

Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme

Neşe Erim*

Armağan Türk**

Özet: Bu yazının temel amaçlarından biri finans sisteminin, büyüme göstergeleri, tasarruflar ve yatırım üzerindeki olası etkilerini teorik temelde incelemektir. Bu amaçla ilk önce finans kesiminin tanımı ve fonksiyonları açıklanmaktadır. Finans sistemi ile ilgili teorik bilgiler ve finansal araçlar hakkında bilgi verilmektedir. Finansal gelişme ile faizler, tasarruflar, yatırımlar ve büyüme oranı arasındaki ilişki açıklanmaktadır. Bunun dışında finansal belirleyicilerin büyüme üzerindeki etkileri bu konuda yapılmış araştırmalarla açıklanmaktadır. Finans sisteminin etkileri, içsel modeller çerçevesinde ele alınmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme, İçsel Büyüme, Reel Faiz Oranı.

Giriş

Bu çalışmada, İktisat biliminin temel alanlarından biri olan iktisadi büyüme ile finans sisteminin ilişkilendirilmesi yapılmaya çalışılacaktır. Çok zengin bir kavram ve literatürün bulunduğu bu alanda, bizim çalışmamız finans sistemi ile ilgili bazı temel kavramların yeniden gözden geçirilmesi ve iktisadi büyüme ile finansal gelişme arasında bağlar kurulurken bu kavramlardan hangilerinin seçilmesinin yararlı olabileceğini tartışmaktadır. Dolayısıyla çalışmada tarihsel bir perspektifimiz olmayacak, yeni eğilim ve gelişmeler üzerinde durulacaktır. Bu yolu seçmemizin nedeni, finansal sistemin iktisadi büyüme için neden önemli olduğunu ve büyümeyi nasıl etkilediğini ve hangi iktisadi araçlar ile hangi finansal araçların etkileşimde bulunduğunu belirlemeye çalışmaktır.

Walter Bagehot, John Hicks, Joseph Schumpeter, Joan Robinson ve Robert Lucas gibi ekonomistler iktisadi büyüme için finansal sistemin önemi ile ilgili şaşırtıcı bir

* Prof.Dr. N.Erim Kocaeli Üniversitesi İİBF İktisat Bölümünde öğretim üyesidir.

** Armağan Türk, Kocaeli Üniversitesi İktisat Anabilim dalı'nda doktora öğrencisidir.

şekilde farklı görüşlere sahiptirler. Bagehot ve Hicks İngiltere’de endüstrileşmeyi ateşlemede sermaye hareketliliğinin kritik rol oynadığını kanıtlamaya çalışmışlardır. Schumpeter ise bankaların, teknolojiye destekte girişimcileri tanıyarak ve uzun vadeli krediler vererek bu girişimcilerin yeni ürün ve üretim yöntemleri uygulama başarısının en iyi olması için önemli rol oynadıklarını iddia etmişti. Robinson ise müteşebbislerin finansal ilerlemeye öncülük ettiklerini öne sürmektedir. Bu görüşe göre ekonomik gelişme finansal düzenlemelerin özel çeşitleri için talep yaratır ve finansal sistem bu talepleri otomatik olarak karşılar. Bundan başka bazı ekonomistler finansbüyüme ilişkisinin önemli olmadığına inanırlar. Lucas, iktisatçıların iktisadi büyümede finansal faktörlere gereğinden fazla önem verildiği kanaatindedir. Zamanla ekonomistler finansal sistemin rolü hakkında kuşkularının olduğu ve finansal sistemin rolünün tam olarak bilinmediği şeklinde fikirler ifade ettiler. Diğer bir incelemede Nicholas Stern, gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin rolünün tartışılmadığını hatta bir kısmında konu olarak bile yok olduğunu ifade etmektedir (Levine, 1997).

Teorik sonuçlar ve ampirik kanıtlar ilk aşamada finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğuna işaret etmektedir. Finansal gelişmenin seviyesi; iktisadi büyümenin, sermaye hareketlerinin ve teknolojik değişimin gelecekteki oranlarının iyi habercisi olarak görülmektedir. Ülke çalışmalarında endüstri ve firma bazındaki analizlerde finansal gelişme olduğunda ekonomik gelişmenin hızı ve gidişatında çok önemli etkiler olduğu gözlemlenmiştir. Nitekim Dünya Bankası tarafından yapılan çalışmalarda finansal sistemlerin gelişmişliği ile ekonomik kalkınma ve büyüme arasında doğrudan ve oldukça da kuvvetli bağlantılar kanıtlanmıştır.¹ Çeşitli ülkelerde finansal sistemin esasını bankacılık oluştururken, diğerlerinde piyasa kökenli diye adlandırılan doğrudan finansman sistemleri hakimdir. Bankacılık yada sermaye piyasalarının tek başlarına finansal sistemin gelişmişliği yada ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin ele alınması ekonomik problemlerin çözümünde sınırlı bir fayda sağlayacak olup, sorulması gereken esas soru optimal finansal sistemin nasıl olması gerektiği sorusudur. Gelişmiş bir hukuk sistemiyle desteklenen, doğrudan ve dolaylı finansman modellerinin optimal şekilde biçimlendirdiği bir finansal sistemin kalkınmada en optimal çözüm olacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Böyle bir sistem, finansal kararların alınmasında verimliliği arttıracak, opti-

¹ Finansal gelişme ve iktisadi büyüme ile ilgili teorik ve ampirik çalışmalar için bakınız; Ross Levine, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, June 1997, Peter L. Rousseau, Paul Wachtel, "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries", *Journal of Money, Credit and Banking* Vol.30 No: 4, November 1998, ve Pontus Hansson, Lars Jonung, "Finance and Economic Growth: The Case of Sweden 1834-1991", *Stockholm School of Economics the Economic Research Institute, Working Paper Series in Economics and Finance*, No:176, Sweden 1997.

mum kaynak dağılımı sağlayacak, sonuç olarak da ekonomik büyüme katkıda bulunacaktır (Oruç, 2002).

1. Finansal Gelişme: Tanım ve Temel Kavramlar

Finansal gelişme kavramı, literatürde; bir ülkedeki finans piyasasında kullanılan araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın olarak kullanılır hale gelmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Diğer bir tanımda ise finansal gelişme finansal piyasaların gelişmişliği olarak ta tanımlanmaktadır. Finansal piyasaların gelişmişliğinin ölçülmesinde ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirme seviyesi önemli bir gösterge kabul edilmektedir. Finansal piyasaların gelişmişliğini bu niteliği ile ölçen ve derinleşme göstergesi olarak adlandırılan ölçüm ise, mali varlıkların GSMH'ye oranı ile, M2Y para arzı büyüklüğünün GSMH'ye oranı şeklinde yer almaktadır. Günümüzde bir ülkenin ekonomik büyümesini artırması için, finansal deregülasyon ve finansal derinleşme büyük önem arz ettiği genel kabul görmektedir. Bankacılık sistemi üzerinde denetim ve müdahalelerin önemli ölçüde azaltıldığı “deregülasyon” politikalarının sonucu olarak görülen finansal serbestlik, ekonomilerin finans sistemleri üzerinde önemli etkilere sahiptir. Finansal deregülasyonu, kısaca, finansal kurumların ve hizmetlerin çeşitlenmesi olarak tanımlayabiliriz.

Finansal deregülasyon sonucu, bankacılık sektörü ile sermaye piyasası arasında aracılık yapan kurum sayısında artış olduğu gözlemlenmektedir. Bu durumun finans piyasalarında derinleşmeyi de beraberinde getirdiği şeklinde yorumlanabilir. Finansal derinleşme ise kısaca, finans sektöründe yaratılan fonların, reel kesime aktarılma oranı şeklinde tanımlayabiliriz. Bu oran yüksekse finansal derinleşme yüksek olacak ve bunun da ekonomik büyüme oranını artıracığı varsayılmaktadır. Oranın düşük olması halinde ise, finansal derinleşme zayıf olacağından reel sektördeki kaynak yetersizliği nedeniyle, ekonomik büyüme istenilen düzeyde olmayabilecektir. Bunların yanında, ekonomik büyümenin sağlanması için ülkedeki ekonomik istikrar da önemli bir diğer etken olarak görülmektedir. Ekonomik istikrarın bulunmadığı ekonomilerde, yatırımcılar uzun dönemde elde edecekleri kazanç miktarlarını göremediklerinden, finans sektöründeki fonlar, reel sektöre aktarılmamakta ve üretime dönüştürülemeyebilmektedir. Bu durum ise, paradan para kazanılmasına yani fonların finans sektöründe kalmasına yol açmaktadır. Para otoritelerinin ve iktidarların kredibilitésinin artması durumunda bu durumun tersine işleyeceği öngörülmektedir.

Finans kesimi bir ülkenin ekonomik refahına katkıda bulunan bir çok fonksiyon göstermekle birlikte bu fonksiyonlardan en önemlisi kredi dağılımının kalitesi olarak gösterilmektedir. Kredi de diğer mal ve hizmetler gibi arz ve talebe sahiptir. İktisat

yazınında ideal bir kredi piyasası, borç alım ve verimlerin rekabetçi bir şekilde yapıldığı ve kredinin fiyatı olan faiz oranı da piyasadaki kredi arz ve talebi tarafından belirlendiği şeklinde tanımlanır. En iyi yatırım imkanlarına sahip bireyler en yüksek oranda faiz oranı vermek istediklerinden dolayı, teorik olarak en iyi yatırım fırsatları seçilmektedir. Fakat bu bir çok alıcı ve satıcının işlem maliyeti (transaction cost) olmaksızın işlem yaptıkları standart tam rekabet modeli, kredi piyasasına model olarak alınmak istediğinde hem teorik hem de pratik anlamda bazı eksiklikler yaşanabilmektedir.

Temelde kredi karşılıklı güvene dayanan ve gelecekte geri ödeme sözünü içeren bir işlem olarak tanımlanmaktadır. Borçlanan kimsenin borcunu ödeyemeyecek yada ödemek istemeyecek olması ihtimali, bu karşılıklı güven ilişkisinin bir borç anlaşması ve bir teminat ile garanti altına alınmasını gerektirmektedir. Anlaşma yaptırımları ve teminatın likidite edilmesi söz konusu işleme karışan bütün birimlerin uyaçakları kuralları koyan ve uygulayan kurumları ve legal bir yaptırım mekanizmasının varlığını gerektirmektedir. Aksi takdirde, işlem maliyetleri belirli bir derecede olacak ve sonuçta işlem verimli olmayacaktır. Sonuç olarak da, kişisel ilişkilerin anlaşma yaptırımlarının yerini alması zorunlu olacaktır (Floro ve Yotopoulos, 1992).

