

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK

**FİNANSAL GELİŞME VE
EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

Onur BAHADIR

2007.09.03.001

İstanbul, 2010

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK

**FİNANSAL GELİŞME VE
EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

Onur BAHADIR

2007.09.03.001

Tez Danışmanı
DOÇ. DR. AHMET EROL

İstanbul, 2010

ÖZ

Mali sistemin etkinliği ve derinliği ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü konusunda literatürde farklı bulgulara ve yorumlara rastlansa da, iyi işleyen bir mali sektörün ekonomik gelişmeyi desteklediği konusunda geniş bir fikir birliği bulunmaktadır. Bu çalışma ile Türkiye’de mali sistemin ekonomik büyümeye verdiği desteğin boyutu araştırılmıştır. Ülkemizde mali sistemin büyük bölümünü teşkil eden bankaların aktif büyüklüklerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranının artış hızı ve özel sektöre açtıkları kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranının artış hızı finansal gelişme göstergeleri olarak kullanılmış ve bu göstergelerin 1990-2006 dönemi için ekonomik büyümeye ters yönlü etkilerde bulunduğu görülmüştür. Finansal gelişme göstergelerinin ekonomik büyüme üzerinde zıt etkiler yaratması, devlet iç borçlanma senetlerinin banka varlıkları içerisinde hatırı sayılır bir paya sahip olmasından ve bu durumun özel sektörün bankacılık kesiminin sahip olduğu değerli finansman kaynaklarına ulaşamaması sonucu yarattığı dışlayıcı etkiden kaynaklanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme, Mali Sistem, Bankacılık, Finansal Aracılık.

ABSTRACT

Although the economics literature covers a variety of findings and comments on the direction of the relationship of the efficiency and depth of the financial system with economic growth there is an unambiguous agreement on the idea that a functioning financial sector is capable of promoting economic development. This paper aims at researching the level of contribution of the financial system to economic growth in Turkey. The fact that the Turkish financial system is overwhelmingly dominated by banking sector leads the author to focus on the course of two main ratios – the ratio of the assets of banking sector to the gross domestic product and the ratio of the bank loans to the private sector to gross domestic product - as main indicators of financial development in Turkey. The findings of the analysis highlight that these indicators inversely affect economic growth rate in the period of 1990–2006. This inverse relationship of financial development indicators and economic growth is caused by the high share of the public debt instruments in the balance sheet of the banking sector and, therefore, the crowding-out of the private sector from the valuable financing resource kept by banking sector.

Key Words: Financial Development, Economic Growth, Financial System, Banking, Financial Intermediation.

ÖNSÖZ

Para ve sermaye piyasalarının dünya ölçeğinde entegrasyonu sürecine girilmesi ile birlikte gelişmiş ülkelerdeki fon fazlasının fon gereksinimi olan gelişmekte olan ülkelere yönelmesi beklenmiştir. Bu süreçte yurtiçi ve yurtdışından toplamış olduğu kaynakları, başta küçük ve orta ölçekli işletmeler olmak üzere reel kesime aktararak ekonomik büyümeyi destekleyen mali sektör kritik bir işlev görmektedir. Sahip olduğu özellikli konum nedeniyle, mali sektörün sağlıklı işlemesi sürdürülebilir büyümenin sağlanması açısından ön koşul niteliğindedir. Mali sektörün sağlıklı bir şekilde işlemesi, her şeyden önce makro ekonomik istikrarın tesis edilmesini gerektirmektedir. Zira, istikrarlı bir ekonomi aracılık işlevlerinin etkinliğini artırarak ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Bununla birlikte, mali sektörün gözetimi ve denetimi faaliyetlerinin etkili olması, finansal derinleşmenin dolayısıyla ekonomik büyümenin sürdürülebilir kılınmasına olanak sunmaktadır. Bu çalışmada, Türkiye'deki finansal gelişmenin ekonomik büyüme ile ilişkisi söz konusu faktörler de dikkate alınmak suretiyle incelenmeye çalışılmıştır.

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ.....	vi
EK LİSTESİ	vii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	4
1. FİNANSAL ARACILIK TEORİSİ	4
1.1. İŞLEM MALİYETLERİ YAKLAŞIMI.....	5
1.2. TÜKETİM DÜZLEŞTİRMESİ YAKLAŞIMI.....	8
1.3. LİKİDİTE TEDARİKİ YAKLAŞIMI	14
1.4. BİLGİ ÜRETİMİ YAKLAŞIMI.....	19
1.5. İZLEME YAKLAŞIMI.....	28
İKİNCİ BÖLÜM	35
2. FİNANSAL ARACILIK VE BÜYÜME İLİŞKİSİ.....	35
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	58
3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL ARACILIK VE BÜYÜME İLİŞKİSİ.....	58
3.1. TÜRKİYE'DE MALİ SEKTÖR VE REEL SEKTÖR İLE İLİŞKİSİ.....	58
3.2. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞMENİN İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	63
3.2.1. Model.....	63
3.2.2 Veriler ve Yöntem	65

3.2.3 Sonuçlar	65
3.2.3.1. Anamlılık Düzeyi	65
3.2.3.2. Korelasyon Katsayısı.....	66
3.2.3.3. Model Sonuçları	67
3.2.3.3.1. Birinci Model.....	68
3.2.3.3.2. İkinci Model	69
3.2.3.3.3. Üçüncü Model	70
3.2.3.3.4. Dördüncü Model.....	71
3.2.3.3.5. Beşinci Model.....	72
3.2.3.3.6. Altıncı Model.....	73
3.2.4. Yorumlar	74
SONUÇ	80
KAYNAKÇA	83
EKLER.....	93

TABLO LİSTESİ

Tablo:1 Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü	58
Tablo:2 Bankacılık Sektörünün Derinliği ve Aracılık Fonksiyonun Gelişimi.....	59
Tablo:3 Seçilmiş AB Ülkeleri İle Karşılaştırma	61
Tablo:4 Mevduat Bankalarının Özel Kesime Açtığı Krediler	62
Tablo:5 Özel Sektör Firmalarının Kaynak Yapısı.....	63
Tablo:6 Özel Sektör Firmalarının Yabancı Kaynaklarının Yapısı	63
Tablo:7 Birinci Model Sonuçları.....	68
Tablo:8 İkinci Model Sonuçları.....	69
Tablo:9 Üçüncü Model Sonuçları.....	70
Tablo:10 Dördüncü Model Sonuçları	71
Tablo:11 Beşinci Model Sonuçları	72
Tablo:12 Altıncı Model Sonuçları	73
Tablo:13 Banka Varlıklarının Dağılımı	76
Tablo:14 Kamu Maliyesinin Gelişimi	77
Tablo:15 Kredilerin Takibe Dönüşüm Oranları	78

