekmeye başlatmıştır. Finansal sistemin, son kırk yılda dünya ekonomisinde bu kadar büyük paya sahip olmasında şüphesiz ki globalleşmenin ve neo-liberal politikaların etkisi yadsınmaz. Özellikle gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını kolaylaştıran finansal serbestleşme politikalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri uzun yıllardır tartışılmaktadır.

İktisat literatüründe, finansallaşmanın gelişimine paralel olarak ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişki 1950’lerde incelenmeye başlanmış, 1980’den itibaren yaşanan neoliberal dönüşümle derinlik kazanmıştır. Yapılan tarihsel ve ampirik incelemeler sonucunda farklı bulgular elde edilmiştir. Bazı çalışmalar finansallaşmayı, ekonomik büyümeyi uzun vadede olumsuz etkileyen ve gelir dağılımını bozan bir faktör olarak değerlendirirken, diğer taraftan ekonomik büyüme ile nedensellik ilişkisinin olduğu sonuçlara varılmış ve finansal sisteminin etkinliğinin önemine değinilmiştir.

Bu çalışma, yukarıda değinilen tartışmayı Türkiye ekonomisi üzerinden nedensellik ilişkisi kurarak mevcut hipotezler altında ele almaktadır. Kavramsal olarak iktisadi görüşlere yer verilmiş, ardından veri seti ve yöntem tanıtılarak elde edilen bulgular paylaşılmıştır. Son bölümde ise genel bir değerlendirme yapılarak Türkiye ekonomisini için görüşler belirtilmiştir.

2. Finansallaşmaya ve Ekonomik Büyümeye Genel Bakış

2.1. Temel Kavramlar ve Literatür

“Finansallaşma” ifadesi ilk defa 1993 yılında yayınlanan Kevin Phillips’in “Boiling point: Democrats, Republicans and the Decline of Middle Class Prosperity” isimli eserinde kullanılmıştır. Phillips eserinde 1990’lı yıllarda Amerika’da yaşayan orta sınıf insanların refah düzeyinde nasıl ve hangi aşamalarla düşüş yaşandığını analiz etmiş, önceki dönemlerde Hollanda ve Britanya örneklerinde olduğu gibi Amerika’da üretimin düşüşüyle orta sınıfın da refah kaybına maruz kaldığını ve sermayenin sanayiden finansa doğru nasıl geçtiğini incelemiştir. Çalışmaları doğrultusunda finansallaşma olgusunu kamu borçlarının, sermaye birikiminin ve yabancı sermaye yatırımlarının artması ile sınıflar arası kutuplaşmanın derinleşmesi olarak değerlendirir. Phillips ekonomik çöküşe giden süreci finansallaşmanın ve dolayısıyla aşırı borçlanmanın göz ardı edilmesi sonucu gerçekleşeceği biçiminde yorumlamaktadır (Phillips, 1993: 193).

Finansallaşma kavramı en yaygın biçimde “küresel ve ulusal ekonomilerde finansal piyasaların, piyasa aktörlerinin, finansal kurumların ve düzenlemelerin fonksiyonlarının çoğalması” olarak kabul edilmektedir. Ertürk finansallaşmayı, finansal olmayan firmaların finans piyasalarında faaliyet göstermesi olarak tanımlamaktadır (Ertürk ve diğerleri, 2008: 211). Epstein, (2005: 121)’e göre finansallaşma, finansal güdü, finansal oyuncu ve finansal kurumların yerel ve dünya genelinde ekonomik faaliyetlerinin artmasıdır. Dore ise Epstein’in bu

tanımından önce daha geniş kapsamlı olarak ele alarak finansal kesimin toplam makro ekonomik faaliyetler içerisinde ağırlığının artması, firmaların yönetimlerinde finansal denetim mekanizmalarının olması, toplam varlıklar içerisinde finansal varlıkların yer alması, bilhassa özkaynaklar içinde finansal varlık kalemlerinin bulunması, firmaların stratejik karar noktalarında sermaye piyasalarının belirleyici olması hatta menkul kıymet borsalarındaki hareketlerin belirleyici unsurlar olması olarak finansallaşmayı tanımlamıştır (Dore, 2002: 115).

Finansallaşma üzerine çalışan Palley finansal piyasaların, finansal kurum ve şirketlerin iktisat politikalarında tercih ve sonuçları üzerinde baskın bir hale gelmesi biçiminde yorumlamıştır (Palley, 2002: 110). Fine ise finansallaşmayı, finansal olmayan kurumların yönetimlerinde sanki finansal piyasaların aktörüymüş gibi davranmaları olarak görmektedir. Fine (2008: 3-4) firmaların, rekabeti seven yatırımcıların taleplerine karşılık vermek için davranış stratejilerini değiştirdiğini ve bu durumun finansal araçların yaygınlaşmasına neden olduğunu ifade etmektedir.

