

# Finansal Gelişmenin Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme: Literatür Taraması

Hüseyin AĞIR\*  
Osman PEKER\*\*  
Muhsin KAR\*\*\*

## Özet

Finansal sektörün ekonomik gelişme sürecinde önemli bir rol oynadığı, literatürde uzun süredir vurgulanmaktadır. Özellikle içsel büyüme teorisinin ortaya çıkışıyla birlikte, bu ilişki yeniden cazip hale gelmiş ve finansal gelişmenin ekonomik büyümenin belirleyicilerinden biri olduğu belirtilmeye başlanmıştır. Ancak bütün bu literatür, finansal gelişmenin nasıl oluştuğunu yeterince açık bir şekilde açıklamamaktadır. Finansal liberalizasyon hipotezi, finansal gelişmenin nasıl ortaya çıkacağına ilişkin önemli bir başlangıç oluşturmaktadır. Ayrıca son yıllarda finansal gelişmeyi belirleyen faktörlerin ortaya konmasına ilişkin çalışmaların hızla arttığı görülmekte ve bu bağlamda, yasal orijinin, dış ticaretin ve sermaye hesabının liberalizasyonun, kurumsal yapının, mevduat sigortasının varlığının, etkin bir gözetim ve denetim mekanizmasının oluşturulmasının ve makroekonomik politika çerçevesinin finansal gelişme üzerinde etkili olduğu dile getirilmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** *Finansal Gelişme, Finansal Liberalizasyon, Yasal Orijin, İç ve Dış Liberalizasyon, Mevduat Sigortası, Etkin Gözetim ve Denetim*

**JEL Sınıflaması:** *E49, F19, F32, G29, H69, K49*

## Abstract - An Evaluation on the Determinants of Financial Development: Literature Survey

In the economic development process, important role of financial sector has long been emphasized in the literature. Especially with the emergence of endogenous growth theory, this relationship has again become very attractive and it is stated that financial development is one of the determinants of economic growth. However this whole literature did not sufficiently explain how the financial development occurs. Financial liberalization hypothesis has been a starting point to explain the financial development. In addition, recently, it is seen that studies which examine the process of financial development has increasingly increased and, within this vein, it is emphasized that legal origin, liberalizations of foreign trade and capital account, institutional structure, deposit insurance, efficient supervision and regulation and policy framework for macro economy influence financial development.

**Keywords:** *Financial Development, Financial Liberalization, Legal Origin, Domestic and External Liberalization, Deposit Insurance, Efficient Supervision and Regulation.*

**JEL Classification:** *E49, F19, F32, G29, H69, K49*

\* Dr., Öğretim Görevlisi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi

\*\* Yrd.Doç.Dr., İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Adnan Menderes Üniversitesi

\*\*\* Doç.Dr., İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Çukurova Üniversitesi

## 1. Giriş

Finansal piyasalar ve kurumların ekonomik gelişme sürecinde çok önemli bir fonksiyon yerine getirdikleri literatürde geniş bir şekilde vurgulanmakta ve bu durum bir çok ampirik çalışmanın konusunu oluşturmaktadır (King ve Levine, 1993a, 1993b; Arestis ve Demetriades, 1997; Thiel, 2001; Eschenbach, 2004; Lawrence, 2006; Shan ve Jianhong, 2006; Ang, 2007). Ampirik çalışmalarda, genel olarak iyi işleyen finansal kurumların ve piyasaların uzun dönemde ekonomik büyümeye katkı yapacağına ilişkin bir uzlaşma bulunmaktadır.

Bu bağlamda ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarını açıklamada, finansal gelişmenin önemli bir faktör olduğuna ilişkin geniş bir ampirik literatür bulunmaktadır (Gurley ve Shaw, 1955, 1967; Gerschenkron, 1962; Goldsmith, 1969; Renelt, 1991; Greenwood ve Jovanovic, 1990; Bencivenga ve Smith, 1991; King ve Levine, 1993a, 1993b; Roubini ve Salai Martin, 1992; Hermes ve Lensink, 1996; Levine, 1997; Shan, Morris vd., 2001; Arestis vd., 2002; Demetriades, Girma, vd., 2007). Ancak bu literatürde ülkeler arasında finansal açıdan gelişmişlik farklılığının nereden kaynaklandığı yeterince açık bir şekilde açıklanamamaktadır. Diğer bir ifadeyle, ekonomik büyüme için önemli olduğu vurgulanan finansal gelişmenin nasıl olduğu açık değildir. Ancak bu konuya ilişkin literatür son zamanlarda hızlı bir şekilde artış göstermektedir. Bu çalışmalarda özellikle "neden bazı ülkeler diğerlerine göre daha gelişmiş finansal kurumlara ve piyasalara sahip?" sorusuna cevap verilmeye çalışılmakta ve birçok unsurun bu süreçte etkili olabileceği dile getirilmektedir.

Bu makalenin amacı, son zamanlarda teorik ve ampirik literatürde geniş yer bulmaya başlayan finansal gelişmeyi belirleyen faktörlerin detaylı bir değerlendirmesini yapmaktır.

## 2. Finansal Gelişmeyi Belirleyen Faktörler

Finansal sistemin doğasının karmaşıklığı göz önüne alınırsa, gelişiminin birçok faktöre bağlı olacağı kolaylıkla anlaşılabilir. Finansal gelişmeyi etkileyen faktörlerin teorik ve ampirik literatürde aşağıdaki başlıklar altında toplandığı görülmektedir.

### 2.1. Ekonomik Gelişme

Finansal sektör ile ekonomik gelişme arasındaki ilişkinin dikkat çekecek şekilde gündeme getirilmesi ilk defa Schumpeter (1912) tarafından gerçekleştirilmiştir. Schumpeter (1912) göre, iyi işleyen bir bankacılık sistemi, yeni ürünleri en etkin ve verimli şekilde üretmek için gerekli olan teknolojik yeniliklerin finansmanını temin ederek, yatırımcıları finansal olarak desteklemektedir. Diğer bir ifade finansal sektör, özellikle de bankacılık sektörü, ekonomik gelişme açısından oldukça önemlidir ve bu sektörün gelişmesi ekonomik büyüme için gereklidir. Bu görüşe karşıt olarak, Robinson (1952), 'teşebbüsün yol gösterdiği ve finansal sistemin bunu takip ettiği' görüşünü ifade etmektedir. Bu görüşe göre, iktisadi kalkımaya paralel olarak finansal sek-

törde bazı düzenlemlerin ve kurumsal yapıların oluşturulmasına yönelik ihtiyaçların bir sonucu olarak finansal sektörün gelişimi olanaklıdır.

Finansal sektör ile ekonomik gelişme arasındaki ilişkinin tartışılma şekli, İkinci Dünya Savaşı sonrasında gelişen kalkınma literatürüne paralel olarak değişmiş ve konu bu dönemde kalkınmanın finansmanı çerçevesinde ele alınmıştır (Prebish, 1950; Nurkse, 1953; Lewis, 1954). Bu çerçevede yapılan tartışmalar, finansal kaynakların ekonomik büyüme için nasıl kullanılabilirliği konusuna yoğunlaşmış ve ulusal tasarrufların hareketliliğinin nasıl gerçekleştirileceği ve bu tasarrufların verimli bir şekilde nasıl yatırımlara dönüştürüleceği ise yeterince ele alınmamıştır. Göz ardı edilen bu durumun 1960'lı yıllarda gündeme geldiği görülmektedir. Özellikle bu yıllardaki çalışmalar, finansal aracılık (intermediation) ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri incelemeye yöneliktir (Gurley ve Shaw, 1955, 1967; Gerschenkron, 1962; Goldsmith, 1969). Diğer bir ifadeyle, finansal sistemin tasarruflar ile yatırımlar arasındaki aracılık işlevi öne çıkmış ve finansal aracılığın iyileştirilmesi gerektiği vurgulanmıştır. Finansal kurumlar, kredi arzı fonksiyonlarını ne ölçüde iyi yerine getirirlerse, o ülkenin ekonomik büyüme performansı da o derecede yüksek olacaktır. Bu ilk çalışmalar (Gurley ve Shaw, 1955, 1967; Gerschenkron, 1962; Goldsmith, 1969), oldukça betimsel özelliklerde olup, teorik görüşlerin bir bütün olarak formüle edilmesinden yoksun bulunmalarına rağmen, açık bir şekilde finansal aracılık fonksiyonunun ekonomik kalkınma sürecindeki etkisini açık bir şekilde dile getirdikleri görülmektedir.

Gurley ve Shaw (1955, 1967), sanayileşmiş ülkelerin sahip oldukları gelişmiş finansal yapının sağlamış olduğu hizmetlerin tasarruf sahipleri ile yatırımcılar arasındaki ilişkiyi kolaylaştırdığını ileri sürmektedirler. Yazarlar, bu argümana dayanarak, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin olmasının gerekliliğini vurgulamaktadırlar. Burada geliştirilen teorik çerçeve, genel olarak bir ekonomide bazı sektörlerin net tasarruf sahibi olduğuna ve planlarını gerçekleştirmek için diğer bazı sektörlerin ise kaynak ihtiyacı olduğuna dayanmaktadır. Finansal sektörün arz eden ve talep eden bu sektörler arasındaki aracılığı yerine getirmesinin önemi ortadadır. Finansal sektörün bu işlevi yerine getirememesi yatırımcıları kendi öz kaynakları ile baş başa bırakacaktır. Bu planlanan yatırımların kaynak yetersizliği nedeniyle yapılamaması anlamına gelmektedir.