EK LİSTESİ

EK-1: 1990-2006 Dönemi Model Verileri.....	93
EK-2: 2000-2009 Çeyrek Dönemler İtibariyle Veriler.....	95
EK-3: Kişi Başına Reel Büyüme Kolmogorov-Smirnov Testi	98
EK-4: 1990-2006 Yılları Verileri İçin Korelasyon Sonuçları	99
EK-5: 2000-2009 Yılları Çeyrek Dönem Verileri İçin Korelasyon Sonuçları.....	100

GİRİŞ

1980’li yıllarda tüm dünyada etkisini hissettiren küreselleşme olgusu ülkemizde de önemli yapısal dönüşümlerin yaşanmasına yol açmıştır. 1980’li yıllardan önce uygulanan ithal ikameci büyüme stratejisi ortamında bir taraftan gümrük duvarları özel sektörü dış rekabetten korurken; diğer taraftan, üreticiler ucuz girdi ve uygun finansman olanakları ile kamu tarafından desteklenmiştir. Arz yönlü verilen desteklere ilave olarak, ücretlerin yüksek tutulması suretiyle iç talep de artırılmaya çalışılmıştır. 24 Ocak kararlarıyla başlayan yeni dönemde ise, ekonomide kamu müdahalesinin azaltılması ve piyasa ekonomisine işlerlik kazandırılması doğrultusunda bir irade ortaya konulmuştur. İhracata dayalı büyüme stratejisinin uygulandığı 1980 sonrasında üretim faaliyetlerinin itici gücü önceki dönemin tersine dış talep olarak görülmüştür. Liberal politikaların benimsendiği bu dönemde ticaretin serbestleştirilmesi ile başlayan süreç 1980’li yılların sonunda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile devam etmiştir. Yeni modelde iç ve dış rekabet baskısının verimlilik artışına yol açması ile mal, para ve sermaye piyasalarının dünya ölçeğinde entegrasyonu dolayısıyla gelişmiş ülkelerdeki fon fazlasının, fon gereksinimi olan gelişmekte olan ülkelere yönelmesi beklenmiştir.

Bu çerçevede, dünyada yaygın bir şekilde uygulama alanı bulan ve ülkemizde de benimsenen yeni büyüme stratejisinde sermaye birikiminin ana kaynaklarını; etkinlik ve dış talep artışı dolayısıyla karlılıkta sağlanacak iyileşme, artan yabancı sermaye yatırımları ve gerek ülke içinde gerekse de ülke dışındaki fon fazlası oluşturmaktadır. Bu stratejide yurtiçi ve yurtdışından toplamış olduğu kaynakları, başta küçük ve orta ölçekli işletmeler olmak üzere reel kesime aktaran mali sektör önemli bir işlev görmektedir.

Mali sektör üstlendiği önemli işlev nedeniyle, yeni dönemde ekonominin tümünü etkileyen bir konuma gelmiştir. Sektörün işleyişinde yaşanan sorunların yarattığı kırılganlıklar, sermaye birikim sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Dolayısıyla, sermaye birikim sürecinde sürdürülebilirliğin sağlanması finansal uygulamaların düzgün şekilde yaşama geçirilmesini gerektirmektedir.

Mal ve hizmetlerin el değiştirmesini kolaylaştıran demeler sistemi sunulması, fonların ve risklerin *havuzlarda toplanması (pooling)*, iktisadi kaynakların zaman içerisinde ve coğrafi bölgeler arasında akışkanlığının gerçekleştirilmesi, karar alma süreçlerinin eřędmne yardımcı olacak fiyat bilgisi üretilmesi ve *asimetrik bilgi sorununun (asymmetric information problem)* zmne katkı sağlanması, finansal sektörün ne çıkan uygulamaları olarak değerlendirilmektedir.

Finansal sistemlerin anılan işlevleri, iktisadi büyüme ile yakın ilişkisi nedeniyle tasarrufların yatırıma dönüştüğü süreç çerçevesinde ele alınacaktır. Finansal aracılardan ve finansal piyasaların oluşturduğu finansal sistemlerin bu ikili yapısı yeni büyüme stratejisi bağlamında önem arz etmektedir. Zira, dolaylı finansmanın doğrudan finansmana üstün geldiği noktaları yansıtan finansal aracılardan varoluş dinamiklerinden olası sapmalar sermaye birikim sürecine zarar verebilmektedir.

Türkiye’de sermaye hareketlerinin gerekli altyapı oluşturulmadan serbestleştirilmesi, ekonomi için önemli bir kırılmalık unsurunu yaratmıştır. Söz konusu kırılmalığın yüksek kamu açıkları ve borç stoku büyümesinin doğurduğu enflasyonist baskı ile birleşmesi, 1990’lı yıllar boyunca makroekonomik istikrarın tesis edilememesine neden olmuştur. Bu dönemde finansal aracılardan hem makro bazda ülke ekonomisinde yaşanan istikrarsızlıklardan, hem de mikro bazda düzenleme ve denetleme mekanizmasının yetersizliğinden ötürü varoluş dinamiklerinden ayrılarak sermaye birikim sürecine destek vermekten uzak bir görüntü çizmiştir.

2001 yılında yaşanan kriz sonrasında makroekonomik istikrarın sağlanması yönünde atılan adımlar finansal aracılardan ana işlevlerine dönmesi için uygun ortamı hazırlarken, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sürecinde ele alınması gereken bankacılık sektörünün güçlendirilmesi ve gözetim ve denetiminin iyileştirilmesi konularında önemli adımlar atılmıştır. Dolayısıyla, finansal aracılardan yeni büyüme stratejisi bağlamında kendilerinden beklenen rolü 2001 sonrası dönemde daha etkin şekilde oynamaya başlamışlardır.