Küçük ve dışa kapalı bir toplumda, uzmanlaşmanın ve işbölümünün bu küçük toplumun kişiselleşmiş değişim ilişkilerine dayanan piyasasının büyüklüğü tarafından sınırlandırılmasından dolayı, işlem maliyetleri düşük olmasına rağmen üretim maliyetleri yüksek olacaktır. Daha büyük ve grift bir ekonomide, karşılıklı ilişkiler daha karmaşıklıştıkça, bu kişisel ilişkilere dayanmayan değişim sistemi suistimal, ahlaki tehlike, üçkağıt gibi her türlü fırsatçı davranışlara imkan tanıyacak ve böylece de işlem maliyetleri yüksek olacaktır. Batı toplumlarında, işlemlerin maliyetlerinin yüksekliğini önleyecek ve ekonominin verimliliğini yükseltecek karmaşık kurumsal yapılar icat edildi: açıkça belirlenmiş ve efektif bir şekilde yaptırıma uğrayan sahiplik hakları, formal anlaşmalar ve garantiler, şirket hiyerarşisi, dikey entegrasyon, sınırlı sorumluluk, iflas yasaları vb... (Bardhan, 1989: 5).

Bunlara ek olarak eksik bilginin (imperfect information) varlığı da, kredi piyasasını ideal bir piyasadan ayıran diğer bir etkidir. Değişken faiz oranlarının kredi talep edenlerin özelliklerine göre belirlendiği kredi piyasalarında iki tür kısıtlamadan bahsedilebilir: Birincisi, dışsal kısıtlamalar: Değişken faiz oranlarının uygulanmasına imkan vermeyen faiz tavanları gibi kanuni ve kurumsal kısıtlamalar. İkincisi, içsel kısıtlamalar: Farklı müşterilerin risk karakteristiklerini ayırt etmekten kaynaklanan özellikle enformasyon (bilgi) maliyeti gibi maliyetlerden kaynaklanan kısıtlamalar. Sonuç olarak faiz oranları tam anlamıyla serbest bırakılsa ve bankalar arasında tam rekabet mevcut olsa dahi, enformasyon maliyetleri kredi ve dolayısıyla sermayenin verimli şekilde dağılımını engelleyecektir (Kumar, 1994).

Bu etkenler ve kısıtlamalarla birlikte fonlarında bazı özellikler taşıması gerekmektedir. Ülkelerin gelişmelerini ve sanayileşmelerini gerçekleştirebilmeleri için ihtiyaç duydukları önemli faktörlerden biri olan yatırımların artırılabilmesi, kullanılabilir fonlarının yeterli düzeyde ve nitelikte olmasına bağlıdır. Ancak finansal piyasalarda yatırımlara aktarılacak bu fonlar oldukça kısıtlıdır. Ayrıca mevcut fonların en düşük maliyet ve en fazla verimlilikle kullanılmasının her zaman mümkün olmaması da önemli bir sorun oluşturmaktadır. Bu nedenle, gelişmiş, derinleşmesini tamamlamış finans piyasalarına ve bu piyasalardaki araç ve kurum çeşitliliğine, büyük ihtiyaç duyulmaktadır. Finans piyasalarının görevini tam yapabilmesi, yani tasarruf ile yaratılan kaynakların verimli alanlara aktarılabilmesi, finansal sistemde derinleşmenin sağlanmasının yanı sıra, serbestleşmeyi ve yeniden yapılanmayı da zorunlu hale getirmektedir. Uluslararası finansal piyasalarda 1980 sonrasında deregülasyon, regülasyon, kambiyo düzenlemelerinde serbestleştirme, teknolojik gelişmeler ve tüm bu gelişmelere paralel olarak da finans piyasalarının bütünleşmesi yani küreselleşmesi gibi yeni olgular ortaya çıkmıştır. Bu sürece sadece gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarının değil, aynı zamanda çok sayıda gelişmekte olan ülkenin finansal piyasalarının katılması da bu yeni olgulara farklı bir boyut kazandırmaktadır. Gelişmiş ülkelerin dış ticaret ve kamu açıklarının, gelişmekte olan ülkelerin ise büyüme ve kalkınmalarının finansmanı için, yurt içi ve yurt dışı tasarruflara giderek daha fazla ihtiyaç duymalarına neden olmaktadır. Daha fazla fon talep edilmesi anlamına gelen bu durum uluslararası sermayenin kendisine yüksek getirili finansal pazarlar araması için itici bir etmen olmuştur.

Yazının asıl ilgi alanı, daha çok 1980 sonrası yaşanan gelişmelerle ilgili olduğundan, 1980 sonrası finansal sistemlerde gözlenen dikkat çekici noktaları aktarmak yerinde olacaktır. Bu tarihten sonra, finansal sistemlerde yatırımların finansmanı için iki farklı modelin bir arada kullanıldığı gözlenmektedir. Bu finansman modellerinin birincisinde, bankacılık sistemi etkin bir rol üstlenirken ikincisinde ise, sermaye piyasaları ön planda bulunmakta ve asli işlevleri üstlenmektedir (Targan, 1996: 10). Gelişmekte olan ülkelerde fonların toplanması ve dağıtılmasında birinci model olan bankacılık sistemi ağırlıklı model, etkin bir rol oynamaktadır. Bu ülkelerde bankacılık sistemi piyasada %90'luk bir paya sahiptir. Ancak, ekonominin gelişme süreci tamamlandıkça bankacılık sistemi yerini, sermaye piyasası kurumlarına bırakmaktadır. Bu nedenle, kalkınmasını sağlamış olan gelişmiş ülkelerde, bankacılık sisteminin sistemdeki payı % 90'lardan % 40'lara kadar düşmektedir (Oksay, 2000).

Yukarıda bahsedilen modellere sahip ülkelerde finansal serbestleşme ve buna bağlı olarak finansal gelişme ve derinleşmenin makroekonomik değişkenler, özellikle büyüme, yatırımlar ve tasarruflar üzerinde yaratacağı olası etkilerin teorik bazda

yoğunlaşan tartışmaları bu etkilerin ampirik olarak irdelenmesini kaçınılmaz olarak gündeme getirmiştir. Teorik açıdan oluşabilecek etkiler konusunda ortak bir kaniya varılamamış olması, tartışmaların yoğunluğu ve çeşitliliği, ampirik sınamaların gerekliliğini ortaya koymaktadır. Çalışmalarda kullanılan değişkenlerden en basiti reel faiz oranları olurken, finansal araçların borç hanesindeki likitler de finansal gösterge olarak kullanılabilir. Ayrıca çeşitli para çarpanları yada parasal büyüklüklerin finansal aracılığın ölçütü olduğu varsayılan durumlar da gözlemlenmektedir. Bunlara ek olarak, özel sektöre verilen kredilerin toplamı ya da GSYİH içindeki payı gibi değişkenleri de finansal gösterge olarak değerlendiren yaklaşımlar bulunmaktadır. Aynı bağlamda finansal piyasaların çeşitliliğini vurgulayarak, her piyasa için farklı değişkenler kullanma eğilimleri de dikkat çekmektedir (Mihçı, 1999: 97). Bir diğer ayırt edici nokta ise, finansal değişkenlerin etkileri incelenirken hangi makroekonomik değişkenlere bakılacağıdır. Literatürde yaygın olarak kullanılan makroekonomik değişkenler, GSMH'nin büyüme oranı, kişi başına gelirin büyüme oranı, yada kişi başına gelirin veya GSMH'nin seviyesi olabilirken, aynı zamanda yatırımların GSYİH içindeki payı, yatırım seviyesi yada yatırımların verimliliği de olabilmektedir. Benzer şekilde finansal değişkenlerin etkisi araştırıldığında makroekonomik göstergeler olarak tasarruf oranları ya da miktarının tercih edildiği durumlara da rastlanmaktadır.

Buraya kadar olan bölümde ele aldığımız konuya ilişkin temel kavramlar ve literatürdeki çalışmalarda değinilen temel kavramlar verilmeye çalışılmıştır. Konuyla ilgili kavramsal ve teorik ön bilgilerin ardından ilk bölümde finansal büyümenin belirleyicileri ardından finansal sistemin etkileri tespit edilmeye çalışılarak özellikle 1980 sonrası dönemde finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki ortaya konulmaya çalışılacaktır.

2. Finansal Büyümenin Belirleyicileri: Reel Faiz Oranı, Tasarruf, Yatırım ve Büyüme Oranları

Finansal büyümenin belirleyicilerinden biri olan reel faiz oranı belirli malları kapsayan bir sepetin mal birimleri ile ifade edilen faiz oranıdır. Bu nedenle paranın değerindeki değişmelerden bağımsızdır. Tasarruf gelirin tüketime ayrılmayan kısmı olarak tanımlanmasına karşın iktisadi anlamda daha geniş kapsamlıdır. İktisadi anlamda tasarruf, herhangi bir yatırımda kullanma isteğiyle gelirin harcanmayıp elde tutulmasını ifade eder. Yatırım ise belli bir dönem içinde ekonomideki üretim araçları mevcuduna yapılan eklemeler ve bu eklemeleri mümkün kılan harcamalardır. Bununla beraber yatırımların ekonomide gelir ve istihdamı arttırıcı olması gerekir. Belirleyici

olarak ele aldığımız son kavram büyüme oranı, bir ekonomide sayısal olarak ifadesi mümkün olabilen belirli bir büyüklüğün yüzde artışı olarak tanımlanabilir. Bu kısa tanımlamalardan sonra, bu konu ile ilgili yapılmış çalışmalara bakarak belirleyicilerin etkileri daha iyi anlaşılabilir.