Gurley ve Shaw, betimsel düzeyde de olsa konuya ilişkin önemli katkılarına rağmen, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir nedensellik (causality) ilişkisinin olup olmadığına veya varsa bu nedensellik ilişkisinin yönünün ne olacağına ilişkin herhanhi bir tartışma yapmamaktadırlar. Bu konuyu ciddi şekilde ilk kez ele alan Patrick (1966), finansal sektör ile ekonomik gelişme arasındaki nedenselliğin doğasının iki farklı şekilde olabileceğini ifade etmektedir. Yazar konuya ilişkin görüşlerini 'talebin takip ettiği (demand-following)' ve 'arzın öncülük ettiği (supply-leading)' kavramlarını kullanarak açıklamaktadır. 'Talebin takip ettiği' durum, reel sektördeki

gelişmelerin bir sonucu olarak ortaya çıkan talebi karşılamak için finansal sektörün gelişmesini ifade etmektedir. Diğer taraftan 'arzın öncülük ettiği' durum, finansal sektörün kurumsal ve aletsel olarak gelişmesinin ekonomik büyümeyi uyaracağı şeklinde tanımlanmaktadır. Konuya ilişkin nedenselliğin yönünü belirlemek amacıyla çeşitli ülkeler için yapılan ampirik çalışmalarda bir uzlaşmanın olmadığı anlaşılmaktadır.<sup>1</sup> Hermes (1994), finansal kalkınma ve ekonomik büyüme ilişkisinin önemli olduğunu ve ikisi arasında tek yönlülükten ziyade iki yönlü bir nedenselliğin varolabileceğini ve ayrıca bu iki değişkenin etkileşiminin eşanlı olmasından kaynaklanan zorlukların, bu ilişkinin gerçek yönünün öne çıkmasını engellediğini ifade etmektedir.

Finansal sektör ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü ve boyutuna ilişkin tartışmalar, 1980'lerin ikinci yarısında neoklasik büyüme teorisine tepki olarak Romer (1986)'in öncülüğünde ortaya çıkan içsel büyüme teorisi ile yeniden alevlenmiştir. Romer (1986), Arrow (1962)'un "yaparak öğrenme" görüşüne dayanarak geliştirdiği analize göre, üretimdeki pozitif dışsallıklar olması, öğrenmenin yarattığı avantajların varlığı ve başkalarının yeni geliştirilen tekniği benimsemesi, neoklasik büyüme teorisinin aksine, sermayenin artan getirisinin olabileceğini gündeme getirmektedir. Eğer sermayenin artan getirisi varsayımı doğru ise, böyle bir ekonomi, nüfusun büyüme oranı ve dışsal olan teknolojik gelişme oranından bağımsız olarak devamlı bir şekilde büyümesi söz konusu olacaktır. İçsel büyüme teorisini, Lucas (1988), beşeri sermaye birikiminin ve Barro (1990), verimli kamu harcamalarının artan getirinin kaynağı olabileceği tartışmalarıyla geliştirmişlerdir. İçsel büyüme teorisi, hızlı bir şekilde, finansal sektörde içerecek şekilde genişletilmiş ve artan getirinin kaynaklarından birini oluşturabileceği öne sürülmüştür (Renelt, 1991; Greenwood ve Jovanovic, 1990; Bencivenga ve Smith, 1991; King ve Levine, 1993a,1993b; Roubini ve Salai Martin, 1992; Hermes ve Lensink, 1996; Levine, 1997; Mihçı, 1999). Bu işlevini de sermayenin ortalama verimliliğini iyileştirerek, yatırım fonlarını firmalara kanalize ederek ve tasarrufları artırarak yerine getirmektedir (Pagano, 1993).

Bu tartışmalar, finansal sektör ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönünün bu yeni anlayışa göre de, finansal sektörden ekonomik büyümeye doğru kabul edildiğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, içsel büyüme modelleri, teorik olarak finansal kalkınma ile ekonomik büyüme ilişkisini incelerken "finansal gelişmenin ekonomik büyümeye öncülük ettiği" temel varsayımını *kapalı* bir şekilde kabul etmektedirler (Hermes, 1994). Halbuki nedensellik ilişkisinin bütün ekonomiler için bu şekilde tek yönlü olmadığı, tersi veya iki yönlü ilişkilerin varlığında söz konusu olduğu ampirik

<sup>1</sup> Bu konudaki ampirik çalışmaların özetleri için bakınız: Hermes (1994), Arestis ve Demetriades (1997), Thiel (2001), Kar (2001), Taş ve Kar (2002), Eschenbach (2004), Lawrence (2006), Shan ve Jianhong (2006), Ang (2007). Bu konuyu Türkiye örneğinde inceleyen çalışmalar için bakınız: Kar ve Pentecost (2000), Ünalmiş (2002), Kar ve Ağır (2006), Acaravcı vd. (2007), Halicioğlu (2007), Doğan (2008), Öztürk (2008).

çalışmalardan anlaşılmaktadır (Hermes, 1994; Arestis ve Demetriades, 1997; Thiel, 2001; Eschenbach, 2004; Lawrence, 2006; Shan ve Jianhong, 2006; Ang, 2007). Hatta nedenselliğin ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu ve yine bu iki değişken arasındaki zayıf bir ilişkinin varlığı, finansal gelişmenin ekonomik büyüme sürecinde negatif bir rolünün de olabileceği olasılığını gündeme getirmektedir (Singh, 1997; Deidda, 2006). Lucas (1988), Stiglitz (1994) ve Singh ve Weisse (1998), Robinson (1952)'a katılmakta ve ekonomik gelişmenin finansal hizmetler için yeni talep yaratacağını ve bununda daha gelişmiş finansal sektöre yol açacağını ileri sürmektedirler.

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ister nedensellik bağlamında ister içsel büyüme teorileri bağlamında teorik temelleri ve ampirik bulgular üzerine tartışmalara rağmen (Shan, Morris, v.d., 2001; Deidda, 2006; Doğan, 2008), finansal gelişme ile ekonomik gelişme/büyüme arasındaki ilişkinin, finansın öncülüğü veya takipçiliği (ekonomik gelişmenin öncülüğü) ile eşanlı bir nitelikte olabileceği anlaşılmaktadır. Gelişmiş ülkelerin daha gelişmiş, derinleşmiş, çeşitlenmiş finansal sisteme sahip olmalarının tesadüf olmadığı düşünülürse, finansal gelişme için ekonomik gelişmenin önemi daha kolay anlaşılabilir.

## **2.2. Finansal Liberalizasyon**

II. Dünya Savaşı sonrası yaygın bir şekilde uygulanan Keynesyen politikalarında etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda finansal sektöre müdahale edilmiş ve bu çerçevede özellikle faizler yetkili otoriteler tarafından piyasa güçleri dışında belirlenmiş ve sektöre ilişkin birçok kısıt yaygın şekilde uygulanmıştır (Galbis, 1979; Fry, 1988). McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal sektörde uygulanan baskı (repression) politikalarının reel faizlerin negatif olmasıyla sonuçlandığını ve bu uygulamanın da tasarrufları altın ve gayrimenkul gibi verimsiz yatırımlara yönlendirdiğini ve dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde fonların organize finansal kurum olan bankacılıktan uzaklaştırılmasının yatırımlar için gerekli fonların yetersizliği ile sonuçlandığını ileri sürmüşlerdir.

McKinnon ve Mathieson (1981), finansal baskı politikalarını benimsemiş ekonomilerin dört karakteristiği olduğunu belirtmektedirler. Bunlar;

- (1) Sermaye hesabının sıkı kontrollere tabi olmasından dolayı yurtiçi finansal sistem yurtdışı piyasalardan izole edilmektedir,
- (2) Birincil piyasalar genellikle önemsiz düzeydedir ve parasal sistem, tasarruf yapanlar ile yatırım yapanlar arasında bir aracı olarak önemli bir rol oynamaktadır.
- (3) Hükümetler, arzulanen harcama düzeyini gerçekleştirmek için geleneksel yollardan kaynak sağlamak için hasıla elde etme baskısı altında bulunmaktadır,
- (4) Düşük faiz rejimi altında, yetkisi merciler tercihli müşterilere kredi sübvansiyonu vermekte ve kamu finansmanında açık ve kapalı açıkları kapatmak için

yeterli kaynak istikrarlı bir fiyat seviyesinde sağlanamazsa, enflasyon ortaya çıkmaktadır.

Diğer bir ifadeyle, finansal baskının olduğu bir ekonomide, reel faiz ve reel borç verme oranları sıklıkla negatif olmakta, krediler fiyat dışı kıstaslara göre dağıtılmakta, yeni finansal araçların yaratılması engellenmekte ve finansal sisteme giriş sınırlandırılmaktadır (Fischer, 1993). Bu finansal politikalar, kamu sektörü açıklarını düşük maliyet ile finanse etmek ve kaynak dağılımını iyileştirmek için hükümetler tarafından kullanılmaktadır (Collier and Mayer, 1989).

Nedeni ve gerekçesi ne olursa olsun, finansal baskı politikaları McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından ciddi bir şekilde eleştirilmiş ve finansal sektörde liberalizasyonun gerçekleştirilmesi önerilmiştir. Bu çerçevede özellikle yetkili otoriteler tarafından piyasa mekanizması dışında belirlenen ve genellikle enflasyonun altında olan nominal faiz oranlarının serbest bırakılarak, piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin vererek finansal piyasaların serbestleştirilmesi ileri sürülmektedir. Pozitif reel faiz oranlarının oluşması, atıl fonların organize finansal kurumlara (bankalar) yönelmesine katkı yapacaktır. Finansal sektördeki kredilere, zorunlu karşılık oranlarına, giriş sınırlamalarına yönelik engellerin kaldırılması, finansal sektörün daha da derinleşmesine yol açacaktır. Gelişmekte olan ülkelerin asıl sorunun yatırımların azlığı değil, bu yatırımları yapmak için gerekli tasarrufların yetersizliği olduğu gerçeğinden yola çıkan McKinnon ve Shaw, tasarrufları artırıcı politikaların izlenmesi gerektiğini ve bu nedenle finansal liberalizasyonun bu sorunun çözümüne katkı sağlayacağını ileri sürmektedirler. Diğer bir ifadeyle, McKinnon-Shaw, finansal piyasaların serbestleştirilmesiyle, kaynakların mobilizasyonunu daha etkin şekilde sağlayan bir finansal gelişmenin kendiliğinden ve mekanik bir şekilde ortaya çıkacağını ileri sürmektedirler.