Bu çalışmada 1990-2006 dönemi boyunca Türkiye'deki finansal sistemin iktisadi büyümeye etkisi analiz edilmektedir. Ayrıca, 2001 krizi öncesi ve sonrası dönemde söz edilen farklılıkların yansımalarını görebilmek amacıyla finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki korelasyonlar da karşılaştırmalı olarak incelenmektedir.

Birinci bölümde, finansal araçların ortaya çıkış nedenleri üzerine yazılan kuramsal çalışmalara yer verilmekte; finansal araçların varlığı hakkında literatürde kabul gören açıklamalar sunulmaktadır.

İkinci bölümde, finansal sistem ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi konu olan kuramsal ve ampirik çalışmalar tanıtılmaktadır.

Üçüncü bölümde, Türk mali sisteminin yapısı ve şirketler kesimi ile ilişkisi genel çerçevesi ile ortaya konulmaktadır. Bölümün devamında ampirik çalışmada kullanılan model ve değişkenler tanıtılmakta; kullanılan değişkenlerin neden regresyon denklemi içinde yer aldığı açıklanmakta ve en uygun model belirlendikten sonra iktisadi büyüme üzerinde etkili olan değişkenlerin katsayıları yorumlanmaktadır.

Son bölümde ise, kuramsal ve ampirik çalışmalar tahmin edilen model sonuçları ile birlikte değerlendirilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL ARACILIK TEORİSİ

Finansal piyasalarda faaliyet gösteren aracı kurumlar, tasarrufların yatırıma dönüştüğü süreçte önemli bir rol oynamaktadırlar. Finansal aracılardan sahip olduğu bu özellikli konum, finansal aracılardan varlık nedenlerine ilişkin çok sayıda çalışmanın yapılmasına yol açmıştır. Finansal aracılardan bir firma olması, bu konuyu firma teorisi¹ ile de ilişkili hale getirmektedir. Firmanın sahip olduğu faaliyet örgütlenmesi, piyasada gerçekleşen alım satım tercih edildiği takdirde firma ortaya çıkacaktır. Tasarruf-yatırım sürecinde yatırılabılır kaynağı olan hane halkı, firmalar tarafından ihraç edilen menkul değerleri sermaye piyasalarında doğrudan satın alabilirler. Başka bir deyişle, finansal olmayan firmalar bankalardan borçlanmak zorunda değildir; yatırımcılara sermaye piyasalarında doğrudan başvurabilirler. Bu durumda, aracılık faaliyetinin olmadığı açıktır. Fakat dışsal finansmanın büyük çoğunluğu bu yoldan gerçekleşmemektedir. Bunun yerine hane halkı, aracılardan tarafından ihraç edilen menkul değerleri satın almakta ve aracılardan da elde ettikleri bu fonları tasarruf talebi olanlara kullanırmaktadır. Ayrıca, firmaların yükümlülükleri ile yatırımcıların nihai olarak sahip olduğu haklar aynı menkul değerler değildir. Dolayısıyla aracılardan, hakları dönüştürmektedirler. Bu tip aracılardan varlığı, aracılık faaliyetinin örgütlenmesinin, sermaye piyasalarında hane halkı ve firmalar arasındaki doğrudan ilişkiye üstün olduğu anlamına gelmektedir. *Finansal aracılık kuramı (financial intermediation theory)* da temelde tasarruf-yatırım sürecinin neden bu şekilde işlediğini araştırmaktadır.

Dolaylı finansmanda rol oynayan banka benzeri finansal aracılara ilişkin üç temel nitelik şu şekildedir²:

- i. Finansal aracılardan, bir grup iktisadi birimden borç almakta ve diğer bir gruba ödünç vermektedir.

¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. R.H. Coase, “**The Nature of the Firm**”, Oxford University Press, Oxford, 1993 ss.19–33.

² Gary Garton ve Andrew Winton, “Financial Intermediation”, **National Bureau Of Economic Research, Working Paper**, 2002, s. 2.

- ii. Her iki grup çok sayıda ajandan oluşmaktadır. Bu nedenle finansal aracılardan bilançoları hem varlık hem de yükümlülük tarafında iyi çeşitlendirilmiştir.
- iii. Finansal araçlara ödünç verenler ile finansal araçlardan ödünç alanların hakları farklılık arz etmektedir. Dolayısıyla, finansal araçlar hakları dönüştürmektedir.

Finansal araçlar, borç sözleşmeleri ile bir grup ajandan aldıkları borçları başka bir grup ajana yine borç sözleşmeleri ile ödünç olarak vermektedirler. Yükümlülüklerin önemli bir bölümü değişim aracı niteliğindeki vadesiz mevduatlardan oluşmaktadır. Banka benzeri finansal araçların varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunun finansal araçlara ilişkin bir başka ayırt edici özellik olduğu ifade edilebilmekle birlikte, bu uyumsuzluğun yukarıda yer verilen üçüncü özellik bağlamında değerlendirilebileceği düşünülmektedir. Üç madde halinde sıralanan niteliklere sahip firmaların var oluş nedenleri bu bölümün devamında aracılık kuramı bağlamında incelenmektedir.

1.1. İŞLEM MALİYETLERİ YAKLAŞIMI

Finansal araçların varlık nedenleri hakkındaki ilk açıklamalar *firma kuramında* (*The Theory of Firm*) yer alan *işlem maliyetleri* (*transaction costs*) ekseninde şekillenmektedir. Coase, bazı işlevlerin neden firmalar tarafından yerine getirildiğini açıklamak için işlem maliyetleri kavramından yararlanmakta ve bu kavramı “fiyat mekanizmasını kullanma maliyetleri” olarak tanımlamaktadır³.

Fama, bankaların temel işlevinin varlıkların muhasebe kayıtları aracılığıyla transferini sağlamak olduğunu ileri sürmektedir⁴. Bankaların ilave olarak mevduat ve diğer varlık türlerinin para ile değişimi hizmeti sunmasına rağmen, Fama bunun çağdaş bankacılıkta değişimin muhasebe sisteminden daha az önemli olduğunu düşünmektedir. Her iki yöntem işlemleri gerçekleştirmek için kullanılabilirlikle birlikte, varlıkların değişiminde para ve muhasebe sistemlerinin tamamen farklı

³ R.H. Coase, a.g.e., ss. 19-33.