Finansal gelişmenin, derinleşmenin ve aracılığın reel faiz oranları ile yakından ilgili olduğu düşüncesinden hareket ederek ampirik çalışmalarda finansal değişken olarak reel faiz oranlarını kullanan çalışmaların literatürde dikkate değer bir paya sahip olduğu gözlemlenmektedir. Reel faiz oranlarının uygun bir finansal değişken olarak seçimi, McKinnon-Shaw hipotezinden kaynaklanan bir olgudur. Hipotezin temelinde reel faiz oranlarındaki artışın finansal tasarrufları, dolayısıyla yatırımların finansmanında kullanılacak fonları ve yatırımları arttıracığı savı olması nedeniyle, ampirik sınamalarda reel faiz oranlarını finansal değişken olarak tercih eden çalışmalara rastlanmaktadır.

Reel faiz oranlarını finansal gösterge olarak alan araştırmaların öncülerinden bazıları ilk aşamada finansal derinleşme ve serbestleşmenin büyüme üzerindeki etkilerini irdelemektedir. Bu tür çalışmaların en basitlerinden birisi bazı gelişmekte olan ülkelerin 1971-80 yılları arasındaki makroekonomik göstergelerini incelemek suretiyle, gerçekleştirmiştir. Bu ülke gruplarının bankalardaki para ve yarı para şeklindeki mevduatlar olarak tanımlanan finansal varlıkları ve GSYİH'nın yıllık büyüme oranları incelenmiş, McKinnon-Shaw hipotezini destekler nitelikte sonuçlar elde edilmiştir. Ülkelerin söz konusu verilerine göre, pozitif reel faizlerin geçerli olduğu gelişmekte olan ülkelerde hem finansal varlıklar hem de GSYİH'nın büyüme oranları diğer ülke grubunun değerlerine göre daha yüksektir. Ayrıca bankalar aracılığıyla borç verilebilecek fonları temsil ettiği varsayılan geniş para tanımını M3'ün GSMH içindeki payı 1955-1985 yılları arasında hem en hızlı büyüyen 5 ülke hem de yarı sanayileşmiş 8 ülke için incelendiğinde, M3'ün GSMH içindeki payının hızlı büyüyen ülke grubu için ortalamasının daha yüksek olduğu görülmektedir (McKinnon, 1991: 13). Bundan dolayı yüksek faiz oranları ile finansal büyüme ve ayrıca finansal büyüme ile GSYİH'nın büyüme oranı arasında pozitif bir korelasyon olduğu sonucuna varılmıştır. Böylece reel faiz oranları ile büyüme arasında dolaylı da olsa pozitif bir ilişkinin bulunduğu hipotezinin güçlendiğinden söz edilebilmektedir (McKinnon, 1991: 15-16).

Reel faiz oranları ile büyüme arasındaki ilişki korelasyon analizinin yanı sıra, regresyon analizleri ile de irdelenebilmektedir. Regresyon analizlerinin en basitlerinden birisi, 7 Asya ülkesinin 1961-72 yılları arasındaki verileri kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Sonuçta, reel mevduat faizleri ile reel büyüme oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur (Fry, 1988: 145). Dünya Bankası da 1965-85 yılları arası ve 34 ülke için yaptığı regresyon analizi sonucunda, kısa dönem mevduat faizleri ile

GSYİH'nın büyüme oranı arasında pozitif bir ilişki gözlemlemiştir (World Bank, 1989: 96).

Reel faiz oranları ile büyüme oranları arasındaki ilişkiyi sınamak için kullanılan bir başka yöntem ise, ülkeleri reel faiz oranlarına göre gruplayarak, pozitif reel faizlerin geçerli olduğu ülkelere "1" düşük düzeyli reel faiz oranlarının geçerli olduğu ülkelere "0" ve faiz oranlarının yüksek düzeyde negatif olduğu ülkelere ise "-1" değerini vererek, GSYİH'nın büyüme oranları ile bu değerler arasında regresyon oluşturmaktır (Lanyi ve Saraçoğlu, 1983). Lanyi ve Saraçoğlu, 1971-1980 yılları için gelişmekte olan 21 ülkenin verilerini kullanırken, Fry aynı dönem için gelişmekte olan 22 ülkenin verilerini kullanmıştır. Her iki çalışmada da GSYİH'nın büyüme oranı ile faiz politikalarını temsil eden kukla değişken arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla her iki çalışma da faiz politikaları ile büyümenin ilişkili olduğu ve pozitif faiz oranlarının büyümeyi olumlu yönde etkilediği sonucu vurgulanmıştır (Fry, 1988: 145).

Roubini ve Sala-i Martin görelili olarak yeni bir çalışma yardımıyla finansal gelişmenin düzeyiyle iktisadi büyüme arasındaki ilişkiye dair ampirik kanıtlar elde etmeyi amaçlamıştır. Gerçekleştirilen çalışma, hem 53 ülkenin verilerinin kullanılması, hem de 1960-1985 yıllarını içeren uzun bir dönemin ele alınması nedeniyle daha önceki çalışmalara göre daha zengin bir çalışmadır. Ayrıca çalışmada büyüme değişkeni olarak kişi başına gelirin düzeyi değil, büyüme oranının alınması nedeniyle daha önceki çalışmalardan farklı olan teorik temellerle desteklenmiştir. Teorik temellerin oluşturulmasına endojen büyüme modelleri kaynaklık etmiştir. Neoklasik büyüme modellerinde yatırım artışları ancak kısa dönemde ve geçici bir süre için büyüme oranlarını etkileyebilirken, endojen büyüme modelleri finansal gelişmeden de kaynaklanabilecek her türlü yatırım artışının uzun dönem büyüme oranını arttırmasına olanak sağlamaktadır. Bu özelliklere ek olarak, sınanan modelde büyümeyi belirleyen değişkenler olarak sadece finansal göstergeler değil, çeşitli kurumsal değişkenler de kullanıldığı için finansal değişkenlerin etkisini daha net ve sağlıklı görebilme olanağı elde edilmektedir. Finansal baskıyı temsil ettiği varsayılan finansal değişken, reel faiz oranları pozitif olduğunda "1", negatif fakat "- 5" den büyük olduğunda "2" ve "-5" den küçük olduğunda "3" değerlerini almaktadır. Finansal baskı değişkeninin kullanıldığı regresyon tahmininde, bu değişken için elde edilen negatif parametre, finansal baskı arttığında ya da reel faiz oranları düştüğünde kişi başına gelirin büyüme oranının düşeceği şeklinde yorumlanmaktadır (Roubini, Sala-i Martin, 1992). Dolayısıyla finansal baskının ancak yüksek seviyeleri, diğer bir deyişle reel faiz oranlarının negatif değerinin büyük olması, iktisadi büyüme üzerinde olumsuz etki yaratabilmektedir (Roubini ve Sala-i Martin, 1992).

Yüksek negatif faiz oranlarının büyümeyi negatif faiz oranlarından daha çok yavaşlatacağı görüşü, Fry'nın son yıllarda gerçekleştirdiği ampirik çalışmaların sonuçlarıyla da desteklenmiştir. Fry, gerçekleştirdiği üç farklı çalışmada, reel faiz oranlarının büyüme oranı üzerinde etkisini incelerken, reel faiz oranlarının karesini açıklayıcı değişken olarak aldığı modellerde, bu değişkenin parametresini negatif bulmuştur. Bu sonuçlara göre yüksek pozitif reel faiz oranlarının düşük negatif faiz oranları gibi ekonomiler için bir patoloji, yani bir hastalık olabileceğine işaret etmektedir. Ayrıca ampirik bulgularının, büyümenin maksimuma ulaşması için reel faiz oranlarının -5 ile 10 arasında değerler alması gerektiğini ortaya koyduğunu özellikle belirtmektedir. Fry'a göre, ekonomilerde yüksek reel faiz oranları, aşırı kamu borçlarının ve iflas durumunda olan borçluların yoğunluğunun sonucudur ve neredeyse tüm ekonomik aktiviteleri kârsız hale getirir (Fry, 1997: 79-88).

Reel faiz oranları ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi sorgulayan çalışmalar literatürde sadece yatay kesit ülke verilerini kullanmakla sınırlı kalmamıştır. Literatürde bu ilişkiyi tekil ülke verilerini kullanarak inceleyen çalışmalara da rastlanmaktadır. Warman ve Thirwall, Meksika'nın 1960-90 yılları arasındaki çeşitli makroekonomik verilerini kullanarak faiz oranları ile büyüme oranı arasındaki ilişkiyi regresyon tahmin yöntemi ile sınamıştır. Regresyon tahmini sonrasında, reel faiz oranlarının parametresi negatif işaretli olmakla beraber istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur (Warman, Thirwall, 1994). Eğer reel faiz oranları ile iktisadi büyüme göstergeleri arasındaki ilişki doğrusal değil ise, doğrusal ilişkileri sımayan en küçük kareler yöntemi kullanarak reel faiz oranı ile büyüme oranı arasındaki ilişkiyi anlamsız bulmaları açıklanabilir bir durumdur. Yatay kesit ülke verilerini kullanarak reel faiz oranları ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi ilk olarak irdeleyen çalışmalar negatif faiz oranlarını büyümeyi sekteye uğratan bir faktör olarak bulmalarına karşın, son yıllarda gerçekleştirilen ve dolayısıyla daha uzun dönemleri kapsayan ve daha zengin veri kümesi kullanan çalışmalar sadece çok düşük negatif faiz oranlarının değil, aynı zamanda çok yüksek pozitif faiz oranlarının da büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratabileceği sonucunu vurgulamaktadır.