### **2.3. Dış Ticaretin Liberalizasyonu**

Dış ticaret ile finansal sektör arasındaki ilişki birçok açıdan ele alınabilir. Newbery ve Stiglitz (1984), dış ticaretin fiyat esnekliklerini etkileyerek belirsizlikleri ve gelir dalgalanmasını arttırıcı potansiyeli olduğunu ileri sürmektedir. Öte yandan dış ticaretle birlikte artan sigorta talebi nedeniyle dış ticaret, finansal gelişmeye katkı sağlayabilir. Yazarlar, daha çok tüketimdeki risklerin sigorta edilmesiyle finansal gelişmenin olabileceği argümanına yoğunlaşmaktadırlar. Diğer taraftan, Do ve Levchenko (2006), finansal sistemin üretim tarafında oynayabileceği rolü gündeme getirmektedir. Bu yazarlara göre, finansal farklılıklar karşılaştırmalı avantajların (comparative advantage) kaynağını oluşturmakta ve dolayısıyla ticaret yapılarını şekillendirmektedir. Yani, finansal gelişmenin karşılaştırmalı avantajlardan etkilendiği şeklindeki bir bağlantı ön plana çıkmaktadır. Çalışma (Do ve Levchenko, 2006), bir ülkenin finansal gelişmesi ekonominin üretken yapısının bir sonucu olarak ifade edilen bir modele dayanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal olarak yoğun sektörlere sahip ülkelerde fi-

nansal sistemler daha gelişmiştir. Ticaretin serbestleşmesinden sonra finansal olarak yoğun mallarda uzmanlaşan bir ülkede dış finans için talep ve dolayısıyla finansal gelişme daha yüksek olacaktır. Buna karşın, dış finansmana dayanmayan malları genel olarak ihraç eden ülkelerde ise finansal gelişme düşük seviyededir.

Rajan ve Zingales (2003) ise, dış ticaretin finansal gelişme üzerindeki etkisini “baskı grubu yaklaşımı” çerçevesinde ele almaktadır. Yazarlara göre, dış ticaretin serbestleştirilmesi, rekabetçi bir ortam yaratacak ve önceki dönemdeki ekonomik atmosferde (dışa kapalı ortamda), finansal piyasaları kendi çıkarları için kullanan mevcut firmalar için bir tehdit oluşturacaktır. Dışa kapalı ekonomik bir yapı içerisinde faaliyette bulunan firmalar, mevcut finansal kaynakları istedikleri gibi kullandıklarından finansal gelişmeyle fazla ilgilenmemektedirler. Ekonominin dışa açılmasıyla birlikte oluşacak rekabetçi yapı mevcut firmaların politik gücünü azaltacaktır (Demetriades, 2008: 13). Dolayısıyla yazarlara göre, dış ticaretin liberalize edilmesi rekabetçi bir ortam yarattığından finansal fonların rekabetçi bir şekilde kullanımına yol açacağından finansal gelişme üzerine olumlu etkisi bulunmaktadır. Benzer şekilde Braun ve Radatz (2005)’a göre, dış ticaretin serbestleşmesi finansal gelişmeyi bloke eden menfaat gruplarının gücünü azaltacağından finansal sistemin iyileşmesine katkıda bulunacaktır.

#### **2.4. Sermaye Hesabının Liberalizasyonu**

Birçok çalışma, sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun finansal gelişme yoluyla ekonomik büyümeyi etkileyeceğini ileri sürmektedir (Chinn ve Ito, 2002, 2006; Huang, 2006; Law ve Demetriades, 2006; Klein ve Olivei, 2008). Teori, sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun değişik kanallardan finansal sistemin gelişmesine yol açabileceğini ifade etmektedir (Chinn ve Ito, 2006: 164): Birinci olarak, finansal liberalizasyon korunan finansal piyasalarda finansal baskıyı azaltarak reel faizlerin rekabetçi piyasa seviyesine yükselmesine izin verebilir (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). İkinci olarak, sermaye kontrollerinin kaldırılması yurt içi ve yurt dışı yatırımcıların daha fazla portföy çeşitlendirmesine olanak tanımakta ve yükselen bir piyasanın dünyaya entegrasyonu ile sermayenin maliyeti azalmaktadır (Bekaert ve Harvey, 2000; Henry, 2000). Bu iki nokta finansal liberalizasyonun sermayenin maliyetini azaltacağı ve borçlular için fonların varlığını arttıracığı şeklinde özetlenebilir. Üçüncü olarak, liberalizasyon süreci genellikle etkin olmayan finansal kuruluşların piyasadan çekilmesine ve finansal altyapının reformu için daha fazla baskı yaratarak finansal sistemin seviyesinin etkinliğini yükseltmektedir (Ito, 2006: 304; Huang, 2006: 2). Finansal altyapıdaki böyle bir iyileşme bilgi asimetrisini (ters seçim ve ahlaki tehlikeyi azaltarak ve kredi varlığını arttırdığından) hafifletir (Chinn ve Ito, 2006: 164). Dördüncü olarak, uluslararası rekabete açılma, uluslararası standartların yabancı firmalar aracılığı ile tanıtımı yoluyla yurt içi finansal sistemdeki etkinliği iyileştirebilir (Klein ve Olivei, 2008: 862). Beşinci olarak, yabancı bankaların şubeleri ve bağlı kuruluşları ulu-

sal bankacılık sisteminin büyüklüğünü genişletebilir ve piyasanın daha önce ihmal edilen sınırlarına hizmet edebilir, finansal yenilikler getirerek finansal hizmetlerin alanını doğrudan genişletebilir. Etkinlikteki ve finansal sektör alanındaki bu kazançlar, mevcut tasarruf hacmini daha yüksek yurt içi tasarruflar sağlayarak ve sermaye girişini arttırarak yükseltebilir. Dolayısıyla artan tasarruflar, aracılardan ölçek ekonomilerinden yararlanarak etkinliği daha fazla arttırmalarına olanak sağlar (Klein ve Olivei, 2008: 862).

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

## **2.5. Kurumsal Yapı ve Sosyal Sermaye**

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

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

Acemoğlu vd. (2001), refahı arttıracak kurumların kurulmasının önündeki temel engelin geçen yüzyıllarda Avrupa'nın kolonyalist güçleri tarafından çevresel faktörler olduğunu ileri sürmektedirler. Bu güçler kolonilerde uzun dönem ekonomik büyüme



için uygun olmayan kurumsal yapılar oluşturmuşlardır. Ayrıca burada, oluşturulan bu kurumsal yapıların gelişimini desteklemeyen bir çevre mevcuttur.

Burada asıl önemli olan, benzer yasal sisteme sahip ülkelerin ekonomik performanslarındaki farklılığın, ekonomi politikaları hakkındaki kararların verildiği siyasal sistemin incelenmesidir. Diğer bir ifadeyle, çıkar grupları etkinliklerini genellikle toplumsal zenginliği arttırmak yerine, grup üyelerini mevcut zenginlikten daha fazla pay almak konusunda yoğunlaştırmaktadırlar (Olson, 1982: 4147). Dahası gücü elinde bulunduranlar, güçlerini korumak ve kendilerinin zenginleşmesini sürdürebilmek için politikaları ve kurumları şekillendirmektedirler (North, 1990; Olson, 1993). Buna karşılık savaş veya devrim gibi toplumsal çalkantıların sonucunda özel çıkar gruplarının ortadan kaldırıldığı, özgür ve kararlı bir yasal düzenin kurulduğu toplumlarda iktisadi büyüme hızlanma eğilimindedir. Kısacası, tekelci güce sahip çıkar gruplarının varlığı ülkelerin iktisadi büyümesini engelleyici etkiler yaratırken, bu tür grupların dışsal veya içsel nedenler sonucunda ortadan kaldırılmasıyla iktisadi büyüme ivme kazanmaktadır (Mıhçı, 2005: 7273).

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

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

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

Garretsen, Lensink, v.d., (2004), ülkelerarasındaki finansal gelişmişlik farklılıklarını incelerken yasal kurumların (legal institutions) yanı sıra, toplumsal değerlerinde (societal norms) dikkate alınması gerektiğini savunmaktadır. Kültür ve değer yargıları toplumdaki farklılık arz eden ve öğrenilen bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır. Yasal olmayan kurumsal yapılar ise, kültür ve değer yargılarının üzerine inşa edilir. Fukuyama (1995), informal bir kurum olan güven (trust) unsurunun ekonomik gelişmede etkili olabileceğini ileri sürmektedir. Yazar, toplumları güven unsuru yüksek (hightrust) ve düşük (low trust) olarak sınıflandırmakta ve güven unsurunun yüksek olduğu toplumlarda ortaklıkların gelişmesi ve takım çalışması gibi faktörlerinde etkisiyle ekonomik gelişmenin daha hızlı olduğunu dile getirmektedir. Buradan yola çıkarak güven unsuru ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen Knack ve Keefer (1997)'ye dayanarak, Guiso, Sapienza, v.d., (2000) İtalya örneğinde güven unsurunun finansal gelişme üzerinde etkili olduğunu ampirik olarak göstermişlerdir. Yazarlar özellikle borsanın performansını açıklamakta güven unsurunun rol oynadığını yatay kesit analizlerinde belirlemişlerdir. Bu konu benzer şekilde Stultz ve Williamson (2001) ve Licht, Goldschmidt, v.d., (2005) tarafından da vurgulanmıştır.