Harvey, ekonominin finansallaştığını düşünmemekte ancak nitelik anlamında finansal kesimin üstlendiği rolün değişmesi olarak finansallaşmaya yaklaşmaktadır (Harvey, 2005:12). Bu değişimin sonucu olarak finansal olmayan sektörlerin de finansal sistemle olan ilişkisi organik bir hal almıştır. Ayrıca gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş olan ülkeler arasındaki ilişkilerde farklı bir boyut kazanmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik artan sermaye girişleri uluslararası rezerv birikimine neden olmuştur, dünya rezerv para biriminin arzını elinde tutan ABD bu sayede cari işlemler açığının finanse edilmesini kolaylaştırmıştır. Dolayısıyla finansallaşmanın oluşturduğu ortamda gelişmekte olan ülkeler daha avantajlı bir durum elde etmişlerdir. Hatta bu durum yoksulun zengine borç vermesi gibi ironik bir tablo yaratmıştır.

Finansallaşmanın önündeki engellerin kaldırılarak uygun koşulların sağlanması beraberinde finansal kesimin kural dışlaştırılması; yeni ürünlerin yaygınlaşmasını, sermaye hareketlerinin serbestleşmesini ve para piyasalarında dalgalanmaları beraberinde getirmiştir. Stockhammer, yeni pazarlar amacıyla finansal sistemlere geçiş, finansal piyasalarda profesyonel oyuncular olarak kurumsal yatırımcıların varlığı, yönetimde hissedarların önemi ve finansal olmayan kesimde finans piyasalarına yönelmesi olarak yaşanan gelişmeleri sıralamaktadır (Stockhammer, 2007: 187).

Froud, Haslam, Johal, ve Williams beraber yapmış oldukları çalışmalarda finansallaşmayı mikro düzeyde analiz etmişlerdir. “Havuz kuponu kapitalizmi” adını verdiklerini kavram çerçevesinde finansal piyasaların bireylerin ve firmaların davranışlarında oluşturduğu etkileri incelemişlerdir (Froud ve diğerleri, 2000: 112).

Stockhammer ise özellikle finansallaşmanın yaratacağı makro ekonomik sonuçlar üzerine çalışmış ve finansallaşma kavramını finansal olmayan alanlarda faaliyet gösteren firma ve aktörlerin finansal piyasalarla olan zaruri ilişkisini vurgulamak için kullanmıştır (Stockhammer, 2004:730).

Wade, genel görüşlerden çok daha farklı bir bakış açısı ile konuyu değerlendirmiş ve üç başlık altında toplanmıştır. İlk olarak finansal kesimin reel ekonomi üzerinde artan baskısı ve egemenliğinden bahsetmiş, sonrasında milli gelirin ücretli kesimden sermaye sahiplerine doğru hızlı ve tekrardan dağıtımını, son olarak milli gelirin toplumun en zengin %1-%10 arasındaki kesimine aktarımına zemin hazırladığı görüşünü savunmuştur (Wade, 2005: 27).

Arrighi(2003),Harvey(2007)veLapavitsas(2003)çalışmalarında genel olarak finansallaşmayı farklı ve eleştirel bir gözle değerlendirmişler, finansallaşmanın temelini sermaye birikimi sürecinde aramışlar ve

kapitalizme has aşırı birikim krizi ile ilişkilendirmişlerdir. Lapavitsas ayrıca konuyu derinleştirerek finansın sömürücü etkilerini ve sistemin yaşadığı dönüşüme vurgu yapmış, güncel kapitalist sistem içerisinde aracı kurumlara ve bankaların rollerine yeni finansal mimari içinde anlamlar yüklemiştir.

Aglietta ve Breton, finansallaşmanın sermayenin birikim rejimini şekillendirdiğini belirtmişler bu noktada hisse senedi ve menkul kıymet piyasalarına dikkat çekmişlerdir. Finansal serbestleşmenin önünün açılması birikim rejiminin değişiminde önemli bir etken olmuştur. Dolayısıyla finansal olmayan kesim faaliyetleri ile finansal piyasalar arasında yaşanan aktarım mekanizması ilişkisi önemlilik arz etmektedir (Aglietta ve Breton, 2001: 440).

Özetle finansallaşma, ulusal gelir içerisinde finansal varlık sahiplerinin paylarının artması, ücretli kesimin paylarında azalma, finansal istikrarsızlıkların baş göstermesi ve ekonomik büyüme için olumsuz etkenler olarak değerlendirilmektedir. Finansallaşmanın yaygınlaşması ve tüm ülkeleri kapsamaması ise globalleşmenin ve neo-liberal politikaların başarısı olarak yorumlanmaktadır. Literatürde finansallaşma ile ilgili mutlak bir görüş birliği bulunmamaktadır, dolayısıyla değerlendirmeler yapılırken içinde bulunulan koşulların özenle incelenmesi önemlidir.