İktisat literatüründe reel faiz oranlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri yalnızca iktisadi büyüme göstergelerini temel alarak araştırılmamıştır. Bir grup çalışma da, reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkilerini ampirik olarak incelemeyi hedeflemiştir. Çalışmalar yatırımların etkinliği ve miktarı üzerindeki etkiler kapsamında çeşitlilik göstermektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde yatırım davranışlarını belirlemek üzere gerçekleştirilen kapsamlı bir çalışmada gelişmekte olan 31 ülkenin 1963-87 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Ampirik çalışmadaki yöntem panel veriler için geliştirilen regresyon

analizleri olmuştur. Tahmin edilen regresyon denklemi, reel faiz oranları ile yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin bulunduğunu fakat bu ilişkinin negatif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir (Hague vd.,1990). Özel sektör yatırımlarının reel faiz oranlarına duyarlılığını araştıran kapsamlı bir diğer çalışmada gelişmekte olan 23 ülkenin 1975-87 yılları arasındaki verileriyle panel veri yöntemini kullanarak regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Bağımlı değişkenin özel sektör yatırımlarının GSYİH içindeki payı olduğu modelde, açıklayıcı değişken olan reel mevduat faizlerinin parametresi istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretli bulunmuştur. Daha açık bir ifade ile sadece veriler incelendiğinde reel faiz oranları ile yatırımlar arasında pozitif bir ilişki varmış gibi görünmesi ya da negatif faiz oranlarının yatırımları olumsuz etkilediği gibi izlenimler edinilmesine karşın, regresyon analizleri sonrasında reel faiz oranları ile yatırımlar arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuç, pozitif reel faiz oranları ile yatırımlar arasında güçlü negatif bir ilişki olduğunu akla getirmektedir.

Yukarıdaki araştırmada regresyon ile gözlem sonuçları arasındaki çelişkiye benzer durum, Fry'ın reel faiz oranlarının karesini bağımlı değişken olarak kullandığı yatırım fonksiyonunun tahmini yardımıyla açıklanabilecek argümanların oluşmasını sağlamıştır. Fry, tahmin ettiği yatırım fonksiyonunda reel faiz oranlarının karesinin parametresini negatif bulmuştur. Bu parametreyi hem çok düşük negatif faiz oranlarının, hem de çok yüksek pozitif faiz oranlarının yatırımları negatif yönde etkilediği şeklinde yorumlamaktadır. Yatırımlar ile yüksek pozitif reel faiz oranları arasındaki negatif ilişki, reel faizlerin yüksek olması koşulunda borçlanmaların yatırım için değil iflasın eşiğindeki firmaların varlıklarını sürdürmek için kullanılması ve verimli yatırım taleplerinin sistem dışı kalması olasılığına dayandırılmaktadır (Fry, 1996).

Literatürde reel faiz oranları ile yatırımlar arasındaki ilişkinin doğrudan değil, dolaylı yollardan sınanması yönteminin de tercih edildiği durumlara rastlamak mümkündür. Söz konusu yöntemlerden birisi, ilk adımda reel faiz oranları ile yurt içi krediler arasındaki ilişkiyi incelemek ve daha sonraki adımda da yurtiçi krediler ile yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyerek, dolaylı bir şekilde reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisini irdelemektir.

Bu konuyla ilgili çalışmalarda, ilk aşamada gerek yurtiçi kredilerin gerekse özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin reel faiz oranlarıyla pozitif ilişkili olduğunu geliştirmekte olan 12 Asya ülkesinin 1961-1977 yılları arasındaki verilerini kullanarak, en küçük kareler yöntemi ile gerçekleştirilen regresyon tahmininden elde edildiğini ifade edilmektedir. İkinci aşamada yurtiçi kredilerin yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen ampirik çalışmaları gündeme getirmiştir. Gelişmekte olan 61 ülkenin 1961-75 yılları arasındaki verileriyle yapılan regresyon çalışmasında, yurtiçi kredileri ile yatı-

rımların pozitif ilişkili olduğu sonucu elde edilirken, aynı zamanda 14 Asya ülkesinin 1962-83 yılları arasındaki verilerini kullanarak yapılan regresyon tahmininden, özel sektöre verilen kredilerin de yatırımları olumlu yönde etkilediği sonucu çıkarılmıştır. Böylece, reel faiz oranlarının artışının dolaylı yoldan yatırımlar üzerinde olumlu etkiler yaratacağının ampirik olarak doğrulandığı savunulmaktadır (Fry, 1988: 145). Fakat bu sonuçlara karşın, yurtiçi özel kredilerle birlikte dünya faiz oranlarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinde, faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisi negatif olarak bulunmuştur.

Finansal koşulların yatırımlar üzerindeki etkisini McKinnon-Shaw hipotezi bağlamında ampirik olarak incelemek için kullanılan bir başka yol, para talebi ile yatırımlar ve tasarruflar arasında McKinnon-Shaw'un önerdiği gibi pozitif bir ilişkinin varlığının sorgulanmasıdır. Yapılan ampirik çalışmaların bir çoğunda para talebi ile yatırımlar ve tasarruflar arasında istatistik olarak anlamlı pozitif bir ilişki bulunamamıştır. İlişkinin pozitif bulunabildiği koşullar, çok düşük milli gelire sahip dolaşısıyla firma dışı finansmanın hemen hemen hiç olası olmadığı ekonomilerdir.

McKinnon-Shaw hipotezi temelli ampirik çalışmalardan gerek reel faiz oranları ile yatırımlar arasında doğru orantılı bir ilişki bulunduğu, gerekse para talebinin yatırım ve tasarruflarla pozitif ilişkili olduğu yönünde desteklediği sonucuna ulaşmak güç olmaktadır. Reel faiz oranları artışının yurtiçi kredileri arttırdığı ve yurtiçi kredilerdeki artışın da yatırımları arttırdığı sonucuna ulaşılmasına karşın, reel faiz oranları ile yatırımlar arasında kuvvetli pozitif bir ilişkinin bulunamaması, reel faiz oranlarındaki bir artışın yatırımlar üzerinde yalnızca kredileri arttırmak yolu ile etki yaratmadığını başka etkilerinde söz konusu olabileceğini akla getirmektedir. Örneğin, bu etkilerden birisi reel faiz oranlarının yüksekliğinin iktisat politikalarına güvensizliğin oluşmasını sağlaması iktisadi sistemi kırılğan hale getirmesi etkisidir (Calvo ve Coricelli, 1992).

Reel faiz oranları ile yatırımlar arasında, doğrusal ilişki bulunduğu varsayılarak regresyon analizleri yardımı ile irdelendiği çalışmaların bir kısmında anlamsız bulunması, diğer bir kısmında ise ilişkinin yönü hakkında kesin yargı edinilememesi, reel faiz oranları ile yatırımlar arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varolabileceğini gündeme getirmektedir. Ampirik çalışmalar sonucunda gündeme gelen bu tür bir ilişki, teorik çalışmalardaki reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki pozitif ve negatif yönlü etkileri konusundaki görüş ayrılıklarını uzlaştırıcı bir özelliği de içinde barındırmaktadır. Reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisi miktar dışında, etkinlik bağlamında da olabileceği için literatürde reel faiz oranlarının gerçekleşen yatırımların verimliliğini ne yönde ve nasıl etkilediği sorularına da ampirik olarak cevap aranmaya çalışılmaktadır.

Reel faiz oranları ile yatırımların verimliliği arasındaki ilişkiyi irdeleyen öncü çalışmalardan birinde, gelişmekte olan 34 ülkenin 1965-85 yılları arasındaki verilerini kullanarak gerçekleştirilen regresyon analizi sonucunda bağımlı değişkenin hasıla-sermaye (Q/K) oranında artış olduğu koşulda reel faiz oranları parametresinin pozitif işaretli ve istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Dolayısıyla reel faiz oranlarındaki bir artışın verimliliği arttıracığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca reel faiz oranlarının büyüme üzerindeki etkisinin yatırımların miktarını etkilemekten çok verimliliğini arttırmak yoluyla olduğunu da ampirik olarak göstermiştir (Gelb, 1989).

Reel faiz oranlarının hasıla-sermaye oranındaki değişiklikler üzerindeki etkisini inceleyen diğer bir çalışmayı Odedokun gerçekleştirmiştir. Çalışmada kullanılan veriler gelişmekte olan 81 ülkenin 1962-81 yılları arasındaki çeşitli iktisadi göstergeleridir. Çalışmadan elde edilen sonuç reel faiz oranlarının hasıla-sermaye oranındaki değişikliklere etkisinin ne yönde olacağı kesin değildir. Regresyon denkleminde enflasyon oranı, reel faiz oranının yanı sıra verimliliği açıklayan değişkenlerden birisi olarak dahil edildiğinde reel faiz oranlarının parametresi istatistiki olarak anlamlı ve negatif bulunmaktadır. Buna karşın enflasyon oranı denkleme dahil edilmediğinde, reel faiz oranlarının parametresi pozitif ve istatistiki olarak anlamlı olmaktadır. (Odedokun, 1996). Dolayısıyla verimlilik ile reel faiz oranları arasında pozitif bir ilişkinin varolma olasılığının güçlülüğünü vurgulamaya çalışmaktadır. Literatürdeki ampirik çalışmalar reel faiz oranının yatırımların miktarı üzerindeki etkisinin yönü hakkında kesin bir kanı elde edilmesini sağlayacak güçlü bulgular ortaya koymamakla birlikte, reel faiz oranının yatırımların verimliliği ile pozitif ilişkili olma olasılığının oldukça yüksek olduğuna işaret etmektedir.

Literatürde reel faiz oranlarının iktisadi büyüme ve yatırımlar üzerindeki etkilerinin ampirik olarak irdeleme uğraşlarının yanısıra aynı bağlamda reel faiz oranının özellikle yurtiçi tasarrufları ne yönde etkilediği de inceleme konusu olmuştur. Yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçların çeşitliliğine karşın önemli bir çoğunluğunda, reel faiz oranlarının milli tasarruf oranları ile pozitif ilişkili olduğu bulunmuştur. Buna karşın reel faiz oranlarının milli tasarruf oranı üzerinde beklendiği kadar güçlü ve büyük bir etkisi bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmaların yanı sıra, yüksek reel faiz oranlarının riski ve belirsizliği arttırarak milli tasarrufları olumsuz etkileyebileceği görüşünü sınamak için reel faiz oranlarının karesini milli tasarruf tahmin denkleminde açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Tahmin sonrasında ulaşılan sonuç bu değişkenin parametresinin istatistiki olarak anlamlı ve negatif olduğudur. Bu sonuçtan yola çıkılarak yüksek pozitif reel faiz oranlarının, düşük negatif reel faiz oranları gibi tasarrufları, büyümeyi ve yatırımları olumsuz şekilde etkileyebileceği düşüncesi gündeme getirilmiştir (Fry, 1995: 63-65). Reel faiz oranları

nın tasarruflar üzerindeki etkisini sorgulayan ampirik çalışmalardan güçlü ve güvenilir sonuçlar elde edilemediği görülmektedir. Çalışmalar sonucunda varılan genel kanı reel faiz oranlarının tasarrufları etkilemek amacıyla kullanılacak uygun politika araçları olmadığıdır. Ayrıca tartışma konusu olan bir başka düşünce reel faiz oranlarının “0” dan uzaklaştıkça tasarruflar üzerinde olumsuz etkiler yaratacağıdır.