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki etkileri formel kurumsal yapıyı ve informal toplumsal yapıyı (sosyal sermayeyi) da içine alarak inceleyen çalışmalarda, kurumsal yapıların kalitesinin, yasal altyapının ve toplumsal değer yargılarının bu süreçte oldukça önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Gerek kurumsal yapının gerekse sosyal sermayenin finansal gelişme üzerindeki etkileri bir çok araştırmacının konusu olmuş ve bunun ampirik olarak ortaya konduğu görülmektedir (Arestis ve Demetriades, 1999; Guiso, Sapienza, v.d., 2000; Garretsen, Lensink, v.d., 2004; Rioja ve Valev, 2004; Demetriades ve Law, 2006; Ito, 2006; Chinn ve Ito, 2006; Baltagi, Demetriades, v.d., 2007).

## **2.6. Kamunun Finansal Sektördeki Payı**

Finansal gelişme üzerinde etkili olabilecek unsurlardan biride kamunun finansal sistemdeki payı olabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamunun finansal sistemdeki payı bankacılık sektöründe banka sahipliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Burada asıl tartışma kamu bankaları ile özel bankaların çalışma rasyonelitesinin farklı olabilmesi durumudur. Kamu bankalarının siyasal etkilere açık olduğu düşünülürse bu durum daha kolay anlaşılabilir. Bu tartışmaya göre, siyasiler kendi çıkarlarını maksimize edecek şekilde finansal sektöre müdahalede bulunabilirler. Diğer bir ifadeyle siyasiler, siyasal destek sağlamak için kredileri istihdam ve sübvansiyon amaçlı kullanabilirler. Böyle bir durum, yolsuzluğa karışmış politikacıların yeniden seçilmesine olanak sağlayan bir kısır döngüyü oluşturmaktadır. Bu kısır döngü, elbette ki ekonomik büyümeyi açıkça amaçlamamaktadır. Çünkü krediler, ekonomik önceliklerden ziyade politik tercihler doğrultusunda firmalara ve sektörlerle yönlendirilmektedir. Diğer yandan, kamu bankaları yetersiz ve motivasyonsuz çalışanları nedeniyle özel bankalara

göre daha az yaratıcı ve daha az etkindirler. Dolayısıyla kamu bankaları özel bankalar kadar etkin bir şekilde finansal gelişmeyi teşvik edememektedirler (Demetriades, 2008: 6).

La Porta vd. (2002)'nin 92 ülkede banka sahipliği ile ilgili yatay kesit çalışmalarının sonucuna göre, bankaların sahipliği ile ilgili teoriye ilişkin bulgular bulunmaktadır. Yazarlar bütün dünyada kamu bankacılığının geniş ve yaygın olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca fakir ülkelerde kamu bankacılığının daha yaygın olduğu; finansal olarak gelişmiş veya güçlü mülkiyet haklarına sahip ülkelerde ise daha az yaygın olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Buna ilaveten, yazarlar kamu bankacılığının finansal gelişme ve ekonomik büyüme üzerine olan etkilerini incelemişlerdir. Yazarların finansal gelişme regresyonlarının ikisinde kamu bankacılığı negatif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermişken, üç finansal gelişme denkleminde ise anlamsız sonuçlar elde etmişlerdir. La Porta vd. (2002: 284), çalışmalarını "ülkelerin finansal sistemlerinde başlangıçta kamu bankacılığı yüksek olanların daha yavaş büyüdükleri" şeklinde sonuçlandırsalar da, regresyonlarına yeni kontrol değişkenlerinin eklenmesiyle kamu bankacılığı değişkeni istatistiksel olarak anlamsızlaşmaktadır. Bu da yazarların sonuçlarının çok güçlü olmadığını göstermektedir.

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

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

Demetriades vd. (2007), Çin'de finans büyüme ilişkisi analizlerinde, kamu bankacılığı için ilave kanıtlar ortaya koymaktadırlar. Çin'de bankacılık sistemi içinde kamu bankaları baskın bir yer tutarken son yirmi yılda yüksek büyüme oranları gerçekleştirilmiştir. Ekonometrik sonuçlar Çin bankacılık sisteminin, firmaların katma değerlerinin ve toplam faktör verimliliğinin büyümesini teşvik etmede yardımcı olduğunu or-

taya koymuştur. Ayrıca banka kredilerinin firma büyümesi üzerine etkileri, tamamen özel bankalar söz konusu olduğunda daha güçlü olduğu; kamu ve ortak sahipliğin olduğu durumlarda da pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar, literatürde Çin bankacılık sisteminin ekonomik büyümesiyle fazla bir ilişkisinin olmadığı şeklindeki yaygın görüşe karşı gelmektedir. Dolayısıyla bu bulgular, kamu bankacılığının zayıf ekonomik performans ile tipik olarak ilişkilendirilmesi görüşüne şüphe uyandırmaktadır.

Bu tartışmalar, kamunun banka sahipliği finansal sistemin gelişimini engelleyebileceği gibi katkıda da bulunma durumunun olabileceğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, kamunun banka sahipliğinin finansal gelişme üzerine etkisinin ülkeye özgü bir yapı sergileyebileceği ve dolayısıyla ampirik olarak incelenmesi gereken bir durum olduğu anlaşılmaktadır.

### **2.7. Etkin Gözetim ve Denetim Mekanizması**

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

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

Piyasa başarısızlıkları çok sayıda farklı piyasa tipleri için kullanılmaktadır. Finansal sektör, özellikle bankalar bir ekonomideki diğer bütün sektörlerden daha ağır düzenlemelere tabidir. Bunun bir çok nedeni bulunmaktadır (Brownbridge vd., 2005: 156): Birincisi, bankalar başarısızlığa aşırı derecede duyarlıdır. Bankalar herhangi bir endüstrideki firmalar gibi yanlış yönetimden veya makro ekonomik şoklar nedeniyle zor duruma düşebilirler. Ayrıca yükümlülüklerinin doğası gereği (varlıklarının şeffaf

ve likit olmaması, çoğunun kısa dönemli ve sabit değerli olması), eğer mevduat sahipleri doğru ya da yanlış kendi bankalarının finansal istikrarsızlıkların yaşandığı dönemlerde yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğine inanarak bankalardan mevduatlarını çekmeye koşarlarsa bankalar likidite yetersizliğiyle karşılaşılır (Diamond ve Dybvig, 1983; Gorton, 1988). Böyle bir durumdaki bankalar kolaylıkla iflasa sürüklenbilirler. Mevduat sigortası banka hücumları (bank run) riskini azaltabilir ancak bu ahlaki tehlike yaratma maliyetiyle gerçekleştirilir.

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

Üçüncüsü, banka sahipleriyle onların müşterileri arasındaki eksik bilgidir kaynaklanan önemli asil-vekil (principal-agent) problemleri bulunmaktadır. Banka hissedarları için sınırlı yükümlülükle birlikte mevduat sözleşmelerinin sabit değerli doğası ve asimetrik bilginin (bir banka kendisinin finansal durumu ve geleceği hakkında mevduat sahiplerine göre daha fazla bilgiye sahip olması) bileşiminden dolayı banka sahipleriyle mevduat sahipleri arasında vekillik problemlerine neden olur. Bu bankaların mevduat sahiplerinin fonlarıyla aşırı risk almaları için ters teşvikler sağlayabilir: Riskler mevduat sahipleri için düzenli bir şekilde telafi edilmez ve ayrıca mevduat sahipleri tarafından optimal bir şekilde gözetlenemez ve kontrol edilemez (Ncube ve Senbet, 1997).

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

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

bankacılık düzenleme ve denetleme uygulamalarının özellikle gelişmiş ülkelerde finansal gelişmeyi belirleyen faktörlerinden biri olduğunu göstermiştir.

### **2.8. Mevduat Sigortasının Varlığı**

Mevduat sigortası, mevduatın riskinin belli oranda garanti edilmesinden doğan mali külfetin, bankacılık sistemi tarafından karşılanması esasına dayanmaktadır. Diğer bir ifadeyle mevduat sigortası, tasarruf sahipleri tarafından bankalara yatırılan mevduatın geri ödenmesini güvence altına almak amacıyla oluşturulan bir sigorta sistemidir. Bu sistem, tasarruf sahiplerine mevduatının her halükarda geri ödeneceği hususunda bir güvence sağlayarak özellikle finansal panikler sonucu bankacılık sisteminin çökmesini engellemeyi amaçlamaktadır (Diamond ve Dybvig, 1983). Mevduat sahiplerinin birikimlerini aynı anda çekmek istemeleri bankacılık sistemindeki en önemli sorunlardan birisini oluşturmaktadır. Diğer taraftan yayılma etkisiyle bankalardan birinde ortaya çıkan bir sorun diğer bankaları da etkileyebilecek ve tüm sistem için genel bir problem oluşturabilecektir. Bundan dolayı birçok ekonomi banka mevduatlarına güvence sağlamak ve mevduatın korunmasına yönelik güvenlik çemberi oluşturmaktadır (Girgin vd., 2008: 11).

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

Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ekonomide hükümetler, bankaların sistematik başarısızlıklar riskini azaltma ümidiyle çok farklı şekillerde mevduat sigortacılığı uygulayarak (Demirgüç-Kunt ve Sobacı, 2001), finansal sistemi ve ödemeleri istikrarlı halde tutmak istemektedirler. Geçmişte bazı durumlarda banka hücumları ödemeler sistemini yıkmış ve ekonomi depresyonla karşı karşıya kalmıştır. Güvenilir mevduat sigortacılığının banka hücumlarını engellemesi öngörülmektedir. Ayrıca mevduat sigortacılığı mevduat sahiplerinin sistemin istikrarına olan inancını destekleyerek daha derinleşmiş bir finansal sisteme yol açabilir (Cull vd., 2005: 2).