Finansallaşma yakın tarihli bir paradigma olarak iktisat biliminde yer bulduğundan dolayı mutlak kabul gören bir literatür oluşmamıştır. Dolayısıyla tartışmalar devam ediyorken finansallaşmanın diğer ekonomik kavramlar ile ilişkisi, yeni olguların ortaya çıkmasını ve tartışılmasını mümkün kılmaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki finansallaşmanın ortaya çıkışı ile birlikte tartışılmaya başlanmıştır. Bagehot (1873), Schumpeter (1934) ve Gurley ve Shaw (1955) yıllar

önce bu ilişki üzerinde çalışmalar yapmış olsalar da deneysel anlamda bir içerik kazandırmak Davis (1965) ve Sylla (1969) gibi iktisat tarihçilerine fırsat olmuştur. Özellikle Britanya ve Amerika'nın tarihsel deneyimlerden yola çıkarak, piyasanın belirleyiciliğini olanaklı kılma konusunda finansal sistemin önemini tanımlamışlardır. Bu tarihten beri makro iktisatçılar ve kalkınma iktisatçıları gelişmiş finansal sistemler ile ekonomik büyümeyi gerçekleştirebilmiş ülkelerin iktisat politikalarını teorik modellerle analiz etmeye çalışmışlardır. Finansal sektörün makro ekonomi üzerinde yarattığı etkileri ülkeler arasında ve ülke içerisinde zaman serisi çalışmalarıyla teknik olarak ele almışlardır (Rousseau, 2003: 81).

Joseph Schumpeter, çalışmalarında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki teorik yapıyı finansal araçların sunduğu yenilik ve hizmetlere bağlamış, büyüme için gerekliliğini savunmuştur. Dönemin en büyük aracı konumunda olan bankaların, teknolojik yeniliklerde öncü rolü olduğunu belirtmektedir. Kurumsal kimlikleriyle bankalar, tasarrufları tek bir çatı altında toplamakta, yatırım projelerini analiz etmekte, finansal denetimleri gerçekleştirmekte ve firmalar ile ilgili detaylı bilgileri daha düşük maliyetler ile elde edebilmektedir. Bu yüzden bankalar ve diğer aracı kurumlar kaynakları verimli alanlara yönlendirerek, ekonomik sistem içerisinde önemli bir rol üstlenmektedirler (Capasso, 2004: 268). Schumpeter'in görüşlerine göre finansal araçların varlığı ve gelişmeleri, büyüme üzerinde doğrudan olumlu etki yaratmakta ve teknolojik gelişmeyi hızlandırmaktadır (Bloch ve Tang, 2003: 243).

Yakın zamanda finansal sistemin önemine yönelik yapılan teorik çalışmalar, Ronald McKinnon, Edward Shaw ve onların görüş olarak izinden giden iktisatçılar tarafından yapılmıştır. McKinnon-Shaw modeli, devletin iktisat politikalarının finansal sistem üzerindeki etkilerini incelemektedir. Neo-klasik iktisat görüşünü destekleyen McKinnon-Shaw ekolüne göre devletin ekonomi üzerinde rolünün

fazla olması, yüksek faiz oranları, rezerv miktarının arttırılması, kredi hacmini daraltıcı uygulamalar gibi finansal sistemi kısıtlayan unsurlar, ekonomik büyümenin de önünde yer alan engellerdir. Ayrıca içsel büyüme üzerine yapılan çalışmalar da finansal aracı kurumların risk paylaşımı ve nakit temini gibi sunduğu hizmetleri modelleyerek bu yaklaşımı desteklemektedir. Finansal piyasaların etkinlik kazandığı koşullarda durgun durum büyümeye katkı sağladığı savunulmakta ve devletin ekonomiye olası müdahalelerinin de bu etkinliği bozarak ekonomik büyümeyi engellediği düşünülmektedir (Ghali, 1999: 310).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinde farklı bir görüş ise finansın aslında ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etken olmadığı sadece sanayi ve ticareti destekleyen bir kuvvet olduğu yönündedir. Bu görüşü savunan Robinson, ekonomik büyümenin arttıkça finansal gelişmeyi zorunlu hale getireceğini (Robinson, 1992: 100) yani “girişim kılavuzluk eder finans takip eder” (Tsuru, 2000:5) şiarıyla ekonomik büyümenin finansal gelişmeye neden olacağı görüşünü savunur (Thangavelu ve Jiunn, 2004: 247-248).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin doğrultusu hakkında Hugh Patrick’in ortaya koyduğu arz öncüllü ve talep takipli hipotezler literatürde büyük önem arz etmektedir (Atamtürk, 2005: 100). Arz öncüllü hipotez, finansal gelişme aracılığıyla kaynakların daha etkin kullanılmasına neden olacağını yani kaynakların daha verimli sektörlere aktarımını kolaylaştırırken beraberinde verimli sektörlerdeki potansiyel girişim düşüncelerini de hayata geçireceğini iddia eder (Patrick, 1966: 175). Dolayısıyla arz öncüllü yaklaşım, neo-klasik iktisat anlayışına uygun şekilde finansal piyasaların olabildiğince deregüle edilmesiyle önünün açılacağını, hem daha etkin çalışarak yeni tasarrufları teşvik edeceğini hem de biriken tasarrufların uygun yatırımlara aktarılacağı görüşünü savunmaktadır (Onur, 2005: 138).