Reel faiz oranları ile makroekonomik göstergeler ve özellikle büyüme, tasarruflar ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi ampirik olarak irdeleyen çalışmalardan elde edilen sonuçların çeşitliliği, bir yandan verileri kullanılan ülke gruplarının ve dönemlerin farklılıklarına bağlanabilirken, bir yandan da çalışmalarda modellerin tanımlanmasıyla oluşan farklılıklara diğer bir deyişle modellerde reel faiz oranlarının yanı sıra kullanılan diğer açıklayıcı değişkenlerin varlığına ve çeşitliliğine bağlanabilir. Kullanılan ülke gruplarına ve dönemlere göre elde edilen sonuçların değişmesi, söz konusu dönem ve bölgedeki iktisadi şartların, faiz politikalarının büyüme, tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisini farklılaştırabileceği yönündeki iddiaları güçlendirmektedir. Ayrıca modellerde reel faiz oranlarının yanı sıra büyüme, tasarruflar ve yatırımların belirleyicisi olarak kullanılan diğer açıklayıcı değişkenlerin varlığının reel faiz oranlarının etkisi bağlamında farklı sonuçlar elde edilmesine neden olması, söz konusu makroekonomik değişkenlerin reel faiz oranları dışında başka değişkenler tarafından da belirlenebileceğinin göz ardı edilmemesinin gerektiğini vurgulamaktadır.

Literatürde, reel faiz oranları ile büyüme, tasarruflar ve yatırımlar arasındaki ilişki çerçevesinde farklı sonuçlar elde edilmesi diğer bir deyişle kesin yargılar edinilememesine neden olarak geliştirilebilecek bir başka düşünce, finansal değişken olarak seçilen reel faiz oranlarının finansal sistemi temsil etmekte yetersiz olduğudur. Dolayısıyla finansal sistemin gelişkinliğini ve derinliğini temsil etmesi amacıyla seçilen reel faiz oranları ile büyüme tasarruflar ve yatırımlar arasındaki ilişki hakkında kesin yargılar edinilememesi olasıdır. Literatürde bu soruna çözüm olarak, finansal sistemin gelişkinliğinin göstergesi olarak, reel faiz oranlarının yanı sıra, finansal sistemin sağladığı hizmetleri temsil eden diğer değişkenlerin de kullanılması önerilmektedir.

3. Finansal Belirleyicilerin İktisadi Büyüme Üzerindeki Etkileri

Finansal belirleyicilerin büyüme üzerindeki etkilerini ele alınırken özellikle endojen (içsel) büyüme modelleri göz önünde bulundurulacaktır. Modellerle ilgili açıklamalara geçmeden önce modellerde kullanılan finansal belirleyicileri ve diğer değişkenleri tanımlamak gereklidir. Araştırmalarda kullanılan değişkenlerin kısaca tanımlamaları yapıldıktan sonra yapılmış çalışmalara ve bu çalışmaların sonuçlarına değinilecektir.

King ve Levine'in geliştirdiği finansal göstergelerden birisi, finansal aracılık sektörünün genel genişliğini gösteren DEPTH değişkenidir. DEPTH, bankacılık sistemindeki tüm borçların (liability), daha açık bir ifadeyle bankacılık sistemi dışındaki tüm nakitlerin, bankacılık sistemindeki ve bankacılık sistemi dışındaki araçlardaki tüm mevduatların toplamının GSYİH'ya bölümüyle elde edilmektedir. İkinci gösterge ise, bankaların finansal sistemdeki ağırlığını gösteren BANK değişkenidir. BANK, bankacılık sisteminin elinde tuttuğu yurtiçi varlıkların, bu varlıklarla Merkez Bankası'nın elinde bulunan yurtiçi varlıkların toplamına bölümü ile elde edilmektedir. Üçüncü gösterge, PRIVATE, özel girişimcilere verilen kredilerin, merkezi ve yerel yönetimlere verilen kredilerle kamu ve özel girişimcilere verilen kredilerin toplamına bölümü ile elde edilmektedir. Son gösterge, PRIV/Y ise özel sektöre verilen kredilerin toplamının GSYİH'ya bölünmesi ile elde edilmektedir (King ve Levine, 1993). Bu finansal göstergelerin etkisini görmek üzere 4 büyüme göstergesi seçmişlerdir. Bu göstergeler, GYP, kişi başına GSYİH'nın büyüme oranı, GK, kişi başına reel sermaye stokunun büyüme oranı, INV, yatırımların GSYİH'ya oranı ve PROD, verimlilik artışı olarak tanımlanmıştır (Levine, 1997). Finansal değişkenlerin, verimliliğin göstergesi olarak kabul edilen hasıla sermaye oranındaki değişiklikleri (ICOR) nasıl etkilediğini panel veri analizi yaparak incelemeyi hedefleyen çalışmada kullanılan finansal değişkenler, M1/GSYİH, M2/GSYİH yada (M1-M2)/GSYİH olarak tanımlanmıştır. Finansal göstergeleri finansal değişken olarak almanın yararına inanılan bir başka çalışmada, parasal büyüklüklerin (M1, M2 ve M3) finansal gelişmenin göstergesi olarak uygun olmadığı vurgulanırken, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranının çalışmaları için en anlamlı değişken olduğu belirtilmektedir. Bu değişken CREDIT olarak adlandırılmıştır. Literatürde menkul kıymetler piyasalarının gelişkinliğini temsil eden göstergeleri aşağıdaki gibi açıklayabiliriz. İlk gösterge sermaye piyasasının genişliğini ölçmek üzere geliştirilen "piyasa değeri oranı" (market capitalization ratio) piyasadaki hisselerin değerlerinin toplamının GSYİH'ya bölünmesiyle elde edilmektedir. Piyasanın genişliğini ölçmek amacıyla oluşturulan diğer bir gösterge, piyasadaki şirketlerin sayısıdır. Sermaye piyasasının en önemli işlevlerinden birinin likidite riskini azaltmak olması nedeniyle, piyasanın gelişmişlik ölçütü olarak, likidite göstergeleri kullanılmaktadır. Bu göstergelerden birincisi işlem hacminin GSYİH'ya bölümü ile bulunurken, ikincisi işlem hacminin piyasa değerine bölümü ile hesaplanmaktadır. Piyasanın gelişmişliği ile ters yönde ilişkili olduğu varsayılan iki gösterge ise, "yoğunlaşma" ve "dalgalılık" (volatility) tır. Yoğunlaşma, 10 büyük hissenin piyasa değeri içindeki payıyla ölçülürken, dalgalılık, hisse senetlerinin getirilerinin yıl içindeki standart hatalarının hesaplanmasıyla ölçülmektedir. Ayrıca bütün bu göstergelerin ortalaması alınarak her ülke için genel

bir sermaye piyasası gelişmişlik indeksi oluşturulmaktadır (Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996). Çalışmalarda, bankaların yanı sıra bono ve hisse senedi piyasalarının büyümeyi etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Finansal derinleşmenin ve serbestleşmenin özellikle yatırımlar ve büyüme üzerindeki makroekonomik etkileri incelemek amacıyla kullanılan başka bir yöntem, firmaların finansal serbestleşme ve gelişme öncesinde kredi tayinlaması problemleri ile karşı karşıya olduklarını varsayarak, finansal derinleşmenin kredi bulma problemlerini ortadan kaldırarak yatırımlar üzerinde ne gibi etkiler yarattığını araştırmaktır. Literatürde kredi sınırlamalarının yatırım kararlarında etkili rol oynayan bir değişken olduğunu göstermek amacıyla geliştirilen en yaygın yöntem kredi sınırlamalarının içerildiği ve içerilmediği firmaların karlarını dinamik olarak en çoklaştıran yatırım fonksiyonlarını temsil eden Euler eşitliklerinin tahminidir (Whited, 1992). Literatürde kredi sınırlamalarının firmaların yatırım kararlarında etkili olduğunu göstermek için tercih edilen tek yol Euler eşitliklerini kullanmak değildir. Bu bağlamda firma içi finansmanın yatırımların finansmanındaki görece öneminin yada ağırlığının, kredi sınırlamalarının bir göstergesi olabileceği tartışılmaktadır.

Buraya kadar anlatılan etkiler formal bir finansal sistemin etkileridir. Ancak burada şunu da belirtmek gerekir ki bir ekonomide formal yapılanmalar yanında formal olmayan yapılanmalarda vardır. Formal yapılanmaların etkisi olmamakla birlikte formal olmayan yapılarında ekonomi üzerinde bazı etkileri vardır. Ülkeler çeşitli nedenlerden dolayı bu formal olmayan yapıların oluşmasına izin vermişlerdir. Ya da ekonomilerde görülen ani değişimler bu yapıların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Finansal sistem tarafından kredi seleksiyonuna uğrayan birimler bu kredi ihtiyaçlarını nereden karşılarlar? Şeklinde bir soru bu yapılanmaların her ekonomide olduğunu göstermektedir.

Formal olmayan finans sektörü (tefeciler, yardımlaşma kurumları, akrabalar vs.), formal finans sektörünün (bankalar, özel finans kurumları vs.) özelliklerinden ve haklarında ki bilgi toplama maliyetinden dolayı kredi vermek istemedikleri kimselelere son borç verme noktası olarak hizmet etmektedir. Formal finans sektörünün elindeki fonları tahsis ederken şehirli kesimi az gelişmiş kesime, büyük işlemleri küçük işlemlere, ve tarımsal olmayan kredileri tarımsal kredilere tercih etme gibi üçlü bir önyargı içinde bulunduğu gözlenir (Yılmaz, 2001).

Tanımlanmış olduğumuz değişkenler ve literatürde rastlanan görüşler çerçevesinde finansal sistemin etkilerini; yatırım artışı etkileri ve verimlilik artışı etkileri olarak ikiye ayırabiliriz. Burada tekrar belirtmeliyiz ki finansla sistemin büyüme üzerindeki etkileri ele alınırken özellikle endojen (içsel) büyüme modelleri göz önünde bulundurulmaktadır.