Bununla birlikte eğer sistem iyi yapılandırılmazsa mevduat sigortacılığı sosyal olarak olumsuz ve istenmeyen etkilere yol açabilir (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 2002). Eğer mevduat kabul eden bir kurum iflas ederse, mevduat sigortacılığı uygulamalarının çoğunda hükümet, mevduat sahiplerinin kayıplarının neredeyse tamamı

nı karşılamaktadır. Bu, piyasa disiplinini (banka hissedarlarının ve mevduat sahipleri tarafından banka aktivitelerinin izlenmesi anlamında) zayıflatmakta ve ahlaki tehlike (moral hazard) problemi yaratmaktadır. Çünkü böyle bir durumda mevduat kabul eden bankalar için, aşırı derecede yüksek risk faaliyetleriyle uğraşmak için bir dürtü bulunmaktadır. Özellikle sıkı olmayan düzenleyici çevrelerin bulunduğu durumlarda bu dürtüler, muhtemelen sistemin bütününe etkileyen daha büyük istikrarsızlığa yol açacaktır (DemirgüçKunt ve Detragiache, 2002; Cull vd., 2005: 3).

Cull vd. (2005), 57 ülke için mevduat sigortacılığının finansal gelişme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Yazarlar, zayıf düzenleyici çevreye sahip ülkelerde mevduat sigortasının finansal istikrarsızlığa yol açtığını ve güçlü düzenleyici yapıların olduğu ekonomilerde ise mevduat sigortası uygulamalarının finansal gelişme üzerinde arzulanan etkilere sahip olduğunu göstermişlerdir. Benzer şekilde DemirgüçKunt ve Detragiache (2002) ise, özellikle kurumsal yapının zayıf olduğu ve faizlerin deregülasyonunun gerçekleştiği yerlerde, açık (explicit) mevduat sigortasının bankacılık krizleri riskini artırdığını ortaya koymuştur. Yazarlar, bu sonucu kurumsal yapıların güçlü olduğu ülkelerde ahlaki tehlikenin olumsuz etkileri kontrol altına alındığı şeklinde yorumlamaktadırlar.

Diğer taraftan 2004 yılında Rusya'da uygulamaya konulan mevduat sigorta sisteminin etkilerini inceleyen Chernykh ve Rebel (2009) ise, sisteme katılan bölgesel ve küçük bankalarının diğerlerine göre perakende mevduat seviyesini ve perakende mevduatın toplam mevduata oranında bir artış tespit etmişlerdir. Ancak aynı durumun devlet bankaları için geçerli olmadığı ortaya konmuştur. Özellikle perakende mevduatın toplam varlıklara oranının devlet bankarında azaldığı görülmüştür. Yazarlar, bu durumun özellikle piyasada büyük bir paya sahip olan Sberbank'ın bilinçli kararı sonucu olabileceğinin de vurgulamaktadırlar.

Bu tartışmalar, mevduat sigortasının varlığının finansal sektörün istikrarı için gerekli olduğunu göstermektedir. Ancak burada asıl üzerinde durulması gereken mevduat sigortasının kapsamının ne olacağı ve nasıl dizaynedileceğidir. Mevduatın tamamının güvence altına alınması ahlaki tehlike sorunu yaratmakta ve böyle bir uygulamanın olmaması ise finansal istikrarsızlığa neden olabilir. Dolayısıyla mevduat sigortası için optimal bir oranın veya miktarın belirlenmesi ve güçlü bir kurumsal yapı içerisinde iyi dizayn edilmesi ihtiyacının gerekliliği açıktır.

### **2.9. Zorunlu Karşılıklar Uygulaması**

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

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

Zorunlu karşılıkların finansal sektörde oynadıkları rol ile ilgili bir diğer tartışma ise, finansal aracılığa katkısıyla ilgilidir. Baro (1993: 478), yüksek zorunlu karşılık oranlarının borç alma ve borç verme oranları arasındaki makasın (spread) yüksekliği ile ilişkili olduğunu belirtmekte ve kaynak dağılımında etkisizliğe yol açtığını vurgulamaktadır. Diğer taraftan Friedman (1960) ise, zorunlu karşılıkların finansal aracılığı etkilemediğini ileri sürmektedir.

1990'larda sanayileşmiş ülkelerde zorunlu karşılık oranlarının düşürüldüğü ve/veya kullanımının azaldığı görülmektedir (Bental ve Eden, 2002). Avrupa'da Belçika, Danimarka ve İsveç ve Kanada ve Yeni Zelanda gibi ülkeler zorunlu karşılıkları tamamen kaldırmışlardır. İngiltere ve Hollanda'da uygulamaya devam edilse de oldukça düşük seviyelerde tutulmaktadır. Geleneksel olarak zorunlu karşılıkların uygulandığı diğer ülkelerde (ABD, İtalya, Almanya, Fransa ve İspanya), bu konuyla ilgili yasal düzenlemelerin seviyesi oldukça azaltılmıştır (Di Giorgio, 1999: 1032). Ancak ABD'de zorunluluk karşılıkları kaldırma yerine, faiz ödemesi uygulamasına başlanılmıştır (Bental ve Eden, 2002)

Zorunlu karşılıkların para politikası aracı olarak azalan rolünün birkaç nedeni bulunmaktadır: Birincisi, 1990'lı yıllarda merkez bankalarının birçoğu banka rezervlerinden çok, kısa dönem faiz oranlarını kontrol edecek uygulamalara yönelmiştir. Karşılıklar, doğal olarak bir rezerv stratejisinin parçası olup, faiz oranları stratejisinin önemli bir parçası değildir (Borio, 1997). İkincisi ise, birçok ülkede parasal otoriteler, kamu açıklarının daimi finansmanı için yüksek güçlü para yaratılmasına izin veremeye başlamıştır. Parasal tabanı emecek uygun kanalların sağlanması ihtiyacı, merkez bankası para arzının üzerinde tam kontrolü yeniden elde ettiği zaman azalmaktadır. Üçüncüsü ise, finansal aletlerin gelişimi zorunlu karşılıklara tabi olmayan bankadışı finansal (nonbank) kurumların artmasına yol açmıştır (Bental ve Eden, 2002).

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



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

Ayrıca zorunlu karşılık politikaları, eğer düzenli bir şekilde uygulanırsa, mevduat sahiplerinin bankalardan günlük para çekme ihtiyaçlarını karşılamak için yeterli likiditeyi buldurmasını sağlayarak finansal sistemin gelişmesi üzerine doğrudan bir etkiye sahiptir (Arestis vd. 2002: 6). Minimum karşılıklar, gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla görülen para piyasalarının yeterince derin ve gelişmemiş olduğu durumlarda özellikle çok kullanışlıdır. "Derin" finansal piyasaların olduğu ekonomilerde de bir bankanın finansal durumu hakkında eksik bilgi olması nedeniyle zorunlu karşılıklar önemli rol oynayabilir. Uygulamada bir banka kısa dönem ödemeleri ve kısa dönem geliri arasında bir dengesizlikle karşılaşarak ödeme güçlüğü yaşayabilir. Bankanın likidite ihtiyacını kapatmak için bankalararası piyasadan borçlanması olanaklıdır. Ancak, böyle bir durumda sürekli likidite azlığının bankalararası piyasadan karşılanması bankanın ödeme güçlüğü olduğu konusunda çevreye kötü sinyaller verebilir. Sonuç olarak, bankalar likidite sıkıntısı çeken böyle bir bankanın ihtiyaç duyduğu fonları sağlamayı kabul etmeyebilirler. Bu da zor duruma düşen bankayı uzun dönem varlıklarını düşük fiyattan satmaya zorlayabilir. Bu da varlıklarının değerini düşürür (Arestis vd. 2002: 6). Dolayısıyla zorunlu karşılık uygulamaları bankaların likidite sıkıntısına düşme olasılıklarını azalttığından finansal sektör üzerinde olumlu etkiler yaratması beklenebilir. Ancak burada zorunlu karşılıklarla ilgili optimal oranın ne olması gerektiği önem arz etmektedir (Bental ve Eden, 2002). Çünkü zorunlu karşılıklar bir yandan finansal sistemin istikrarı ve gelişimi için gerekli iken, bu oranların yüksek olması bankalar üzerinde bir vergi gibi işlem görmesi nedeniyle olumsuzluklara da yol açabilecektir.

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

## 2.10. Yasal Mevzuatın Kaynağı

Beck vd. (2001a, 2001b), Mayer ve Sussman (2001) ve De Haas (2004), yasal düzenlemelerle finansal sistemlerin ve kurumlarının başarılı gelişiminin arasında bir ilişkinin olabileceğini ileri sürmektedir. Yasal mevzuatın finansal gelişmeyi iki kanal ile etkilemesi söz konusu olabilir (Beck vd., 2001b: 484). Birincisi, yasal gelenekler özel mülkiyet haklarını ve yatırımcıların haklarının önceliği konusunda farklılık gösterebilmektedirler. İkincisi, özel mülkiyet haklarının ve dış yatırımcıların (outside investors) korunması finansal gelişmenin temelini oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle finansal gelişme, mülkiyet haklarının korunmasıyla ilgili düzenlemelerle yakından ilgilidir. Bu konudaki durağan (static) görüş, bireysel yatırımcıların devlete karşı görece hakları konusunda yasal geleneklerdeki farklılıklara bakmaktadır. La Porte vd. (1997), İngiliz hukukundan kaynaklanan ortak hukuk temelli sistemlerin (common law based systems) Fransız hukukundan beslenen medeni hukuk temelli sistemlere (civil law based systems) göre sermaye piyasalarının gelişimi için daha iyi olduğu düşüncesini ileri sürmektedir. İngiliz Hukuk Sistemi, yatırımcıların haklarını devlete karşı koruyarak bireylerin güven içinde işlem yapacakları bir ortam yaratacak şekilde düzenlenmiştir. Diğer taraftan Fransız Medeni Hukuk Sistemi, devleti mahkemenin üzerine koymakta ve devletin gücünü artırmaya yönelik düzenlenmiştir. Burada firmaların yöneticilerinin politik çıkarları, bireysel yatırımcıların üzerindedir. Zaman içerisinde İngiliz hukukundan kaynaklanan yasal düzenlemelerin Fransız hukukundan beslenen düzenlemelere göre küçük yatırımcıları daha fazla koruduğu görülmektedir. Dolayısıyla İngiliz hukukundan esinlenen ülkelerde sermaye piyasaları, Fransız hukukundan beslenen ülkelere göre daha hızlı gelişmektedir (Demetriades, 2008: 5).