Talep takipli hipotez, arz öncüllü yaklaşımın aksine üretimde ve ekonomideki gelişmelerin finansal gelişimi zorunlu hale getirdiğini, ortaya çıkan kaynak ihtiyacına cevap vermek için finansal yeni kurum ve araçlar yarattığını öne sürmektedir. Talep takipli yaklaşıma göre finansal gelişme bir neden değil ekonomik büyümenin bir sonucudur (Patrick, 1966: 175). Patrick'in literatüre bu çatışan iki hipotez dışında kazandırdığı bir diğer yaklaşım "gelişme safhası hipotezi" dir. Gelişme safhası hipotezine göre ekonomik büyümenin ilk aşamalarında gelişen finansal sistem, reel sermaye birikimi üzerinde olumlu etki yapacaktır. Yeni finansal araçların ve hizmetlerin ortaya çıkması hem yatırımcılara hem de tasarruf sahiplerine yeni fırsatlar sunmakta ve büyümenin kendi kendini besleyebilmesini olanaklı kılmaktadır. Ekonomik ve finansal gelişmenin eş anlı gerçekleşmesi, zamanla finansın arz öncüllü özelliğinin yerini talep takipli duruma bırakmasına aşamalı olarak imkan yaratacaktır (Calderon ve Liu, 2003: 322). Yakın zamanlarda yapılan çalışmalarda ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi göstermek için içsel büyüme modelleri yaygın olarak kullanılmaktadır (Berthelemy ve Varoudakis, 1996: 300). 1980'li yıllardan itibaren özellikle Robert Lucas, Robert Barro ve Paul Romer'in katkılarıyla içsel büyüme modeli üzerine yapılan çalışmalar derinleşmiş ve finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisine ışık tutmuştur. İçsel büyüme modelleri finansal gelişmenin, ekonomik büyümeye uzun dönemde etki eden faktörlerden biri olarak görülmesi açısından önem taşımaktadır. İçsel büyüme modeline göre, teorik olarak finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisi üç biçimde gerçekleşebilir (Tsuru, 2000: 7).

Basit içsel büyüme modeli ve modele göre ekonomik büyümeye etki eden değişkenler:

$$g = A \varphi s - \delta$$

g: Durağan durum büyüme oranı

A: Sermayenin marjinal verimlilik oranı

φ : Finansal sistemin etkinliği

s: Tasarruf oranı

δ : Amortisman payı

Birinci durumda finansal gelişme, sermayenin verimlilik oranı (A) üzerinde arttırıcı etki yaratarak ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Finansal sistemin etkin çalıştığı koşullarda biriken fonlar, marjinal sermaye getirisi en fazla olan yatırımlara aktaracak ve kaynak kullanımını optimize edecektir. Kaynakların doğru ve yüksek getirisi olan yatırımlara aktarımı ise ekonomik büyümeye ivme kazandıracaktır. Finansal gelişmenin sermayenin verimliliğini arttırıcı etkisi konusunda Greenwood ve Jovonovic'in (1990: 1079-1081) geliştirdikleri model önemlidir. Modelde, birinin getirisi daha yüksek ancak riskli diğeri ise daha düşük getirili ve risksiz iki farklı üretim teknolojisi bulunmaktadır. Getirisi ve riski yüksek olan teknoloji mali ve konjonktürel dalgalanmalardan etkilenebilmektedir. Ancak gelişmiş bir finansal sistem içerisinde finansal araçlar, risk dağıtma, bilgi edinebilme ve gözetleme gibi işlevleriyle bu tarz beklenmedik durumlardan kaynaklı sorunları bertaraf edebilirler. Dolayısıyla finansal araçlar, en çok kazanç sağlayan projelerin finansmanını sağlayarak sermayenin verimliliğini arttırmaktadırlar (Tsuru, 2000: 7).

İkinci durumda, alternatif projeler arasından en karlı projenin seçilmesi süreci gözlem ve bilgi edinme maliyeti yaratmaktadır. Finansal araçların varlığı ise bu maliyeti minimize ederek yatırımlara daha çok kaynak aktarımını mümkün kılmakta ve büyümeye olumlu katkı sunmaktadır.

Üçüncü durumda olarak finansal gelişme, bireylerin tasarruf(s) oranını alternatif yatırım araçları vasıtasıyla daha çok arttırarak ekonomik büyümeye kaynak sağlar.

2.2. Finansal Gelişme Göstergeleri

İktisat literatüründe finansal gelişme tanımları arasında genel kabul gören ölçütlerden biri finansal sektörün GSYİH'ya oranıdır (Feldman ve Gang, 1990; Outreville, 1999). Para ve sermaye piyasalarının büyüklüğünü gösteren para arzı, kredi büyüklükleri, tahvil ve hisse senedi hacimleri gibi değişkenler finansal derinlik hakkında bilgi vermektedir. İktisat literatüründe finansal gelişme ve derinlik göstergesi olarak dar kapsamdan geniş kapsama doğru para arzının GSYİH'ya oranı ($M1/GSYİH$, $M2/GSYİH$, $M3/GSYİH$), özel kesime kullandırılan krediler/GSYİH gibi değişkenler finansal kurumların ağırlığını, menkul kıymet borsalarında faaliyette bulunan şirketlerin piyasa değerleri/GSYİH gibi göstergeler ise genellikle finansal derinliğin göstergesi olarak kullanılmaktadır. Bankacılık sisteminin gelişmişliğinin ve ekonomik faaliyetlerdeki önemini ifade etmesi açısından özel sektöre verilen kredilerin önemi son yıllardaki çalışmalarda artmıştır (Khan ve Senhadji, 2001).