Finansal aracılığın iktisadi büyümenin koşulları ve yatırımlar üzerinde yaratacağı etkileri endojen büyüme modeli çerçevesinde inceleyen öncü çalışmaların ilkinde çakışan kuşaklar modeli kullanılarak yapılan bir genel denge çözümlemesinde, rekabetçi araçların ve özellikle bankaların kaynak dağılımını etkileyerek büyüme oranını nasıl değiştirebilecekleri gösterilmiştir. Aynı bağlamda, etkin bir finansal aracılığın büyümeyi hızlandırabilmesi için gerekli koşulların belirlenmesi, çalışmalarının temel amaçlarından birini oluşturmaktadır (Bencivenga ve Bruce, 1991). Bu modellerde temel önerme, finansal araçların likidite kolaylığı sağlayarak yada likidite riskini azaltarak, tasarrufların yatırıma dönüşen kısmını arttıracak ve endojen büyüme yapısı altında uzun dönem büyüme oranı üzerinde olumlu etkiler yaratacağıdır. Modellerde finansal araçlar riskten kaçınan iktisadi birimlerin tasarruflarının üretken olmayan likit varlıklar olarak elde tutulmasını önleyerek ve yatırıma dönüşmüş tasarrufların üretken hale gelmeden likite dönüşmesini engelleyerek, fiziksel sermaye malı üretimini arttırmaktadır.

Yukarıdaki tanımlamalar çerçevesinde yapılan analizlerden, King ve Levine'nin yaptığı çalışmalarda gerek korelasyon gerekse regresyon analizlerinin sonucunda 4 finansal gösterge (DEPTH, BANK, PRIVATE, PRIV/Y) ile 4 büyüme değişkeni (GYP, GK, INV, PROD) arasında yüksek düzeylerde ilişki olduğu gösterilmiştir. Sonuçlar derinlemesine incelendiğinde PRIVATE ve PRIV/Y'nin en fazla yatırımlar üzerinde etkili olduğu görülürken, DEPTH değişkeninin yani genel olarak finansal gelişmenin hem yatırımlar hem de verimlilik üzerinde görece olarak daha fazla etkiye sahip olduğu görülmektedir. Kredilerin doğrudan yatırım amacıyla kullanıldığı düşünülürse bu sonuçlar beklenen sonuçlardır (Levine, 1997).

Finansal değişkenlerin, özellikle yatırımların verimlilik artışları üzerindeki etkisini incelemeyi amaç edinmiş bir ampirik çalışmada; elde edilen temel sonuç, bu değişkenlerin nominal değerlerinin gerek bugünkü değerleri gerek bir dönem gecikmeli değerleri gerekse büyüme oranları verimliliği negatif yönde etkilerken, değişkenlerin reel değerlerinin hem birinci dereceden farkları hem de bugünkü ve bir dönem gecikmeli hallerinin verimliliği pozitif yönde etkilediğidir (Odedokun, 1996).

CREDIT değişkenin, 100 ülkenin 1960-85 yılları arasındaki verileri kullanılarak yapılan regresyon tahmininde kişi başına gelirin büyüme oranı ile pozitif ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmadan elde edilen bir diğer önemli sonuç, CREDIT'in yatırımların miktarından çok verimliliği üzerinde etkili olduğudur. Ampirik çalışmanın dikkati çeken diğer bir sonucu ise CREDIT'in kişi başına gelirin üzerinde özellikle gelişmekte olan ülkelerde, 1960-70 yılları arasında etkili olduğudur. CREDIT'in daha çok bankacılık sisteminin gelişmişliğinin göstergesi olması nedeniyle etkisinin yoğunluğunun bankacılık sektörünün finansal sistemde payının

büyük olduğu dönemlerde ve ülkelerde görülmesi açıklanabilir bir olgudur. Benzer şekilde, regresyon tahminleri sonucunda CREDIT'in kişi başına gelirin büyüme oranı üzerinde, örneklerin sanayileşmiş ülkeler ve 1970 sonrası olarak alındığında önemli bir etkiye sahip görünmemesi söz konusu dönem ve ülkelerde finansal sistemin bankacılık sektörü dışında başka alanlarda da, örneğin menkul kıymetler piyasası temelinde de gelişmişlik gösterebileceği gerçeğine dayandırılabilir (Gregori ve Guidotti, 1995).

İsveç'in 1834-1991 yılları arasındaki verileri kullanılarak, finansal gelişme ile büyüme arasındaki uzun dönemli ilişkinin sorgulandığı çalışmada da benzer bulgular elde edilmiştir. Çalışmada, oldukça uzun bir dönem alınması nedeniyle tercih edilen sayısal yöntem, uzun dönemli ilişkileri belirleyen ve yeni bir teknik olan eşbütünsellik (cointegration) analizi olmuştur. Çalışmada, eşbütünsellik analizi hem bütün örnekleri, hem de 1890 öncesi, 1890-1939 savaş öncesi ve 1939 savaş sonrası dönemler için ayrı ayrı gerçekleştirilmiştir. Eşbütünsellik analizlerinden elde edilen en önemli sonuçlardan biri, her dönem için büyüme ile finans arasındaki ilişkinin pozitif olduğudur. Ancak savaş sonrası dönemi kapsayan analizde ilişki istatistiki olarak anlamsız bulunurken, savaş öncesi dönem ilişkinin en güçlü olduğu dönem olarak bulunmuştur. Elde edilen söz konusu sonuç, ekonomik gelişmenin erken dönemlerinde finansal gelişmenin büyümeyle daha fazla etkilediği şeklinde yorumlanmıştır. Çalışmadan elde edilen bir diğer önemli sonuç, bütün örnekler söz konusu olduğunda yatırımlarla finans değişkeni arasında birebir bir ilişki olduğudur (Hanson ve Jonung, 1997: 2-17).

Finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkilerine değindiğimiz bu bölümde finansal sistem içinde yer alan menkul kıymetler piyasasına da değinmek faydalı olacaktır. Menkul kıymet piyasalarının gelişmesiyle birlikte bu piyasaların ekonomideki etkileri de artmıştır. Bu piyasalar bireyler için tasarrufların değerlendirildiği yer olarak, şirketler içinse yatırımlarının finansmanı için kaynak sağlanan bir yer durumdadır. Bu bağlamda yapılan bir çalışmada 1976-1993 yılları arasında 41 ülkenin verileri kullanılarak hisse senedi piyasalarının gelişmişliği ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki ampirik olarak sınanmıştır. Ulaşılan genel sonuç, büyümeyle etkileyen diğer faktörlerin etkisi çıkarıldıktan sonra, menkul kıymetler piyasasının gelişmişliği ile büyüme arasında, istatistiki olarak anlamlı pozitif bir ilişkinin bulunduğudır. Çalışmadan elde edilen diğer önemli bir sonuç ise, menkul kıymetler piyasasının gelişmişlik indeksinin açıklayıcı değişken olarak kullanılmadığı tahmin denkleminde, özellikle bankacılığın sağladığı finansal aracılığın göstergesinin büyüme üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkisi varken, menkul kıymetler piyasasının gelişmişlik indeksi denkleme dahil edildiğinde bu gösterge istatistiksel o-

larak anlamsız bir değişkene dönüşmektedir. Çalışmada ulaşılan sonuçlar menkul kıymetler piyasasının gelişimi ile iktisadi büyüme arasında anlamlı pozitif bir ilişki bulunduğu şeklinde değerlendirilmektedir (Levine ve Zervos: 1996).

Bono ve hisse senedi piyasalarının büyümeyi etkileyip etkilemediği ve etkiliyorsa ne yönde etkilediği de ampirik olarak incelenmiştir. Yapılan çalışmada, finansal piyasaların etkisi özellikle Güney Doğu Asya ülkelerinin 1970-92 yılları arasındaki verileriyle irdelenmiştir. Bankaların mevduat faizlerine ek olarak bono ve hisse senedi piyasalarındaki reel getirileri finansal değişken olarak kullanılmıştır. Bu değişkenlerin kişi başına reel gelirin büyüme oranı üzerindeki etkilerinin tek tek ülkeler için sınırdışı regresyon tahminleri sonucunda mevduat faizlerinin etkisi bir çok ülkede olumsuz bulunurken bazılarında ise istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. Benzer şekilde bono piyasaları içinde aynı sonuç bulunmuştur. Çalışmada, katsayıların işareti bağlamında beklenen sonuçlar yalnızca hisse senetlerinin reel getirisinde bulunmuştur. Hisse senetlerinin reel getirisinin etkisi hemen hemen her ülke için gerçekleştirilen, kişi başına reel gelirin bağımlı değişken olduğu tahmin denklemlerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif işaretli bulunmuştur (Murinde, 1996). Bu sonuçlar Güney Doğu Asya ülkelerinde büyümeyi destekleyen finansal piyasanın hisse senedi piyasaları olduğu sonucunu ortaya koymaktadır.

Finansal derinleşmenin kredi bulma problemlerini ortadan kaldırarak yatırımlar üzerinde ne gibi etkiler yarattığını araştıran çalışmalarda ilk aşamada, kredi tayinlamalarının ya da sınırlamalarının firmaların yatırım kararlarında, etkili olduğu gösterilmeye çalışılmaktadır. İkinci aşamada ise, finansal serbestleşme sonucunda oluşan finansal gelişmeyle kredi tayinlamalarının dolayısıyla, yatırım kararlarında ve yatırım fonksiyonlarında kredi sınırlamalarının etkisinin azalıp azalmadığını sınırlamaktır. Kredi sınırlamalarının içerildiği Euler eşitliklerinin tahmin performanslarının görece olarak daha iyi olma koşulu kredi sınırlamalarının yatırım kararlarında etkili olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Kredi sınırlamalarının yatırım kararları üzerindeki önemi konusundaki iddiaları sınamak için yapılan bir çalışmada kredi sınırlamalarının ve bunun göstergesi varsayılan borçlanma miktarıyla doğru orantılı olan borçlanma maliyetlerinin kısıt olarak kullanıldığı Euler eşitliklerinin tahmininin verileri en güçlü ve yeterli açıklayan yöntem olduğunu göstermiştir (Jaramillo vd., 1996). Bu çalışma yardımıyla ulaşılan finansal serbestleşmenin kredi tayinlamaları çerçevesindeki etkileri anlamındaki sonuç, finansal serbestleşmenin her tür firma için kredi sınırlamalarını azaltmadığı ve kredi olanaklarını zenginleştirmediğidir. Ulaşılan sonuç küçük firmaların finansal serbestleşme sonrası firma dışı finansman olanaklarında değişiklik olmasına rağmen hala kredi sınırlamaları ve artan borç maliyetleri ile karşı karşıya bulunmakta olduklarıdır (Jaramillo vd., 1996).