⁴ Fama, Eugene, “Banking in the Theory of Finance,” *Journal of Monetary Economics*, 1980, ss. 39-57.

yöntemler olduğu vurgulanmaktadır. Zira para, fiziki bir varlık iken; muhasebe sistemi, fiziki bir vasıta gerektirmeyecek şekilde borç ve alacak kayıtları aracılığıyla çalışmaktadır. Muhasebe sisteminde değişim fiziki vasıta içermemesine karşın her sistem gibi muhasebe sisteminin etkinliği de tüm fiyatların ortak değer ölçüsü olarak kabul edilen para cinsinden ifade edilmesi halinde gelişecektir. Saf bir muhasebe sistemi için ortak değer ölçüsünün taşınamaması ve stoklanamaması gerekmektedir.

Geniş varlık yelpazesinin varlığında farklı bireylerin portföyelerine almak ve portföyelerinden satmak isteyecekleri varlık türleri genellikle uyum göstermez. Bu nedenle, yapılmak istenen bir işlem, birçok ekonomik birim arasında varlıkların transferini içeren bir işlemler dizisine neden olur. Para sisteminde varlığın el değiştirdiği her işlem, değişimin fiziki vasıtasını içerir. Bu vasıta, geçici olarak satın alma gücü hizmeti sunar; fakat, daha sonra varlıklar karşılığında bundan vazgeçilir. Değişimin muhasebe sisteminde ise, fiziki vasıtaya ya da geçici satın alma gücüne gerek yoktur. Bunun işlem dizindeki rolü muhasebe kayıtları tarafından yerine getirilir. Bu nedenle ekonomik birim, varlığının bir bölümünü başkasına transfer etmek isterse bir çek yazarak veya bankanın muhasebe sistemine girişine olanak sağlayan daha farklı bir yol izleyerek bankasını bilgilendirir. Gönderici hesap borçlandırılırken, diğer hesap işlem tutarı kadar alacaklandırılır. Tesis edilen borç kaydı göndericinin üzerinde hak sahibi olduğu portföyden menkul değer satışı anlamına gelirken, yaratılan alacak kaydı alıcının üzerinde hak sahibi olduğu portföye menkul kıymet satın alınması anlamına gelmektedir.

Çalışmada bankaların ikinci bir temel fonksiyonunun portföy yönetimi olduğu belirtilmektedir. Bankalar varlıklarını sürdürebilmek için mudilere arzu ettikleri portföyleri sunarak onları cezbedebilmelidir. Portföylerin tümü ya da büyük bir bölümü bankalar tarafından yönetiliyorsa, bu durum bankaların bireyler ve firmalardan menkul değer sağlamada ve bu menkul değerleri arzu edilen portföylere dönüştürmede başarılı oldukları anlamına gelir.

Fama, bankacılığın rekabetçi olması durumunda bankaların portföy yönetimi faaliyetlerinin Modigliani-Miller teoremi doğrultusunda gerçekleşeceğini iddia etmektedir. Dolayısıyla, portföy fırsatları üzerindeki en temel kısıtlama firmaların

reel üretim ve yatırım kararlarıdır ve bireyler portföyler oluşturarak finansal araçların aldıkları pozisyona sahip olabilirler. Finansal araçlar, yalnızca varlıkların alımı ve satımı sürecinde eşleştirmeye olanak sağlayarak işlem maliyetlerini azaltan basit araçlardır.

Benston ve Smith⁵ işlem maliyetleri ve bilgi maliyetleri gibi sürtünmelerin bulunmadığı mükemmel bir piyasada finansal araçların var olmayacağını; dolayısıyla, finansal araçların ortaya çıkış gerekçesinin piyasa başarısızlıkları olduğunu ileri sürmektedir. Benston ve Smith'e göre finansal araçlar, finansal ürünler sunan kurumlardır ve tüm maliyetlerini (hem doğrudan maliyetlerini hem de fırsat maliyetlerini) karşılayan bir fiyata satabilmeleri halinde finansal ürün arzında bulunmaktadır.

Finansal ürünlere yönelik talep, tüketimin zamanlararası ikamesinden türemiş dolaylı bir taleptir. Bireylerin, menkul değerlerden ve kazançlarının bugünkü değerinden oluşan bir sermayeye sahip olduğu varsayımı altında, tercih edilen zamanlararası tüketim kalıbının kazançların zaman profilinden farklı olması halinde, varlıklarda uzun veya kısa pozisyon alınarak istenilen tüketim kalıbına ulaşılabilir. Bir başka deyişle, t zamanında arzu edilen tüketim miktarı t zamanında elde edilen gelirden az ise tasarruf edilen tutar menkul değerlere yatırılacak veya tersi durumda mevcut menkul değerler arzu edilen tüketim düzeyini gerçekleştirebilmek amacıyla satılacaktır. Dolayısıyla varlıklar, tüketim olasılıklarının zamanlararası yeniden düzenlenmesi amacı ile tutulmaktadır.

Finansal araçlar tarafından sunulan finansal ürünlere yönelik talep ise, tüketicilerin daha az işlem maliyetlerine maruz kalarak daha yüksek bir fayda düzeyine ulaşabilmesinden doğmaktadır. Varlıkları tüketim malları ile değiştirmek maliyetli olduğundan, bireyler tüketim mallarına en az işlem maliyeti ile dönüştürülebilen varlıkları yani en likit varlıkları tercih edeceklerdir. Finansal araçlar da, tam bu noktada ortaya çıkmakta ve tüketim taleplerini en düşük maliyetle

⁵ George J. Benston ve Clifford W. Smith, Jr, "A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, 1976, ss. 215–231.

istenilen miktarda ve zamanda mal ve hizmetlere çevrilebilen satın alma gücü birimleri sunarak karşılamaktadırlar.

Finansal aracılarn rekabetçi avantajının en önemli kaynağı, ulaştıkları ölçek ekonomileridir. Bir tüketici veya tüketici grubu için tasarlanan rutinlerin diğerlerini işleme tabi tutarken de kullanılması, standart kredi sözleşmeleri geliştirilmesi ve POS makinelerinde olduğu gibi gerekli teknolojik altyapıların kullanılması ölçek ekonomilerinden yararlanarak işlem başına maliyetlerde ciddi tasarruflar yaratılmasına olanak sağlamaktadır.