Finansal gelişmişliğin en temel göstergeleri para arzı çeşitlerinin GSYİH'e oranlarıdır. Dolaşımdaki para miktarını ve istenildiği anda nakit olarak kullanılabilme özelliğine sahip vadesiz mevduatları kapsayan M1 para arzı çoğu çalışmada temel olarak M0 (Dolaşımdaki kağıt banknot ve madeni para) yerine kullanılmaktadır. Bundan dolayı $M1/GSYİH$ oranı tek başına finansal büyüklüğü ifade etmekte yeterli olmamaktadır. M2 para arzı ise M1 para arzına vadeli mevduatların da ilave edilmesiyle oluşmakta dolayısıyla $M2/GSYİH$ oranının $M1/GSYİH$ oranı ile kıyaslanması bankacılık kesiminin ekonomi içerisindeki büyüklüğünü ölçmede önemli bir göstergedir. Kişi başı reel GSYİH'deki artışlar tasarruf oranlarını olumlu yönde etkileyeceğinden

M2 para arzında da büyüme beklenmektedir (King ve Levine, 1993). Ayrıca M2 para arzına diğer finansal varlıkların (repo, tahvil, hisse senedi) eklenmesiyle oluşan M3 para arzı ise diğer finansal kesimin büyüklüğünün ölçülmesi için gerekli bir kıstastır. M3/ GSYİH oranı ile M2/GSYİH oranı arasındaki fark finansal piyasaların ekonomideki payını görmek için önemlidir.

2.3. Gelişme ve Büyüme Arasındaki Nedensellik

Uzun yıllardır finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında doğrudan ya da dolaylı bir ilişki olup olmadığı ve nedenselliği analiz edilmeye çalışılmaktadır. Böyle bir ilişkinin varlığını savunan iktisat literatürü ise finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi tetiklediğini ifade etmektedir. Yatay-kesit çalışmaları ile desteklenen görüşler finansal gelişmişlik düzeyinin gelecek dönemdeki iktisadi büyüme hızına doğrudan etki ettiğini ortaya koymaktadır (McKinnon, 1973; Shaw, 1973; Levine & Zervos, 1998: 538).

Bahsi geçen kavramlarla ile ters yönde bir ilişki olduğunu iddia eden görüş ise ekonomik büyümenin yaratmış olduğu kaynak talebi ihtiyacına cevap vermek için finansal sistemin gelişmesine neden olduğudur (Robinson, 1952: 94). Yeni yatırımların ve girişimciliğin ekonomik büyümede başat rol oynadığının savunan Robinson'un talep izleyici hipotezine göre finansal gelişme neden değil ekonomik büyümenin bir sonucudur ve ekonomik büyüme finansal yeni araçlara ihtiyaç doğurmaktadır (Patrick, 1966: 175). Buna karşılık arz öncüllü hipotezi savunan iktisatçılar, finansal sistemin gelişmişlik seviyesine bağlı olarak riski minimize edilmiş ve getirisi yüksek yatırımların finansman ihtiyacı karşılanacağı için ekonomik büyümede motor görevi göreceğini savunurlar (King ve Levine, 1992: 717).

Bugüne kadar yapılmış olan zaman serisi çalışmaları ise arz öncüllü ve talep izleyici hipotezlerin ülkeden ülkeye, kurumsal etkinliklerine

ve uygulanan iktisat politikalarına bağı olarak geçerli olabileceğini göstermiştir. Bundan dolayı ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında ortaya konan tek yönlü nedensellik ilişkisinin yerini, yakın zamanda yerini çift yönlü nedensellik ilişkisi almıştır Demetriades ve Hussein, (1996: 387). Özellikle finansallaşmanın küresel bir boyut kazandığı ve neo liberal politikaların etkinliğinin tekrar artmaya başladığı 1980’li yıllardan sonra uygulanan iktisat politikaları, kurumsal değişimler, finansal deregülasyon ve küreselleşme gibi etkenler bu nedenselliğin yönünü değiştirebilmektedir. Elde edilen bulgular ise ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermektedir.