Yukarıda sözü edilen hipotezlerin yardımıyla, Şili'deki firmaların 1982-92 yılları arasındaki verilerini kullanarak finansal serbestleşmenin yatırım kararları üzerindeki etkisini ampirik olarak incelenmiştir. Şili'deki firmaların 1982-92 yılları arasındaki verileri kullanılarak gerçekleştirilen yatırım fonksiyonu tahminlerinden, firma içi kaynakların göstergesi varsayılan, karlardan vergi ve amortisman çıkartılarak elde edilen nakit akımının, özellikle genç ve küçük firmaların bir sonraki yıl gerçekleştirdikleri yatırım miktarı üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finansal serbestleşme Şili'de kredi sınırlamalarını ortadan kaldırıp, finansman kolaylığı yaratıp yaratmadığı sorusuna cevap aramak üzere ise, finansal serbestleşme sonrası dönemin verileri kullanılarak gerek büyük ölçekli gerekse küçük ölçekli ve genç firmaların yatırım fonksiyonlarında firma içi nakit akımı değişkeninin parametresindeki değişimler gözlemlenmiştir. Elde edilen sonuç özellikle küçük firmalar için bulunan parametrelerin küçüldüğüdür. Dolayısıyla finansal serbestleşmenin Şili'de firma dışı finansman zorluklarını ve sınırlamalarını hafiflettiği savunulmaktadır (Hermes, 1996).

Buraya kadar ele aldığımız formal yapının dışında formal olmayan bir finans sektöründe mevcuttur. Formal olmayan sektör lokal enformasyon ve yaptırım mekanizmalarını kullanarak yerel olarak işlem yapmaktadır. Bu gruplar arasında borç talep edenlerin özellikleri iyi bir şekilde bilinmekte ve borç isteyenlerin davranışlarının gözlenmesinin maliyeti göreceli olarak düşük olmaktadır. Formal olmayan sektör işlem için gerekli olan güveni kişisel ilişkileri yoluyla temin eder. Gerekli olan bilgi, varolan karşılıklı ve toplumsal ilişkiler ve bilgi ağı sayesinde karşılanır. Formal olmayan sektörde işler, kredi talep edenlerle olan yüz yüze ilişkiler, borcun kullanım amacıyla, faizinde, teminatında, vadesinde ve yenilenmesinde gösterilen esneklikler yoluyla oldukça kişiselleşmiştir. Kişisel ilişkilerin geliştirilmesi basit bir borç alış-verişinin sağlanmasına ve böylece zaman kaybına yol açan diğer bürokratik yüklerinde ortadan kalkmasına imkan tanır. Dahası, kanun koyucunun kredi üzerinde ki kontrolleri kredinin tüketim amacı gibi belli amaçlarla verilmesini yasaklayabilir ve bu durumda da borç isteyen formal olmayan sektöre yaklaşmaktan başka seçeneği kalmaz (Yılmaz, 2001).

Kendilerine özel karşılaştırmalı avantajlara sahip alanlarda bu iki sektör birbirlerinin tamamlayıcısıdır. 1960 ve 70'lerde Güney Kore'de büyük ölçekli işletmelerin sabit yatırımlarını formal sektörden karşılarken, işletme sermayesi yatırımlarını da formal olmayan sektörden karşıladıkları görülür. Aynı eğilim Tayvan'da da gözlenir: formal olmayan market 1964'de fonlarının yüzde 48'ini özel sektör işletmelerine kullandırıyordu. Bu oran 1973'de yüzde 27 düşmesine rağmen, 1986'da yeniden yüzde 48 seviyesine gelmiştir (Fry, 1988: 372). Böylece, formal kredi arzı bir sebepten artarken, formal olmayan kredi talebinin de tamamlayıcı bir sebeple arttığı görü-

lür. Bazen de formal olmayan sektör, formal sektörü aynı sebepli borçlanmayı finanse etmek anlamında tamamlar. Bazen sektörde yeterli miktarda formal sektör tarafından sağlanan kredi yoktur ve kredi talep edenler bu sebeple formal olmayan sektöre başvurmak zorundadırlar. Yeterli formal kredi arzının olmamasının sebebi kredi sınırlandırmalarının olması ya da yukarıda bahsettiğimiz gibi tersine seçim (adverse selection) riskini azaltma isteği gibi sebepler olabilir. Bankalar kredi müşterilerinin belli bir miktarda parayı hesaplarında buldurmalarını isteyebilir. Bu durum da, kredi talep edenler bu gerekliliği formal olmayan sektörden karşılarken bu tür borçlanmaları özsermaye gibi gizleyebilir (Ghate, 1992).

Hükümetler az gelişmiş bölgeleri güçlendirmek amacıyla çeşitli önlemler almışlardır. Mesela, hükümetler, az gelişmiş bölgeleri desteklemek ve informal sektörden kurtarmak amacıyla, kârlılık amacı dışında, banka şubeleri açmışlar ve ucuz tarım ve işletme kredileri vermişlerdir (Türkiye’de Ziraat ve Halk bankası örneğinde olduğu gibi) ve bu da formal olmayan sektörün kredi miktarında bir azalmaya yol açmıştır. Fakat hükümet destekli bu kredi programların da iki temel sorun tespit edilmiştir: Birincisi, geri ödememe oranlarının çok yüksek olması, ikincisi ise bu programlardan faydalananların genellikle zengin çiftçi ve esnaf kesimlerinin olmasıdır.

Sonuç olarak, finansal kurumlar ve iktisadi büyüme arasındaki etkileşimi endojen büyüme modelleri çerçevesinde sorgulayan literatürdeki bu öncü çalışmasından çıkarılan temel önerme, finansal aracılığın oluşmasının ve gelişmesinin, olgunlaşmamış fiziksel sermaye yatırımlarının likidite edilmesini özellikle bankalar yardımı ile engelleyerek iktisadi hayatta sıkça rastlanacak koşullar altında, denge büyüme oranının artmasına neden olabileceğidir. Gerek bankaların gerekse hisse senedi piyasalarının her koşulda sermaye birikimini ve dolayısıyla büyümeyi hızlandırıcı yönde etki yaratacağıdır. Herhangi bir ekonomide finansal aracılığın oluşmaya başlamasıyla uzun dönemde ekonomide verimliliğin artacağı ve büyümenin hızlanacağıdır. Ayrıca modellerde ulaşılan bir diğer dikkate değer sonuç, finansal aracılığın gelişmesinin içsel bir değişkenin zaman içindeki hareketiyle eşanlı olacağını varsayılmasıyla, verimlilik artış sürecinin içsel dinamiklerce beslenebileceğidir. Finansal kurumların gelişmesi, teknolojik yenilik çalışmalarının desteklenmesini sağlayarak verimlilik artışını ve iktisadi büyümenin hızlanmasını beraberinde getirmektedir. Finansal kurumların ve finans piyasalarına müdahalelerin iktisadi büyüme üzerinde oluşturacağı etkileri incelerken, verimliliğin belirlenme aşamasında finans piyasalarının önemini vurgulayarak endojen büyüme modeli kullanmışlardır. Finansal derinliğin mikroekonomik etkinliği arttıracığı ve bu etkinlik artışı verimliliği artırma ve parasal talebi daraltma yolu ile büyümeyi hızlandıracaktır. Finans piyasalarının yatırımların riskinin dağıtılmasını sağlayarak yatırımlarda daha riskli fakat daha verimli

teknolojilerin tercih edilmesini sağladığı ve böylece yatırımların artan verimliliğinden dolayı tasarrufları arttırdığı savunulan temel görüşlerdendir. Ayrıca, finans piyasalarının gelişiminin ekonomilerin iç dinamiklerinden bağımsız olamayacağı düşüncesi her fırsatta dile getirilmektedir.

Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi endojen büyüme modelleri çerçevesinde irdelemeye çalışan modellerden edinilen genel izlenim finans piyasalarının gelişmesinin, gerek risk dağıtma ve bölüştürme hizmetlerini yerine getirerek gerekse etkin bilgi toplama ve değerlendirme görevini üstlenerek hem fiziksel sermaye yatırımlarının miktarını hem de verimliliğini arttırmak suretiyle uzun dönemde iktisadi büyümenin koşullarının iyileşmesi için önemli bir ön şart olduğudur.

İktisat literatüründe büyümenin hızlanması için özellikle iç kaynaklar çerçevesinde finansal gelişmenin mutlaka gerekli olduğunu endojen büyüme teorileri yardımıyla savunan çalışmaların yanı sıra, büyüme bağlamında finansal derinleşmenin her koşulda olumlu etkiler yaratamayacağını yine endojen büyüme teorilerini kullanarak gösteren çalışmalara da rastlamak mümkün olmaktadır.

4. Sonuç

Endojen büyüme teorilerinin özellikleri, gerek finansal aracılığın ve finansal derinleşmenin yatırımlar üzerinde olumlu etki yaratacağını savunan, gerekse finansal gelişmenin verimliliği arttıracığını göstermeyi amaçlayan çalışmaların büyüme bağlamında daha güçlü sonuçlara ulaşmasına neden olmaktadır. Endojen büyüme modelleri finansal derinleşmenin, uzun dönem büyüme oranını belirleyen bazı faktörler arasında sayılması için alt yapı oluşturmaktadırlar. Finans piyasalarının iktisadi büyüme sürecindeki olası etkilerini inceleyebilmek için finans piyasalarının diğer piyasalardan farklı olarak sunduğu hizmetlere değinmek kaçınılmaz olmaktadır.