Hem Fama hem de Benston ve Smith finansal aracılarn varlığını işlem maliyetleri ekseninde değerlendirmekle birlikte, iki çalışma arasında oldukça belirgin bir fark bulunmaktadır. Fama, finansal aracılarn pasif portföy yöneticileri olarak görmekte ve finansal aracılarn varlıklara ilişkin arz ve talebi eşleştiren rolünü vurgulamaktadır. Benston ve Smith ise finansal aracılarn uzmanlaşma ile ulaştıkları ölçek ekonomilerinden sağladıkları kazançlar sonucunda ortaya çıktıklarını ileri sürmektedir. Dolayısıyla, Benston ve Smith'in finansal aracılarn, uzmanlaşma ile birlikte aktif bir nitelik kazanmaktadır.

1.2. TÜKETİM DÜZLEŞTİRMESİ YAKLAŞIMI

Benston ve Smith'in finansal ürünlere yönelik talebi tüketimin zamanlararası ikamesinden türemiş dolaylı bir talep olarak değerlendiren görüşü, finansal aracılarn sahip oldukları maliyet avantajları nedeniyle *tüketim düzleştiricisi (consumption smoothers)* olarak faaliyet gösterdikleri anlamına gelmektedir. Finansal aracılarn bu rolü üzerine odaklanan çok sayıda çalışma bulunmaktadır.

Diamond ve Dybvig vadesiz mevduatları risk paylaşımını kolaylaştıran bir mekanizma olarak tanımlamakta; bankaları, likit hesaplarda birikim yapan tasarruf sahipleri ile uzun vadeli borçlanmayı tercih eden ödünç alanlar arasında aracılık yapan kurumlar olarak kabul etmektedir⁶. Bankalar çok sayıda mudinin fonlarını,

⁶ Douglas Diamond, ve Philip Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," **Journal of Political Economy**, 1983, ss. 401-419.

ödünç alanlara kanalize ederek değerli bir hizmet sunmaktadırlar. Yatırımlarda kullanılan uzun vadeli kredilerin geri ödemesi ancak gelecekte gerçekleşebilirken; bireysel mudiler, ani fon talepleri ile karşılaşabileceklerini bildiklerinden bu kredileri doğrudan kullanırmak istemezler. Ayrıca, bankalar çok sayıda mudiden fon toplayarak, mudilere doğrudan ödünç verme durumunda maruz kalacakları işlem maliyetlerinden tasarruf etme olanağı sunarlar. Modeldeki önemli bir nokta öngörülemeyen nakit çekilişlerinin aynı zamanda gerçekleşmemesidir. Friedman da araçların, mudilerin belirsiz likidite talepleri arasındaki mükemmel olmayan korelasyondan yararlanarak mudilerin likit varlıklarını firmaların likit olmayan yükümlülüklerine dönüştürdüğünü ifade etmektedir⁷.

Diamond ve Dybvig modeli, mevcut yatırım fırsatlarından ödemelerin tüketici tarafından arzu edilen *tüketim patikası* (*consumption path*) ile uyumlu olmadığını varsaymaktadır. Özellikle tüketicilerin *tesadüfi tüketim ihtiyaçları* (*random consumption needs*) vardır. Bir dereceye kadar tüketim şoklarını çeşitlendirecek şekilde araçlar vasıtasıyla tasarruf etmedikçe, bu gereksinimleri karşılayabilmek için yatırımlarını zamanından önce tasfiye etmek zorundadırlar. Dolayısıyla, bankalar tüketim düzleştirmesinin araçlarıdır; müşterinin tüketim patikasına yönelik şoklara karşı sigorta sunarlar. Model, ayrıca banka paniklerine de odaklanmaktadır.

Diamond ve Dybvig modelinde mevcut teknoloji bir birim yatırımın iki dönemde $R > I$ 'e dönüştürülmesine olanak sağlıyor. Ara bir tarihte yatırım kesintiye uğrarsa, sadece başlangıçtaki bir birim geri alınıyor. Uzun dönem yatırımlar sadece $t+2$ 'de getiri sağlıyor. Tüm tüketiciler başlangıçta (t döneminde) özdeştir; fakat, her biri tercihlerine istinaden özel olarak gözlemlenebilir, sigorta edilemez risklerle karşılaşır. $t+1$ 'de her bir tüketici sadece $t+1$ 'deki tüketime mi önem verdiğini “erken tüketici” veya yalnızca $t+2$ 'deki tüketime mi önem verdiğini “geç tüketici” öğrenir. Dolayısıyla, tüketiciler kendilerini “erken tüketici” olma kötü şansına karşı sigortalamak isterler. Bu tip sigorta sözleşmeleri yapmaksızın, tüketici tipi

⁷ Benjamin M. Friedman, “Financial Intermediation In The United States”, **NBER Working Paper**, No. 1451, 1984, s. 6.

gözlemlenebilir olmadığından erken tüketicinin yatırımını vadesinden önce likidite ederek tek birimlik varlığını tüketmekten başka bir seçeneği yoktur. Şanslı geç tüketiciler ise $R > I$ kadarlık tüketimde bulunabilirler. Diamond ve Dybvig alternatif olarak bankaların erken tüketici olma riskine karşı sigorta sunduklarını ileri sürmektedir.

Diamond ve Dybvig modeli araçlara ve gerçek dünyaya ilişkin önemli özellikler içermektedir. Öncelikle model, tüketicilerin harcama akımlarına yönelik belirsiz tercihleri olmasının likit varlık talebi yarattığı düşüncesine sahiptir. Harcama akımlarına yönelik tercihlerin belirsizliği bankaların vadesiz mevduat benzeri haklar teklif etmesine yol açmaktadır. Bu ikinci bir önemli özellik ile bağlantılıdır; reel yatırım projeleri geriye döndürülemez niteliktedir. Modelin üçüncü önemli özelliği bireysel yatırımcıların tercih edilen tüketim akımının gerçekleşmesi hakkında özel bilgi sahibi olmaları düşüncesidir. Bu bilgiyi dürüstçe açığa vurmanın yolu bulunmamaktadır.