Türkiye’de, 1980’li yılların başlarından itibaren iktisat politikası bakımından radikal bir değişim geçirerek ekonomik liberalizasyon programları ile hem dış ticaret alanında hem de sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yönünde kararlar alınmıştır. 24 Ocak 1980 kararlarının ardından yapılan en köklü değişikliklerden bir tanesi 1989 yılında alınan 32 Sayılı Kararname ile birlikte sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi olmuştur. Hayata geçirilen finansal liberalizasyon uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsası’nın (İMKB) kurulması finansal piyasalar için yeni hareket alanı yaratsa da finansal piyasaların küresel boyutta derinleşmesi için yeterli olmamıştır. Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi kurumsal altyapının oturmamış olması, yabancı sermaye yatırımlarının sadece portföy yatırımı niteliğinde kalması, finansal kırılganlık sorununu yaratmıştır. Finansal sisteminde risklerin ve kırılganlıkların yaşandığı ülkelerde uygulanan finansallaşma çabaları ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yapabilirken, 21. yüzyılın başında yaşadığımız son küresel finansal kriz ise gelişmiş olan ülkelerin bile hiçbir zaman riskten tamamen arınmış olduğunu göstermemektedir.

3. Veri Seti ve Yöntem

Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemek amacıyla bu çalışmada, 1961-2015 dönemini kapsayan yıllık zaman serisi verileri kullanılmıştır. Bu veriler World Data Bank’tan elde edilmiştir.

Ekonomik büyüme tanımı için sabit fiyatlarla reel Gayri Safi Milli Hasıla (GDP) değişkeni kullanılmıştır.

Finansal gelişmenin tanımı için ise genelleştirilmiş para arzı olan Broad Money (BROAD) değişkeni kullanılmıştır.

VAR (Vector Autoregression) modeli üzerinden Granger nedensellik analizi yapılmıştır. Granger nedensellik analizine geçmeden önce tüm değişkenler logaritmik hale dönüştürülmüştür. Granger (1969) tarafından geliştirilen Granger nedensellik testi için, aralarında nedensellik ilişkisi aranacak değişkenlerin kovaryans durağan ve stokastik olmaları gerekmektedir. Bu nedenle değişkenlerin durağanlıkları önce ADF (Augmented Dickey Fuller) ve PP (Philips Perron) birim kök testleri ile araştırılmıştır.

4. Bulgular

Tablo 1. GDP Değişkeni İçin ADF ve PP Testi

DÜZEYDE						
TEST ADI	MODEL	TEST İSTATİSTİĞİ	%1 LEVEL	%5 LEVEL	%10 LEVEL	PROB.
ADF	Trend ve sabitli	-3.216858	-4.137279	-3.495295	-3.176618	0.0920
PP	Trend ve sabitli	-3.230966	-4.137279	-3.495295	-3.176618	0.0893

H_0 : birim kök

H_1 : durağan

Test istatistiği < kritik değerler (%1, %5, %10) olduğunda H_0 hipotezi reddedilir. Seri durağan özelliğe sahiptir. ADF ve PP test istatistikleri sonuçlarına göre GDP değişkeni sabitli ve trendli modelde düzey seviyede %10 anlamlılık düzeyine göre durağan kabul edilir. Farkı alınmaz.

Tablo 2. BROAD Değişkeni İçin ADF ve PP Testleri

DÜZEYDE						
TEST ADI	MODEL	TEST İSTATİSTİĞİ	%1 LEVEL	%5 LEVEL	%10 LEVEL	PROB.
ADF	Trend ve sabitli	-1.602077	-4.140858	-3.496960	-3.177579	0.7790
PP	Trend ve sabitli	-1.951461	-4.140858	-3.496960	-3.177579	0.6139

H_0 : birim kök

H_1 : durağan

Test istatistiği < kritik değerler (%1, %5, %10) olduğunda H_0 hipotezi reddedilir. Seri durağan özelliğe sahip değildir. ADF ve PP test istatistikleri sonuçlarına göre BROAD değişkeni sabitli ve trendli modelde düzey seviyede tüm anlamlılık düzeylerine göre durağan değildir. Serinin ilk farkı alınmalıdır.

Tablo 3. BROAD Değişkeni İçin İlk Fark Alınarak ADF ve PP Testleri

1. FARKTA						
TEST ADI	MODEL	TEST İSTATİSTİĞİ	%1 LEVEL	%5 LEVEL	%10 LEVEL	PROB.
ADF	Sabitli	-10.47974	-3.560019	-2.917650	-2.596689	0.0000
PP	Sabitli	-10.47974	-3.560019	-2.917650	-2.596689	0.0000

H_0 : birim kök

H_1 : durağan

Test istatistiği < kritik değerler (%1, %5, %10) olduğunda H_0 hipotezi reddedilir. Seri durağandır.

Fark alınarak yapılan ADF ve PP test sonucuna göre BROAD değişkeni tüm anlamlılık düzeylerine göre ilk farkta durağan hale gelmiştir.

Değişkenlerin durağanlık koşulları sağlandıktan sonra Granger nedensellik analizine geçilmiştir. Bu çalışmada Granger nedensellik testi Vektör Otoresif (VAR) model üzerinden hesaplanmıştır. Sims (1980) tarafından ileri sürülen VAR model uygulamasında önemli aşama dahil edilecek değişkenlerin gecikme uzunluklarıdır. Gecikme uzunluklarının tespitinde Olabilirlik Oranı (LR), Son Tahmin Hatası (FPE), Akaike (AIC), Schwarz (SC) ve Hannan-Quinn (HQ) bilgi kriterlerinden yararlanılır.