Finans piyasalarının en ayırıcı özelliklerinden biri, belirsizlik ve dolayısıyla riskin, önemli bir değişken olmasıdır. Bu piyasalarda riskin ve belirsizliğin önemli bir faktör olarak karşımıza çıkması, alışverişlerin geleceğe yönelik yapılmasından, yani alışverişlerde zaman faktörünün etkisinin dolaysız olarak görülmesinden kaynaklanmaktadır. Benzer şekilde, diğer piyasalardaki belirsizlikler de bu piyasalardaki geleceğe yönelik anlaşmalarda etkin olmaktadır. Finansal aracılık bu noktada önem kazanmaktadır. Çünkü finansal aracılık riskin dağıtılması ya da paylaşılması yönünde hizmetler sunmaktadır. Örneğin bankalar likidite riskinin paylaşılması için iyi bir örnek oluştururken, hisse senedi piyasaları yatırım riskinin dağıtılması için etkin bir araç konumundadır. Aynı çerçevede riski ve belirsizliği azaltmanın bir yolu da bilgi edinmektir. Fakat bilgi edinme maliyetlidir ve iktisadi birimler bu maliyeti tek başla-

rına karşılayamayabilecekleri gibi tek bir birimin diğer birimler tarafından kullanılacak yüksek maliyetli bilgiyi elde etmesi de akılcı olmayabilir. Buna karşın finansal araçlar ya da kurumlar söz konusu bilgi edinme işini üstlenerek, tek tek iktisadi birimlerin bilgi edinmelerine gerek bırakmayarak toplam maliyeti azaltıp bilgi edinme sürecini niteliksel ve niceliksel olarak geliştirebilirler. Dolayısıyla finans piyasaları ve finansal kurumlar, bilgi alışveriş ve gözlemlene maliyetlerinin pozitif olduğu koşullarda etkin olacaklarından, gereklilikleri de kaçınılmaz olacaktır (Fry, 1995: 65). Ayrıca finans piyasalarının sunduğu bir diğer hizmet de, fonların toplulaştırılmasını sağlamaktır. Aynı şekilde finans piyasaları fonların akışkanlığını da arttırarak iktisadi birimler arasındaki ilişkilerin hızlanmasını, etkinleşmesini ve dolayısıyla iktisadi faaliyetlerin artmasını sağlayıcı hizmetler sunmaktadır. Finans piyasalarının sunduğu bu hizmeti “tasarrufların hareketlilik kazanması” olarak da nitelenmektedir (Berthelemy ve Varoudakis, 1996).

Finansal kurumların, yukarıda sözünü ettiğimiz hizmetlerinden dolayı finansal aracılığın ya da finansal derinleşmenin gelişmesinin, hem yatırımları arttıracığı hem de kaynakların en etkin şekilde kullanılmasını sağlayacağı savunulmaktadır. Bu çerçevede finansal gelişmenin iktisadi büyümenin dinamiği üzerinde oluşturacağı etkiler özellikle sermaye birikimi ve verimlilik artışlarının uzun dönem denge koşullarında görece bir etkinliğe sahip olduğu endojen büyüme modelleri çerçevesinde değerlendirildiğinde, daha da belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Endojen büyüme teorilerinin sözünü ettiğimiz bu özelliğinden dolayı, iktisat literatüründe finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi endojen büyüme modelleri bağlamında inceleyen çalışmaları, fiziksel sermaye birikimi üzerindeki etkiler konusunda yoğunlaşan çalışmalar ve verimlilik artışlarını ön plana çıkartan çalışmalar olarak sınıflandırmak olanaklıdır.

Financial Development and Economic Growth

Abstract: One of the main objectives of this article is to examine the likely effects of financial liberalization and deepening on savings, investments and growth indicators, in a theoretical framework. First of all, financial sector definition and functions explained. Some financial tools and theoretical information are mentioned. With financial development, connection between real interest rate, savings, investment and growth rate was explain. Furthermore, effect on growth of financial de-

terminants, explain with some empirical studies. In this article, according to endogen models, effects of financial system were explained.

Key Words: Financial Development, Economic Growth, Endogen Growth, Real Interest Rate.

Kaynakça

- Bardhan P. (1989), *The Economic Theory of Agrarian Institutions*, Clarendon Pres.
- Bencivenga, Valerie and Smith, Bruce (1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, No:58, 1991: 195-209
- Berthelemy, Jean Claude ve Varoudakis, Aristomene (1996), "Financial Development, Policy and Economic Growth." [(Eds) N. Hermes ve R. Lensink *Financial Development and Economic Growth : Theory and Experiences from Developing Countries*. London: Routledge] içinde: 53-66
- Calvo, Guillermo ve Coricelli, Fabrizio (1992), "Stagflationary Effects of Stabilization Programs in Reforming Socialist Countries: Enterprise-Side and Household-Side Factors." *The World Bank Economic Review*, Sayı:6,1, 1992: 71-90
- Demirgüç (Kunt), Asli ve Levine, Ross (1996), "Stock Market Development and Financing Choices of the Firm." *World Bank Economic Review*, Sayı:10, 2, 1996: 341-370.
- Floro, Sargario ve Yotopoulos, Pan (1992), "Income Distribution, Transaction Costs and Market Fragmentation in Informal Credit Markets", *Cambridge Journal of Economics*, Vol.16, 1992:303-326
- Fry, M. (1988), *Money, Interest and Banking in Economic Development*, First edn., John Hopkins University Press, Baltimore.
- Fry, M. (1995), *Money, Interest and Banking in Economic Development*. Second edn., John Hopkins University Press, Baltimore.
- Fry, M. (1997), *Emancipating the Banking System and Developing Markets for Government* London: Routledge.
- Fry, M. (1996), "Finance and Growth in Pacific Basin Developing Countries" [(Eds) N. Hermes and R. Lensink (1996), *Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries*, London Routledge] içinde: 148
- Gelb, Alain (1989), "Financial Policies Growth and Efficiency" *World Bank PPR Working Paper*, No.202, 1989: 118
- Gregori De J. and Guidotti Pablo E. (1995), "Financial Development, Growth and the Distribution of Income", *World Development*, 23, 3, 1995:433-448

- Hanson, Pontus ve Jonung, Lars (1997), "Finance and Economic Growth: The Case of Sweden 1834- 1991", Stockholm School of Economics the Economic Research Institute. Working Paper Series in Economics and Finance, No. 176. , Sweden 1997: 2-17
- Haque, Nadeen, Lahiri, U. and Montiel, Kajal (1990), "A Macroeconometric Model for Developing Countries" IMF Staff Papers Sayı:37,3, 1990: 337-339
- Hermes, Niels (1996), "Financial Reform and Financial Intermediation in Chile, 1983-1992", [(Eds) N. Hermes and R. Lensink, Financial Development and Economic Growth : Theory and Experiences from Developing Countries, London, Routledge] içinde:310-336.
- Jaramillo, Fidel, Shianterelli, Fabio and Weiss, Andrew (1996), "Capital Market Imperfections Before and After Financial Liberalization: An Euler Equation Approach to Panel Data for Ecuadorian Firms.", Journal of Development Economics, Sayı.51, 1996: 367-386.
- King, Robert and Levine, Rose (1993), "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence."Journal of Monetary Economics, Sayı: 32, 3, 1993: 513-542
- Kumar, P.C. (1994), "Financial Intermediation Through Development Banks", Internal Sources of Development Finance, Quorum Boks, 1994:167
- Lanyi, Anthony ve Saraçoğlu, Rüştü (1983), "Interest Rate Policies in Developing Countries" IMF Occasional Paper, No.22, Washington D.C., 1983:254
- Levine, Ross (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Journal of Economic Literature, Vol. 35, June: 1997:688-689
- Levine, Ross and Zervos, Sara (1996), "Stock Market Development and Long-Run Growth." The World Bank Economic Review, Sayı: 10, 2, 1996: 323-339
- McKinnon, R. (1991), The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy, Baltimore: Johns Hopkins University Pres, 1991:13-16
- Mıhçı, Sevinç (1999), Finansal Serbestleşme ve Derinleşmenin Tasarruflar, Yatırımlar ve İktisadi Büyüme Üzerene Etkileri: Türkiye Örneği (Basılmamış Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.
- Murinde, Victor (1996), "Financial Markets and Endogenous Growth: An Econometric Analysis for Pacific Basin Countries", [(Eds) N. Hermes ve R. Lensink, Financial Development and Economic Growth : Theory and Experiences from Developing Countries, London, Routledge] içinde:
- Oksay, Suna (2000), "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi", Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Öneri Dergisi, Haziran:2000:1
- Odedokun, Matthew (1996), "Financial Indicators and Economic Efficiency in Developing Countries." [(Eds) N. Hermes and R. Lensink, Financial Development and Economic Growth : Theory and Experiences from Developing Countries, London: Routledge] içinde: 115-138

- Oruç, Bora (2002), "Finansal Sistemlerin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri", Sermaye Piyasası Kurulu Piyasa Gözetim ve Denetleme Dairesi, Ekim:2002:6
- Parabhu B. Ghate. (1992), "Interaction Between the Formal and Informal Financial Sectors: The Asian Experience", World Development, Vol.20, No.6, 1992:863
- Roubini, Nouriel Roubini and Sala-i Martin, Xavier (1992), "Financial Repression and Economic Growth.", Journal of Development Economics, 391, May: 1992: 12
- Targan, Ü. (1996), Finans Kesiminin Reel Sektöre Kaynak Yaratma Kapasitesi, İstanbul Ticaret Odası Yayını, No:31.
- Warman, F. and Thirwall, A.P. (1994), "Interest Rates, Saving, Investment and Growth in Mexico 1960-90: Test of Financial Liberalization Hypothesis", Journal of Development Studies, 30,3, 1994:629-649
- Whited, Toni (1992), "Interest Rates , Saving, Investment and Growth in Mexico 1960-90: Test of Financial Liberalization Hypothesis." Journal of Development Studies, 30,3, 1992: 629-649
- World Bank (1989), World Development Report 1989: Financial Systems and Development, New York, Oxford University Pres, 1989.
- Yılmaz, Rasim (2001), "Türk Bankacılık Kesimindeki Yapısal Değişimler Ekseninde Formal ve Formal Olmayan Finans Sektörü", İ.Ü. İktisat Fakültesi Mezunları Cemiyeti İktisat Dergisi, Sayı.417, Eylül: 2001: 7