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

Literatürde hukuk geleneği ile finansal gelişme arasında var olduğu ileri sürülen yukarıdaki tartışmalar, çeşitli açılardan da eleştirilmektedir. Cambridge Üniversitesi'ndeki akademik hukukçular tarafından yapılan bir araştırmada hukuk geleneği ile yatırımcıların haklarının korunması arasındaki ilişki beş ülke (ABD, İngiltere, Fransa, Almanya ve Hindistan) ve otuz yılın üzerinde bir dönem için incelenmiştir (Lele ve Siems, 2007). La Porta vd. (1997) tarafından 49 ülke için geliştirilen ölçümlerde sekiz gösterge kullanılırken, Lele ve Siems (2007)'in yaptıkları çalışmada yatırımcıların korunmasına ilişkin 60 farklı unsura yer verilmiştir. Bu yeni çalışmada, bütün ülkelerde

yatırımcıların korunması anlamında önemli ilerlemelerin olduğu görülmüş ve bu noktada daha da önemlisi, hukuk geleneği farklılığının yatırımcıların haklarının korunması anlamında önemli bir farklılık göstermediği ortaya konulmuştur. Örneğin, İngiliz yasal sistemi Nijerya, Pakistan ve Zimbabve gibi ülkelerin finansal sistemlerinin gelişimine ilaç olmamışken, Fransız yasal sistemi de Lüksemburg, Belçika ve Hollanda'nın finansal sisteminin gelişimini engelleyememiştir (Girma ve Shortland, 2004: 4). Hukuk kaynağının yatırımcı haklarını koruma noktasında önemli olmadığına örnek olarak Fransa, Almanya ve Güney Kore de verilebilir.

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

### **2.11. Makroekonomik Politikalar ve Tutarlılık**

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

Finansal gelişmeyi etkilediği kabul edilen en yaygın makroekonomik faktörler; belirsizlikler, gelir, enflasyon, bütçe açığı, özelleştirme ve döviz kuru çerçevesinde ele alınabilir: Belirsizlik, genellikle istikrarsız makroekonomik atmosferle ilişkilendirilmektedir. Makro ekonomik atmosferdeki istikrarsızlık ekonomideki bütün firmalar için bir belirsizlik yaratır. Firmalar geleceğe ilişkin belirsizliklerin arttığı ölçüde yeni yatırımlar yapmaktan kaçınabilirler. Bu da ekonominin arzu edilen şekilde büyümesinin gerçekleşmemesiyle sonuçlanabilir. Hükümetler makroekonomik politikalar aracılığıyla belir-

sizliği azalttığı ölçüde firmaların önlerini görebilmelerine olanak sağlamış olurlar. Finansal piyasalar açısından belirsizlik, daha ayrı ve önemli bir işlev görmektedir. Çünkü belirsizlik, finansal aracılığın maliyetini yükseltmekte ve bu da finansal gelişme sürecini sekteye uğratmaktadır. Ayrıca belirsizlik gelişmekte olan ülkelerde sıkça görülen genişleme ve daralma (boom and bust) dönemlerinde finansal araçların kredi verdiği müşterilerini izleme ve değerlendirmesini daha da zorlaştıracak ve finansal sistemin sağlığını bozacaktır (Montiel, 2003: ii18ii19).

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

Enflasyon, her şeyden önce bir belirsizlik göstergesidir. Yüksek enflasyon bir taraftan yatırımların gerçekleştirilmesini engellerken diğer taraftan tasarrufların erimesine de neden olur (Moore, 1986). Enflasyon devamlı olarak yükselen genel fiyat düzeyi olması bakımından mahiyeti itibariyle zorunlu bir tasarruftur (Türk, 1998: 86). Çünkü, yükselen genel fiyat seviyesi oranında aynı gelire tüketiciler daha az mal ve hizmet satın alabileceklerdir. Ayrıca enflasyon, gelir dağılımını da sabit gelirli aleyhine etkilemektedir. Bu özelliği ile enflasyon milli gelirin kişiler arasında dağılımını, girişimci ya da işadamları sınıfı lehine değiştirmektedir. Diğer taraftan enflasyonun aşırı derecede yükseldiği durumlarda, girişimci sınıf, tasarruflarını reel yatırımlardan ziyade spekülatif karakter taşıyan alanlara yönlendirmektedir. Dolayısıyla yüksek enflasyon tasarrufları azalttığından yatırımlar için gerekli olan fonların azalmasına neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle enflasyonist ortamlarda ekonomik birimler kendilerini koruma kaygısıyla hareket ettiklerinden tasarruflarını verimsiz alanlarda değerlendirmekte ve bankacılık sektöründeki kredi miktarında bir azalma yaşanmaktadır. Ayrıca Huybens ve Smith (1999), yüksek enflasyonlu ekonomilerde durağan durum için gerekli sermaye stoğuna yaklaşılamayacağını belirtmektedir. Çünkü bu ekonomilerde yüksek faiz oranları yüksek enflasyon oranlarını takip ettiğinden finansal piyasaların etkin olmasını engellemektedir. Bütün bu tartışmalar enflasyonun finansal piyasalar üzerinde olumsuz etkileri olduğunu göstermektedir.

Enflasyonun finansal piyasalar üzerine etkilerini ampirik olarak inceleyen çalışmalarda, enflasyondaki artışın finansal gelişmeyi negatif etkilediği (Haslag ve Koo,

1999; Boyd vd., 2001; Cuadro vd., 2003; Zoli, 2007) ve enflasyondaki azalmanın ise kredi miktarını arttırdığı ve dolayısıyla finansal gelişmeye katkıda bulunduğu (Dehasa vd., 2007; Bittencourt, 2008) görülmektedir.

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

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

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

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

### 3. Genel Değerlendirme

Finansal sektör ile ekonomik gelişme arasındaki ilişki uzun yıllar önce dile getirilmiş olmasına rağmen tartışmaların halen devam ettiği görülmektedir. Konunun birkaç açıdan ele alındığı görülmektedir.

İlk olarak finansal sektör ile ekonomik gelişme arasındaki ilişkiden hangisinin öncü olduğu ve hangisinin diğerini takip ettiği tartışmalarının bugün bile bir sonuca bağlanamadığı anlaşılmaktadır. Özellikle Schumpeter (1912) tarafından geçen yüzyılın başında dile getirilen ve içsel büyüme teorilerinin gelişimiyle finans ile büyüme arasındaki ilişkinin ilham kaynağı olan görüşe göre, finansal sektörün gelişmesi ekonomik büyümenin kaynağından birini oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle içsel büyüme teorilerinin finans-ekonomik büyüme ilişkisine uyarlandığında finansal sektörün "zımnen (implicitly)" ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı varsayımı kabul edilmiş bulunmaktadır. Bu konudaki çalışmalarda (Greenwood ve Jovanovic, 1990; Benciven-ga ve Smith, 1991, Pagano, 1993; Hermes, 1994; Hermes ve Lensink, 1996) finansal gelişmenin ülkelerarasındaki ekonomik gelişmişlik farklarını açıklayabilecek unsurlardan biri olduğu ifade edilmiştir. Ancak finansal gelişmenin nasıl olacağı nasıl olacağı yeterince açık bir şekilde tartışılmamıştır. Diğer taraftan Robinson (1952) tarafından savunulan ve Stiglitz (1994), Singh ve Weisse (1998)'inde desteklediği görüşe göre, finansal gelişme ekonomik gelişmenin bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Konu ile ilgili bu yaklaşımlar ülkelerarasında finansal gelişmişliğin farklı olmasının dinamikleri konusunda yeterli açıklama sunmamaktadır.

McKinnon-Shaw tarafından savunulan finansal baskı yaklaşımına kadar teorik tutarlılığı olan bir finansal gelişme modelinin geliştirilemediği görülmektedir. Bu yazarlar tarafından savunulan finansal liberalizasyon hipotezine göre, finansal sektördeki başta merkezi otoriteler tarafından belirlenen faiz oranları olmak üzere her türlü kısıtın ve müdahalenin kaldırılmasıyla yatırımlar için gerekli olan tasarrufların verimsiz

alanlardan organize bankacılık sistemine yönlendirilmesi olanaklı hale gelecektir. 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren başta IMF olmak üzere uluslararası finansal kuruluşlar tarafından desteklenen istikrar programlarının ayrılmaz bir parçası olarak birçok gelişmekte olan ülkede finansal liberalizasyonun uygulanmasına rağmen arzu edilen durumun (ekonomik büyümenin) bu politika seçeneğinin uygulandığı bütün ülkelerde ortaya çıkmadığı görülmüş ve dolayısıyla bu görüş ciddi bir şekilde eleştiri konusu olmuştur. Ayrıca finansal liberalizasyon teorisinde ülkelerarasındaki finansal gelişmişlik durumundaki farklılığın kaynaklarını tam anlamıyla açıklamaktan uzaktır.