Tablo 4. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme	Düzenlenmiş Sırasal LR Test İstatistiği	Son Tahmin Hatası (FPE)	Akaike Bilgi Kriteri (AIC)	Schwarz Bilgi Kriteri (SC)	Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ)
0	NA	0.070976	3.030330	3.106088	3.059279
1	278.7617*	0.000250*	-2.620343*	-2.393070*	-2.533495*
2	2.621396	0.000276	-2.520467	-2.141678	-2.375721
3	0.607195	0.000319	-2.377405	-1.847099	-2.174759

Bu bilgiler ışığında test edilen tüm değişkenler için bilgi kriterlerinin hepsi uygun gecikme uzunluğunun “1” olduğunu göstermektedir.

Tablo 5. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları

SAMPLE: 1961-2015			
H ₀ HİPOTEZİ	GÖZLEM	F-İSTATİSTİĞİ	OLASILIK
BROAD, GDP'nin Granger Nedeni Değildir.	53	0.039077	0.8433
GDP, BROAD'ın Granger Nedeni Değildir.	53	2.867710	0.0904

Sonuçlara bakıldığında GDP'den BROAD'a doğru nedensellik ilişkisi görülmektedir.

Granger nedensellik testi sonuçlarına göre “gayri safi milli hasıla, genişletilmiş para arzının Granger nedeni değildir” hipotezi %10 olasılık değerine bağlı olarak reddedilmektedir. Aynı şekilde “genelleştirilmiş para arzı, gayri safi milli hasılanın Granger nedeni değildir” hipotezi %10 olasılık değerine bağlı olarak reddedilememektedir. Her iki parametre ve seçilen yalnızca iki göstergenin yansıttığı sonuçlar doğrultusunda, gayri safi milli hasıladan para arzına doğru tek yönlü

bir nedensellik ilişkisi vardır. Diğer bir ifade ile ekonomik büyüme finansallaşmanın nedenidir biçiminde tek ve yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

5. Sonuç

Bu çalışmada 1961-2015 yılları arasındaki genişletilmiş para arzı ile gayri safi milli hasıla verilerinden yola çıkarak Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Granger nedensellik testi kullanılarak “talep izleyici” ve “arz öncüllü” iktisadi hipotezlerin geçerliliği ampirik olarak sınanmıştır. Ekonomik büyümenin göstergesi olarak gayri safi milli hasıla (GDP) ve finansal gelişmenin göstergesi olarak genişletilmiş para arzı (Broad Money) seçilmiştir.

Granger testi yapılmadan önce serilerin durağan olup olmadığını kontrol etmek için önce logaritmaları alınmış, ardından ADF ve PP testlerine tabi tutulmuştur. Gayri safi milli hasıla serisi için durağanlık saptanırken, genişletilmiş para arzı için aynı durum söz konusu olmamıştır. Dolayısıyla para arzı değişkeni için serinin bir gecikmeli farkı alınmış ve durağan olduğu gözlemlenmiştir. Serilerin birbirinden farklı durağanlığa sahip olmasından ötürü eş bütünleşme testi yapılmamış, VAR analizi üzerinden Granger nedensellik testi uygulanmıştır.

Granger nedensellik testi sonuçlarına göre finansal genişlemeden ekonomik büyümeye yönelik bir nedensellik bulunmazken; ekonomik büyümeden finansal gelişme yönünde tek taraflı bir nedensellik ilişkisi ortaya çıkmaktadır. Bu sonuç iktisat teorisindeki “talep izleyici” hipotez ile örtüşmektedir. Yani ekonomik büyüme gerçekleştikçe yeni yatırımların finansmanını sağlamak ve artan para talebini karşılamak için finans kesiminin ekonomik büyümeyi takip ettiğini söylemek mümkündür. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde tasarruf

oranlarının yeterli düzeyde olmaması ve finansal piyasaların mevcut tasarrufları yeni yatırımlara kanalize edecek kadar derinlik ve cazibe içermemesi bu durumun nedenleri arasında gösterilebilir.

Özellikle içsel büyüme modelleri çerçevesinde finansal sistemin etkin çalışması ekonomik büyüme üzerinde önemli bir rol oynamaktadır. Yeni ve marjinal getirisi yüksek yatırımların yapılabilmesi, istihdamda artışın ve ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için finansman kaynaklarının çeşitli ve düşük maliyetli olması elzemdir. Gerekli kurumsal düzenlemeler ve yeni yatırım araçları ile tasarrufların finansal sisteme aktarılması ise ekonomik büyümeyi kendi kendini besleyebilir hale getirebilir. Unutulmaması gereken bir diğer husus ise 2008 küresel finansal krizinin ardından, finansallaşma politikaları izlenirken denetleyici ve düzenleyici mekanizmaların bir arada etkin çalışmasıdır. Küresel finansal kriz öncesi uygulamalar, denetimsiz finansallaşmanın ekonomileri ne boyutta kırılgan hale getirdiğini ve hatta uzun yıllar sürecek krizleri tetiklediğinin acı ama gerçekçi bir örneğidir. Dolayısıyla günümüz koşullarında finansallaşma ile ekonomik büyüme arasında sağlıklı bir mekanizmanın çalışması için her iki unsur arasında çift taraflı bir nedenselliğin olması, potansiyel aşırılıkların ve risklerin bertaraf edilmesi için daha tercih edilebilir bir durumdur.