Diamond ve Dybvig vadesiz mevduatların alım satımının yapılamayacağını varsaymakta ve diğer menkul değer piyasalarını göz önüne almamaktadır. Model *ardışık hizmet sınırı* (*sequential service constraint*) varsaymaktadır. Bir başka deyişle, *ilk gelen ilk hizmet alır kuralı* (*first-come-first-served rule*) çerçevesinde kaynaklar tükenene kadar banka $t+1$ ' de çekiliş taleplerini sıra ile kabul eder. Sona kalan müşteriler bir şey alamazlar ve banka başarısız olur.

Jacklin, Diamond ve Dybvig modelinde kar payı ödemesinde bulunan hisse senetlerinin vadesiz mevduatlar ile aynı risk paylaşımı olanaklarını sunduğunu göstermektedir⁸. Bu sonuç, temettüsüz hisse senetleri piyasasının varlığını gerektirmektedir.

İki dönemli teknolojiye erişimi olan bir firmanın t zamanında hisse senedi ihraç ederek sermaye artırımına gittiği bir ortam ele alınmaktadır. Firmanın hisse

⁸ Charles Jacklin, "Demand Deposits, Trading Restrictions, and Risk-Sharing," **Contractual Arrangements for Intertemporal Trade**, ed Edward Prescott and Neil Wallace, University of Minnesota Press, Minneapolis, ss. 26-47.

senetlerini t zamanında alanlar firmanın üretim politikasına karar vermekte ve $t+1$ 'de ödenecek kar payını belirlemektedirler. $t+1$ 'deki kar payı ödemeleri t zamanındaki hisse sahiplerine ilişkin kayıtlara göre yapılmaktadır. t zamanındaki hisse sahipleri $t+1$ 'de kar payı almakta ve sonradan $t+1$ 'de hisseyi hisse senedi piyasasında satabilmektedirler. $t+1$ 'de tüketiciler tercih edilen tüketim akımlarını öğrenmektedirler. Erken tüketiciler hisse senetlerini kar payı ödemeleri hariç (ex dividend) geç tüketicilere satarlar.

Diamond ve Dybvig, üstün Nash dengesinde toplumsal açıdan optimum paylaşıma ulaşılabileceğini göstermektedir. Geç tüketiciler $t+1$ 'de yalnızca erken tüketicilerin mevduatlarını çekeceklerini düşünürlerse, optimum denge dağılımı oluşur. Eğer, geç tüketiciler herkesin ilk dönemde mevduatlarını çekeceğini düşünürse, kendileri de mevduatlarını talep ederler ve kötü dengeye (bankaya hücum) ulaşırlar.

Jacklin, vadesiz mevduatların maliyetsiz olarak alınıp satılması halinde hisse senetleri ile vadesiz mevduatların birbirine denk risk paylaşımı mekanizmaları olduklarını ileri sürmektedir. Jacklin, ayrıca vadesiz mevduatların alım satımının yapılması halinde Diamond ve Dybvig modelinde optimum risk paylaşımının garanti edilemeyeceğini göstermektedir. Risk paylaşımındaki bu kısıtlım bireylerin ek alım satım fırsatlarına sahip olmaları durumunda toplumsal optimumun artık Nash dengesi olmamasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, vadesiz mevduatların toplumsal rolü açısından alım satım kısıtlamalarının varlığı zorunludur.

Haubrich ve King, tasarruf bankaları gibi finansal kurumların bireysel gelirden özel olarak gözlemlenebilen dalgalanmalara karşı kısmi sigorta sunduklarını göstermektedir⁹. Modelde bireysel gelirdeki dalgalanmalar gelir ve likidite risklerine neden olmaktadır. Menkul değer piyasaları likidite riskini ortadan kaldırmaktadır. Fakat gelir şoklarına karşı sigorta, banka mevduatı getirilerinin bireysel menkul değerler getirilerinden farklılaşmasını gerektirmektedir. Bankanın rekabetçi avantajı başlı başına likidite sunmaktan ziyade özel gelir şoklarına karşı sigorta sunmaktır.

⁹Joseph Haubrich ve Robert King, "Banking and Insurance", *Journal of Monetary Economics*, 1990, ss. 361 - 386.

Bu avantaj, alım satım kısıtlamalarına bağlıdır. Vardıkları esas sonuç Jacklin'inkine benzerdir; şöyle ki, vadesiz mevduat sadece menkul değer piyasaları düzenlemesi olarak yorumlanabilecek sınırlamaların mevcudiyetinde sigorta sunabilir. Eğer, bu sınırlamalar yürürlüğe konmazsa, içinde bulunulan ortam bankaları rasyonalize etmez.

Allen ve Gale, finansal araçlar için farklı bir düzleştirici rol tanıtmaktadır.¹⁰ Finansal araçlar, kuşaklar arası risk düzleştirmesine yönelik yöntem sunmada eşsizdirler. Allen ve Gale, ajanların bir sonraki kuşağın yaşamlarına ait en az bir dönemde yaşayacak ömre sahip oldukları standart iki varlıklı *örtüşen kuşaklar modelini (overlapping generations model)* kullanmaktadır. Varlıklardan biri riskli olup arzı sabittir. Diğeri ise, güvenli olup zaman içinde birikerek çoğalmaktadır. Riskli varlık sonsuza kadar yaşamakta ve her dönem için rastlantısal kar payı ödemektedir. Güvenli varlık, depolama teknolojisinden oluşmaktadır. Genel kanının tersine güvenli varlık, riskli varlık tarafından yaratılan belirsizliğe karşı yararlı bir korunma değildir. Kar payı negatif olmadığından güvenli varlığa üstün gelinmez ve dengede güvenli varlık tutulmaz.

Bu piyasa dengesi aynı yatırım fırsatları ile karşılaşan sınırsız ömürlü ajan için ortaya çıkacak portföy dağıtımı ile zıt düşmektedir. Bu tip bir birey, güvence (ihtiyat) tasarruflarının tampon stokunu güvenli varlık formunda tutarak, kendisini düşük kar payı dönemlerine karşı sigortalayabilir. Kar payının yüksek olduğu zamanlarda kişi kar payının düşük olduğu günler için fazlalığın bir kısmını tasarruf eder. Örtüşen kuşaklar ortamında *toplum planlamacısı (social planner) ekonomilerde (hükümet)* aynı kuralı takip ederek Pareto optimumunu sağlayabilir.