Literatürde son zamanlarda yapılan çalışmaların ise, ülkelerarasındaki finansal gelişmişlik farklılıklarını açıklamaya yoğunlaştığı görülmektedir. Bu çerçevede dış ticaretin ve sermaye hesabının liberalizasyonu, kurumsal yapı ve sosyal sermaye, mevduat sigortasının varlığı, kamunun finansal sektördeki payı, zorunlu karşılıklar uygulaması, yasal orijin, etkin gözetim ve denetim mekanizmasının varlığı ve uygulanan makroekonomik politika (enflasyonun kontrol altında tutulması, mali disiplinin sağlanması, özelleştirme, döviz kuru rejimi) tutarlılığının ülkelerarasındaki finansal gelişmişlik farklılığını açıklamada etkin olabileceği ileri sürülmektedir.

## Kaynakça

1. Acaravcı, A., Öztürk, İ. ve Acaravcı, S. K.. (2007). Finance Growth Nexus: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 11: 3040.
2. Acemoglu, D., Johnson, S. ve Robinson, J. A.. (2001). The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation. *American Economic Review*, 91: 13691401.
3. Acemoglu, D., Johnson, S. ve Robinson, J. A.. (2004). *Institutions as the Fundamental Cause of Long Run Growth*. NBER Working Paper, No: 10481.
4. Andrianova, S., Demetriades, P. ve Shortland, A.. (2008). Government Ownership of Banks, Institutions and Financial Development, *Journal of Development Economics*, 85: 218252.
5. Ang, J. B.. (2007). *Are Financial Sector Policies Effective in Deepening the Malaysian Financial System?*. Monash University, Discussion Paper, 02/07.
6. Arestis, P. ve Demetriades, P.. (1997). Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence. *Economic Journal*, 107 (442):783799.
7. Arestis, P. ve Demetriades, P.. (1999). Finance and Growth: Institutional Considerations, Financial Policies and Causality. *Zagreb International Review of Economics and Business*, 2:3762.
8. Arestis, P., Demetriades, P., Fattouh, B. ve Mouratidis, K.. (2002). The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence From Developing Economies. *International Journal of Finance and Economics*, 7(2): 109121.
9. Arrow, K. (1962), "The Economic Implications of Learning by Doing", *Review of Economic Studies*, 29, 155173.
10. Barro, R. J.. (1990). "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth", *Journal of Political Economy*, 98, s103s125.
11. Baltagi, B., Demetriades, P. ve Law, S. H.. (2007). *Financial Development, Openness and Institutions*. Discussion Paper in Economics, 2007/05, University of Leicester.
12. Barro, R.J.. (1993). *Macroeconomics*, 4th Edition, New York: Wiley.
13. Barth, J., Caprio, G. ve Levine, R.. (2001). "Banking System Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance And Stability?" içinde F. Mishkin (editör). *Prudential Regulation and Supervision: Why it is Important and What are the Issues*, National Bureau of Economic Research.
14. Beaugrand, P., Boileau, L. ve Montfort, M.. (2002). *The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits: The Case of Central and West African Countries*. IMF Working Paper. WP/02/79.



15. Beck, T. ve Levine, R.. (2004). Stock Markets, Banks and Economic Growth: Panel Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28: 423442.
16. Beck, T., DemirgüçKunt, A. ve Levine, R.. (2001a). *Law, Politics and Finance*. World Bank Working Paper, No. 2585.
17. Beck, T., DemirgüçKunt, A. ve Levine, R.. (2001b). Legal Theories of Financial Development. *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4): 483501.
18. Bekaert, G. ve Harvey, C.. (2000). Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. *The Journal of Finance*, 55:565613.
19. Bencivenga, V. ve Smith, B.. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*, 58: 195209.
20. Bental, B. ve Eden, B.. (2002). Reserve Requirements and Output Fluctuations. *Journal of Monetary Economics*, 49 : 1597–1620
21. Ben Naceur, S., Boubakri, N. ve Ghazouani, S.. (2008). *Privatization and Financial Market Development: A Comparison Between MENA Countries and Other Regions*. Economic Research Forum, Working Paper No. 390.
22. Bittencourt, M.. (2008). *Inflation and Financial Development: Evidence from Brazil*. United Nations University, Research Paper No: 2008/14.
23. Borio, C.. (1997). *Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries*. Working Paper No. 40, BIS, Basel.
24. Bortolotti, B., de Jong, F., Nicodano, G. ve Schindele, I.. (2007). Privatization and Stock Market Liquidity. *Journal of Banking and Finance*, 31:297316.
25. Boubakri, N. ve Hamza, O.. (2007). The Dynamics of Privatization, the Legal Environment and Stock Market Development. *International Review of Financial Analysis*, 16: 304331.
26. Boyd, J., Levine, R. ve Smith, B.. (2001). The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. *Journal of Monetary Economics*, 47: 221248.
27. Braun, M. ve Raddatz, C.. (2005). *Trade Liberalization and the Politics of Financial Development*. World Bank Working Paper, No: 3517.
28. Brownbridge, M., Kirkpatrick, C. H. ve Maimbo, S. M.. (2005). "Financial Regulation in Developing Countries: Policy and Recent Experience", içinde C. Green, C. Kirkpatrick and V. Murinde (editörler), *Finance and Development Surveys of Theory, Evidence and Policy*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, ss. 154180.
29. Chernykh, L. ve Rebel, C.. (2009). *Does Deposit Insurance Improve Financial Intermediation? Evidence from the Russian Experiment*. Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No. 12987, (<http://mpra.ub.unimuenchen.de/12987/>, 31.08.2009).

30. Chinn, M. D. ve Ito, H.. (2002). *Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence*. NBER Working Paper Series, No: 8967.
31. Chinn, M. ve Ito, H.. (2006). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions. *Journal of Development Economics*, 81: 163192.
32. Collier, P. ve Mayer, C.. (1989). The Assessment: Financial Liberalization, Financial Systems, and Economic Growth. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4):112.
33. Cuadro, L., Gallego, S. ve Herrero, A. G.. (2003). *Why Do Countries Develop More Financially than Others? The Role of the Central Bank and Banking Supervision*. [http://www.cass.city.ac.uk/conferences/emg\\_finance/Papers/Cuadro\\_Gallego\\_GarciaHerrero.pdf](http://www.cass.city.ac.uk/conferences/emg_finance/Papers/Cuadro_Gallego_GarciaHerrero.pdf) (12/12/2008).
34. Cull, R., Senbet, L. W. ve Sorge, M.. (2005). Deposit Insurance and Financial Development. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37(1): 4382.
35. Dehasa, M., Druck, P. ve Plekhanov, A.. (2007). *Relative Price Stability, Creditor Rights and Financial Deepening*. IMF Working Paper No: 07/139.
36. Deidda, L. G.. (2006). Interaction Between Economic and Financial Development. *Journal of Monetary Economics*, 53: 233248.
37. Demetriades, P. O.. (2008). *New Perspectives on Finance and Growth*. University of Liechester, Working Paper No: 08/14.
38. Demetriades, P. O. ve Law, S. H.. (2006). Finance Institutions and Economic Development. *International Journal of Finance and Economics*, 11: 245260.
39. Demetriades, P., Du, J., Girma, S. ve Xu, C.. (2007). *Does the Chinese Banking System Promote the Growth of Firms?*. World Economy and Finance Working Paper, WEF0036.
40. DemirgüçKunt, A. ve Detragiache, E.. (2002). Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation. *Journal of Monetary Economics*, 49: 13731406.
41. DemirgüçKunt, A. ve Sobaci, T.. (2001). A New Development Database. Deposit Insurance Around the World. *World Bank Economic Review*, 15: 481490.
42. De Haas, R.. (2004). Law, Finance, and Growth During Transition: A Survey. *De Economist*, 152(3): 375402.
43. Di Giorgio, D.. (1999). Financial Development and Reserve Requirements. *Journal of Banking and Finance*, 23: 10311041.
44. Diamond, D. W. ve Dybvig, P. H.. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 51(3): 401419.

45. Do, Q. T. ve Levchenko, A. A.. (2006). *Comparative Advantage, Demand for External Finance and Financial Development*. World Bank Policy Research Working Paper 3889, WPS 3889.
46. Doğan, H.. (2008). Türkiye’de Finans ve Reel Ekonomi İlişkisi: Schumpeter Haklı mıydı?. *İktisat İşletme ve Finans*, 23(272): 4979.
47. Eschenbach, F.. (2004). *Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature*. Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2004039/2.
48. Fischer, B.. (1993). Success and Pitfalls with Financial Reforms in Developing Countries. *Savings and Development*, 17(2):111135.
49. Frankel, J. ve Rose, A.. (1998). Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment. *Journal of International Economics*, 41:351366.
50. Friedman, M.. (1960). *A Program for Monetary Stability*. New York City: Fordham University Press.
51. Fry, M. J.. (1988). *Money, Interest and Banking in Economic Development*. The John Hopkins University Pres.
52. Fukuyama, F.. (1995). *Trust*. New York: Free Press
53. Galbis, V.. (1979). “Money, Investment and Growth in Latin America, 1961-1973”, *Economic Development and Cultural Change*, 27, pp.423-442.
54. Garcia, G.. (2000). *Deposit Insurance and Crisis Management*. IMF Working Paper, No. 0057.
55. Garretsen, H., Lensink, R. ve Sterken, E.. (2004). Growth, Financial Development, Societal Norms and Legal Institutions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 14: 165-183.
56. Gerschenkron, A.. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge: Harvard University Pres.
57. Girgin, B., Acar, İ. ve Seyfi, Ç.. (2008). Mevduat Sigortacılığı ve Banka Kaynaklarının Korunmasındaki Rolü. *TMSF Çatı*, 2(18): 1115.
58. Girma, S. ve Shortland, A.. (2004). *The Political Economy of Financial Development*. University of Liechester, Working Paper No: 04/21.
59. Goldsmith, R.W.. (1969). *Financial Structure and Economic Development*. New Haven: Yale University Pres.
60. Gorton, G.. (1988). Banking Panics and Business Cycles. *Oxford Economic Papers*, 40:751-781.
61. Greenwood, J. ve Jovanovic, B.. (1990). Financial Development, Growth and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, 98(5): 1076-1107.
62. Guiso, L., Sapienza, P. ve Zingales, L.. (2001). *The Role of Societal Capital in Financial Development*. Center for Research in Security Prices, CRSP Working Pa-