Kaynakça

- Aglietta, M. and Breton, R., (2001). Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation. *Economy and Society*, 30(4), 433-466.
- Arrighi, G., (2003, March-April). The Social and Political Economy of Global Turbulence. *New Left Review*(20), 5-71.
- Atamtürk, B., (2005). Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyümenin Nedensellik Yönü Üzerine Bir İnceleme (1975–2003). *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 46, 99-105.
- Bagehot, W., (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. King.
- Berthelemy, J.-C. and Varoudakis, A., (1996). Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development. *Oxford Economic Papers*, 48(2), 300-328.

- Bloch, H. and Tang, S., (2003). The Role of Financial Development in Economic Growth. *Progress in Development Studies*, 3(3), 234-251.
- Bryan, D. and Michael, R., (2006). *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class* (1 b.). New York, Palgrave Macmillan.
- Calderon, C. and Liu, L., (2003). The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 72(1), 321-334.
- Capasso, S., (2004). Financial Markets, Development and Economic Growth: Tales of Informational Asymmetries. *Journal of Economic Surveys*, 18(3), 267-292.
- Davis, L. E., (1965). The Investment Market, 1870-1914: The Evolution of a National Market. *The Journal of Economic History*, 25(3), 355-399.
- Demetriades, P. O. and Hussein, K., (1996). Financial Development and Economic Growth: Cointegration and Causality Tests for 12 Countries. *Journal of Development Economics*(5), 387-411.
- Dore, R., (2002). Stock Market Capitalism and Its Diffusion. *New Political Economy*, 7(1), 115-120.
- Epstein, G. A., (2005). *Financialization and The World Economy*. Edward Elgar Publishing.
- Ertürk, İ., Froud, J., Johal, S., Leaver, A. and Williams, K., (2008). *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*. London, Routledge.
- Feldman, D. H. and Gang, I. N., (1990). Financial Development and the Price of Services. *Economic Development and Cultural Change*, 38(2), 341-352.
- Fine, B., (2008). From Financialisation To Neo-Liberalism: Engaging Neo-Liberalism. *School of Oriental and African Studies*, 3.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S. and Williams, K., (2000). Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. *Economy and Society*, 29(1), 80-110.
- Ghali, K. H., (1999). Financial Development and Economic Growth: The Tunisian Experience. *Review of Development Economics*, 3(3), 310-322.
- Greenwood, J. and Jovonovic, B., (1990). Financial Development, Growth and the Distribution of Income. *The Journal of Political Economy*, 98(5), 1076-1107.
- Gurley, J. G. and Shaw, E. S., (1955). Financial Aspects of Economic Development. *American Economic Review*, 45(4), 515-538.
- Harvey, D., (2005). *A Brief History of Neoliberalism* (1 b.). Oxford, Oxford University Press.
- Khan, M. S. and Senhadji, A. S., (2001). Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth. *IMF Working Paper*, 48(1), 1-21.

- King, R. G. and Levine, R., (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 717-737.
- Levine, R. and Zervos, S., (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*(88), 537-558.
- McKinnon, R. I., (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington DC, Brookings Institution.
- Onur, S., (2005). Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 127-152.
- Outreville, J., (1999). Financial Development, Human Capital and Political Stability. *Uniter Nations Conference on Trade and Development*.
- Palley, T. I., (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters ? *Political Economy Research Institute*(Number 153).
- Patrick, H. T., (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2), 174-189.
- Phillips, K., (1993). *Boiling Point-Republicans, Democrats, and the Decline of Middle-Class Prosperity*. New York, Random House.
- Robinson, J., (1952). The Generalization of the General Theory. *The Rate of Interest and Other Essays*, 66-142 London, Macmillan.
- Rousseau, P. L., (2003, July-August). Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth. *Review*, 85(4), 81-106.
- Schumpeter, J. A., (1934). *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press.
- Shaw, E. S., (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York, Oxford University Press.
- Stockhammer, E., (2004). Financialisation and the Slowdown of Accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741.
- Stockhammer, E., (2007). Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. *Competition & Change*, 12(2), 186-202.
- Sylla, R., (1969). Federal Policy, Banking Market Structure, and Capital Mobilization in the United States, 1863–1913. *The Journal of Economic History*, 29(4), 657-686.
- Thangavelu, S. M. and Jiunn, A., (2004). Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis. *Empirical Economics*, 29(2), 247-260.
- Tsuru, K., (2000). Finance and Growth: Some Theoretical Considerations and a Review of the Empirical literature. *OECD Economics Department Working Papers*.
- Wade, R. H., (2005). The March of Neoliberalism and What to do About It. *Beyond 'Deregulation': Finance in the 21st Century* (s. 26-28). University of Sussex.