Örtüşen kuşaklar modelindeki piyasa dengesi, toplumsal planlamacının ulaştığı dağıtımına ulaşamaz; çünkü, sosyal planlamacı tüm tarihlerde alım satım yapabiliyorken özel ajanlar doğmadan önce alım satım yapamazlar. Esasen, sosyal planlamacı ex ante, yani kar payı patikasının gerçekleşmesinden önce alım yapar. Fakat temsili genç ajan, kar payının gerçekleştiği bir dünyaya doğmaktadır. Durum

¹⁰ Franklin Allen, ve Gale Douglas, "Financial Markets, Intermediaries, And Intertemporal Smoothing", **Journal of Political Economy**, 1997, ss. 523-546.

bir kere bilindikten sonra sigortayı uygulamak için istek olmaz. Örneğin; kar payının düşük gerçekleştiğini kabul edelim. Bu durumda, sosyal planlamacı geliri düzleştirmek için gençlerden yaşlılara transfer yapar. Diğer taraftan, kar payı yüksek gerçekleşirse sosyal planlamacı bunun bir kısmını şimdiki gençlere transfer etmek ister. Bir kısım fazlalık bir sonraki dönem için tasarruf edilebilir. Bu transferler her bir kuşağın sosyal planlamacı tarafından hedeflenen beklenen getiriye elde etmesini güvenceye alır.

Örtüşen kuşaklar modelinde piyasaların tam olmadığı bilinmektedir; fakat, Allen ve Gale uzun yaşayan finansal aracının kuşaklar arası düzleştirmeyi sunan kurumsal mekanizma olabileceğini ileri sürmektedir. Bu finansal aracı, tüm varlıkları tutar ve her bir kuşağa mevduat sözleşmesi önerir. Büyük miktarda ihtiyat biriktirdikten sonra aracı neredeyse tüm kuşaklara fiili kar payı gerçekleşmesinden bağımsız olarak sabit bir mevduat getirisi sunar. Bu tip bir kurumun başlangıçta nasıl kurulacağı ve bazı ajanların anlaşmadan caymak için özendiricileri olması durumunda aracının nasıl devam ettirileceği açık değildir. Allen ve Gale bu kurumu, dünya çapındaki Alman bankalarına eşdeğer olarak yorumlamaktadır.

Zamanlar arası tüketim planlarının düz patikasını sağlayan tüketim garantisi neoklasik ekonomilerin tüketici davranış modellerinin merkezinde yer almaktadır. Diğer bir merkezi görüş, paranın kullanımının değişimi kolaylaştırmasına ilişkindir. Para modelleri ya da *peşin ödeme kısıtlı (cash in advance constraint)* modeller paranın neden ortaya çıktığını açıklamaya çalışmaktadır. Tüketim düzleştiricisi kurum olarak banka görüşü bu iki düşüncüyü bağlamaktadır. Banka yükümlülükleri, tüketim düzleştirmesini kolaylaştıran haklar olarak görülmektedir. Fakat, banka parasının tüketim düzleştirmesini kolaylaştırmak amacıyla kullanıldığı modelde değişim kavramı yer almamaktadır. Bunun yerine ajanlar, zorunlu olarak birbirlerinden soyutlanmıştır ve diğer ajanlarla ticaret yapılmamaktadır. Ajanlar, olası şoklardan ötürü daha ziyade uzun dönem yatırım fırsatlarını kaçırmaktan korkarlar ve yalnızca banka ile işlem (alım-satım) yaparlar.

1.3. LİKİDİTE TEDARİKİ YAKLAŞIMI

Banka, yükümlülükleri değişimin aracı olarak işlev görmektedir. Bu temel gözlem, banka yükümlülüklerinin tüketim düzleştirmesine olanak sağladığı yönündeki görüşlerden ziyade likiditeye ilişkin farklı düşünce ve modellere yol açmaktadır. *Değişimin aracı (medium of exchange)*, malların karşılığında diğer ajanlara teklif edilen hak ya da menkul değerler setidir. Bu tip haklar trampaya ve hükümet tarafından arz edilen paraya üstün gelebilir. Bunların temel avantajları hakkındaki modellerin bir kısmı ajanların bir araya gelememeleri nedeniyle birbirleriyle ticaret yapamadıkları ortamı göz önüne almaktadır. Paranın yokluğunda trampa zorunludur ve etkinlikten uzak bir durum söz konusu olur. Bu durum, hakları üretip netleştiren bir bankanın sunduğu ödemeler sistemine ihtiyaç doğurur. Likiditeye ilişkin ikinci bir görüş; değişimin aracı olarak özel üretilen hakların bilgi niteliklerine ilişkindir. Burada odak, özel bilgiye sahip diğer ajanların bu bilgiyi ticari kar elde etmek için kullanması durumunda, tüketim ihtiyacı olan ajanların karşılaştığı ticari kayıpların azaltılması üzerinedir. Likiditeye ilişkin üçüncü bir görüş, *etik çöküntü (moral hazard)* probleminin firmaların beklenmeyen yatırım ihtiyaçlarını karşılamak için borçlanmalarını sınırladığı bir ortamı ele almaktadır. Etik çöküntü, aşırı likiditeye sahip firmalar ile likidite ihtiyacı içerisindeki firmalar arasındaki işlemlerin etkililiğini sınırladığından, ihtiyacı olanlara koşullu likidite sağlayan bir banka, merkezi olmayan bir piyasaya üstün gelir.

Likidite sağlayıcısı olarak bankalara ilişkin ilk görüş bankaların ödeme sistemlerindeki rolü üzerinedir. Freeman¹¹ ajanların yersel anlamda bir arada bulunmadığı ve merkezi bir alanda eşanlı işlem yapamadıkları bir ortam modellemektedir. Modeldeki sorun, alıcıların diğer ajanlara ait malları tüketmek istemeleri; fakat, bu mallar karşılığında satıcılara teklif edecek mallara sahip olmamalarıdır. Alıcılar ileriki bir tarihte mallarını para karşılığında satabilecek olmalarına karşın, cari durumda alıcıların parası da bulunmamaktadır. Bu nedenle alıcılar, bir sonraki dönemde ortak bir merkezde ödeme yapacaklarına dair satıcılara

¹¹ Scott Freeman, "The Payments System, Liquidity, and Rediscounting," *American Economic Review* 1996(a), ss.1126-1238.; Scott Freeman, "Clearinghouse Banks and Banknote Over-Issue," *Journal of Monetary Economics* 1996(b), ss.101-115.

söz verirler. İtibari (sanal) para borcu ödemede kullanılmaktadır; fakat, para ve özel borç bir arada bulunmaktadır. Alacaklı ve borçluların ortak bir merkezde bir arada bulunmaları doğrudan takası olanaklı kılar. Eğer bir arada bulunmazlarsa ödeme takas odası aracılığıyla gerçekleştirilebilir. Takas odası, parayı ödeme sözünü yerine getirmede kabul eder ve ödemeyi yapar. Fakat alacaklılar paranın takas odasına tesliminden önce talepte bulunurlarsa, takas odasının alacaklılara borçlular gelmeden ödeme yapabileceği araçlara sahip olması gerekir. Modeldeki esas nokta takas odasının dolaşım yeteneğine sahip kendi borç senetlerini/banknotlarını ihraç etmesidir.