- pers 511, Graduate School of Business, University of Chicago, (<http://faculty.chicagobooth.edu/finance/papers/trust.pdf>, 31.07.2009).
63. Gurley, J. G. ve Shaw, E. S.. (1955). Financial Aspects of Economic Development. *American Economic Review*, 45(4): 515538.
  64. Gurley, J. G. ve Shaw, E. S.. (1967). Financial Structure and Economic Development. *Economic Development and Cultural Change*, 15(3):257268.
  65. Halicioğlu, F.. (2007). *Financial Development and Economic Growth Nexus For Turkey*. MPRA Paper No. 3566, (<http://mpra.ub.unimuenchen.de/3566/>, 10.06.2009).
  66. Haslag, J. H. ve Koo, J.. (1999). *Financial Repression, Financial Development and Economic Growth*. Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No: 9902.
  67. Hauner, D.. (2006). *Fiscal Policy and Financial Development*. IMF Working Paper, WP/06/26, Washington, D. C.: IMF
  68. Henry, P. B.. (2000). Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices. *Journal of Finance*, 55(2):529564.
  69. Hermes, N.. (1994). Financial Development and Economic Growth: A Survey of the Literature. *International Journal of Development Banking*, 12(1):322.
  70. Hermes, N. ve Lensink R. (Eds.). (1996). *Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries*. London: Routledge.
  71. Huang, W.. (2006). *Emerging Markets Financial Openness and Financial Development*. University of Bristol, Discussion Paper No. 06/588.
  72. Huybens, E. ve Smith, B. D.. (1999). Inflation, Financial Markets and LongRun Real Activity. *Journal of Monetary Economics*, 43: 283315.
  73. Ito, H.. (2006). Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization. *North American Journal of Economics and Finance*, 17: 303327.
  74. Kar, M.. (2001). Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi Dergisi*, 2(2): 150169.
  75. Kar, M. ve Ağır, H.. (2006). Menkul Kıymet Piyasaları, Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Mecmuası 56: 131
  76. Kar, M. ve Pentecost, E.. (2000). *The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence*. Economic Research Paper, Department of Economics, Loughborough University, No. 00/27. Loughborough.

77. King, R. G. ve Levine, R.. (1993a). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3):717737.
78. King, R. G. ve Levine, R.. (1993b). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32(3):513542.
79. Klein, M. W. ve Olivei, G. P.. (2008). Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth. *Journal of International Money and Finance*, 27: 861875.
80. Knack, S., ve Keefer, P.. (1997). Does societal capital have an economic payoff?: a crosscountry investigation. *Quarterly Journal of Economics*, 112(4): 12511288.
81. La Porta, R., LopezdeSilanes, F. ve Shleifer, A.. (2002). Government Ownership of Banks. *Journal of Finance*, 57(1): 265301.
82. La Porta, R., LopezdeSilanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. W.. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52: 11311150.
83. Law, S. H. ve Demetriades, P.. (2006). Opennes, Institutions and Financial Development. Wold Economy&Finance Research Programme Working Paper Series, Economic&Social Research Council, WEF 0012.
84. Lawrence, P.. (2006). Finance and Development: Why Should Causation Matter?. *Journal of International Development*, 18: 9971016.
85. Lele, P. ve Siems, M.. (2007). Shareholder Protection: A Leximetric Approach. *Journal of Corporate Law Studies*, 7: 1750.
86. Levine, R.. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35:688726.
87. Lewis, A. W.. (1954). Economic Development with Unlimited Supplies of Labour. *Manchester School Of Economics And Social Studies*, 22: 139191.
88. Licht, A. N., Goldschmidt, C. ve Schwartz, S. H.. (2005). Culture, Law, and Corporate Governance. *International Review of Law and Economics*, 25(2): 229–255.
89. Llewellyn, D. T.. (2005). "Banking Regulation After Recent Financial Crises: Lessons for Developing and Developed Countries", içinde C. Green, C. Kirkpatrick and V. Murinde (derleyenler), *Finance and Development Surveys of Theory, Evidence and Policy*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, ss. 185240.
90. Lucas, R.. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1): 342.
91. Mayer, C. ve Sussman, O.. (2001). The Assessment: Finance, Law, and Growth. *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4): 457466.
92. McKinnon, R.I.. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: The Brooking Institution.

93. McKinnon, R. I. ve Mathieson, D. J.. (1981). How to manage a Repressed Economy, *Princeton Essays in international Finance*, 145.
94. Mıhçı, S.. (1999). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme: Endojen Büyüme Modelleri. *İktisat İşletme ve Finans*, 14(159).
95. Mıhçı, H.. (2005). "Kurumsal Yapı ve Kalkınma", içinde M. Kar ve S. Taban (editörler), *İktisadi Kalkınmada Sosyal, Kültürel ve Siyasal Faktörlerin Rolü*, Bursa: Ekin Kitabevi,: 5387.
96. Montiel, P. J.. (2003). Development of Financial Markets and Macroeconomic Policy. *Journal of African Economies*, 12(2): ii12ii52.
97. Moore, B. J.. (1986). Inflation and Financial Deepening. *Journal of Development Economics*, 20: 125133.
98. Ncube, M. ve Senbet, L. W.. (1997). Perspectives on Financial Regulation and Liberalisation in Africa Under Asimetric Information and Incentive Problems. *Journal of African Economies*, 6(1): 2988.
99. Newbery, D. ve Stiglitz, J.. (1984). Pareto Inferior Trade. *Review of Economic Studies*, 51: 112.
100. North, D.. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge: Cambridge University Pres.
101. Nurkse, R.. (1953). *Problems Of Capital Formation in Underdeveloped Countries*, Oxford: Basil Blackwell.
102. Olson, M.. (1982). *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities*, New Haven: Yale University Press.
103. Olson, M.. (1993). Dictatorship, Democracy and Development. *American Political Science Review*, 87: 567576.
104. Öztürk, İ.. (2008). Financial Development and Economic Growth: Evidence from Turkey. *Applied Econometrics and International Development*, 8(1): 8598
105. Pagano, M.. (1993). Financial Markets and Growth, An Overview. *European Economic Review*, 37: 613622.
106. Patrick, H. T.. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14: 174189.
107. Perotti, E. C.. (1995). Credible Privatization. *American Economic Review*, 84: 215234.
108. Perotti, E. C. ve Van Oijen, P.. (2001). Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economics. *Journal of International Money and Finance*, 20: 4369.

109. Prebisch, R.. (1950). *The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems*, New York: UNCTAD.
110. Quintyn, M. ve Taylor, M. W.. (2002). *Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability*. IMF, Working Paper No. 46.
111. Rajan, R. G. ve Zingales, L.. (2003). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics*, 69: 550.
112. Renelt, D. (1991). Economic Growth: A Review of the theoretical and Empirical Literature. *Working Papers WPS 678*, Washington, D.C.: World Bank.
113. Rioja, F. ve Valev, N.. (2004). Does One Size Fit All?: A Reexamination of the Finance and Growth Relationship. *Journal of Development Economics*, 74: 429-447.
114. Robinson, J.. (1952). "The Generalization of the General Theory", içinde *The Rate of Interest and Other Essays*, 67-142, London: Macmillan.
115. Romer, P. M.. (1986). Increasing Returns And Long Run Growth. *Journal Of Political Economy*, 94(5): 1002-1037.
116. Roubini, N. ve Salai Martin, X.. (1992). Financial Repression and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 39(1): 530.
117. Schumpeter, J. A.. (1912). *The Theory of Economic Development*, Cambridge: Harvard University Press.
118. Shan, J. ve Jianhong, Q.. (2006). Does Financial Development Lead Economic Growth? The Case of China. *Annals of Economics and Finance*, 1: 231-250.
119. Shan, J.Z., A.G. Morris ve Sun, F.. (2001). Financial Development and Economic Growth: An Egg and Chicken Problem. *Review of International Economics*, 9(3): 443-454.
120. Shaw, E. S.. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
121. Singh, A.. (1997). Financial Liberalization, Stockmarkets and Economic Development. *Economic Journal*, 107(442): 771-782.
122. Singh, A. ve Weisse, B.A.. (1998). Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Longterm Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives. *World Development*, 26: 607-622.
123. Stiglitz, J.. (1994). "The Role of The State in Financial Markets", içinde M. Bruno ve B. Pleskoviç (editörler), *Proceedings of The World Bank Conference on Development Economics*, Washington D.C.: World Bank.
124. Stultz, R.M., ve Williamson, R.. (2001). Culture, Openness and Finance, NBER Working Paper, 8222, Cambridge Mass.

125. Taş, S. ve Kar, M.. (2002). A Critical Survey of the Empirical Studies on Financial Liberalization in Turkey. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(1): 3963.
126. Thiel, M.. (2001). *Finance and Growth: A Review of Theory and the Available Evidence*. Directorate General for Economic And Financial Affairs, Economic Paper No. 158. ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication884\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication884_en.pdf), 29.05.2009).
127. Türk, İ.. (1998). *Maliye Politikası*, Ankara: Turhan Kitabevi.
128. Ünalımsı, D.. (2002). *The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey*. CBRT Research Department, Working Paper No: 3, Ankara. (<http://www.tcmb.gov.tr/research/work/wp6.pdf>, 25.01.2009).
129. Zoli, E.. (2007). Financial Development in Emerging Europa: The Unfinished Agenda. *IMF Working Paper* No 07245, Washington D.C.: IMF.