Green, Freeman'ın modeline dayandığı çalışmada netleştirme uygulayan bir takas odasının Freeman'ın modelindeki etkinlik kazancına ulaşacağını ileri sürmektedir.¹² Aynı şekilde, McAndrews ve Roberds hakların merkezi olarak netleştirilmesine olanak veren bankalardan elde edilen kazançları modellemektedirler¹³. Bir banka firmalara borçlu cari hesap aracılığıyla ödünç verebilir. Firmalar tahsilatlarını banka fonları cinsinden gerçekleştirmek isterler; çünkü bu fonlar, borçlu cari hesap şeklindeki krediyi geri ödemek için kullanılacaktır. Williamson da, itibari para ve özel banka parasının dengede bir arada bulunduğu bir model sunmaktadır¹⁴.

Söz konusu modellerde bankalar takas işlemlerindeki rollerini kolaylaştırmak için özel para ihraç etmektedirler. Bu, başta *Amerikan Serbest Bankacılık Devri (American Free Banking Era;1838-1863)* olmak üzere bankaların gerçekten kendi özel paralarını ihraç ettikleri dönemde yaşanan tarihsel deneyimlerle ilgilidir. Bu dönem boyunca yüzlerce banka parası dolaşıma çıkmıştır. İlk iktisat tarihçileri ve para teorisyenleri bu deneyimi başarısızlık olarak görmekte ve hükümetlerin itibari para tedarikindeki rolüne haklılık kazandıran *dolandırıcı bankacılık (wildcat banking)* tarafından ortaya çıkarıldığını ileri sürmektedirler. İlk çalışmalarını müteakip

¹² Edward Green, , "Money and Debt in the Structure of Payments," **Bank of Japan Monetary and Economic Studies**, 1997, ss. 63-87.

¹³ Ayrıtlı bilgi için bkz. James McAndrews ve Roberds William , "Payment Intermediation and the Origins of Banking," **Federal Reserve Bank of Atlanta**, Working Paper, 1999.

¹⁴ Stephen D. Williamson, "Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing," **Journal of Monetary Economics**, 1986, ss. 159-179.

Rolnick ve Weber farklı bankacılık sistemlerine sahip federal devletler için başarısızlık oranlarını tekrar incelemişler ve bu dönemin bu tip olaylar ile ifade edilemeyeceği sonucuna varmışlardır¹⁵. Gorton, özel banknotların fiyatlarını analiz etmekte ve banknot piyasasının banka başarısızlığı riskini fiyatlamada ve dolandırıcılığı önlemede iyi çalıştığı sonucuna varmaktadır¹⁶.

Banknotların fiyatlandırılması likidite üretimine ilişkin başka bir sorun ortaya çıkarmaktadır. Banka yükümlülüğünün bir mal karşılığında teklif edilmesi halinde malın satıcısı, bankanın yükümlülüğünü yerine getirmeden önce başarısız olabileceği riskinin farkında olmalıdır. Bazı ajanlar bankanın olası başarısızlığı hakkında özel bilgi sahibi iseler bu durumdan yararlanabilirler. Değişimin aracısının önemli bir özelliği, bu tip bir riskin çok az olması veya hiç olmamasıdır. Değişimin aracısının değeri bu tip faktörlerden bağımsızdır; bir başka deyişle, değeri banka başarısızlığı olasılığına bağlı değildir. Bu yaklaşım, Gorton ve Pennacchi tarafından örneklerle açıklanan likiditeye ilişkin ikinci görüşte geliştirilmektedir¹⁷.

Gorton ve Pennacchi, finansal piyasa modellerinin “rasyonel olmayan bireyler” ortak varsayımıyla başlamaktadırlar. Bu modeller rasyonel olmayan bireylerin güdülerini incelememekte; bunun yerine, rasyonel olmayan bireylerin diğer araçlar için maliyetli bilgi üretimini üstlenmeyi karlı hale getirecek şekilde alım satım yaptıklarını ve para kaybettiklerini varsaymaktadır. Ayrıca bu modeller, zımnen ajanların menkul değerlerini satmalarına neden olan peşin ödeme kısıtı ile karşılaştıklarını ve gelir ve tercihlerine yönelik şoklar yaşadıklarını varsayar görünmektedir. Simetrik olarak bu modeller, menkul değerlerini satmak için ansızın harekete geçen rasyonel olmayan bireylerin varlığını kabul etmektedir. Fakat, bu hareketin kaynağının tam olarak ne olduğu hususu çok açık değildir. Bu bireyler bilgisizliklerinin yanı sıra, menkul değerlerin işlem gördüğü fiyatların açıklanmaması

¹⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. Arthur Rolnick, and Weber Warren, “Free Banking, Wildcat Banking and Shimplasters”, **Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis**, 1982 ;“New Evidence on the Free Banking Era,” **American Economic Review** ,1983, ss. 1080-91; “The Causes of Free Bank Failures: A Detailed Examination,” **Journal of Monetary Economics** , 1984,ss. 267-292.

¹⁶ Gary Gorton, “Reputation Formation in Early Bank Note Markets”, **Journal of Political Economy**, 1996, ss. 346-397; “Pricing Free Bank Notes”, **Journal of Monetary Economics** ,1999,ss.33-64.

¹⁷ Gary Gorton, and Pennacchi George, “Financial Intermediaries and Liquidity Creation”, **Journal of Finance**, 1990, ss.49-72.

neniyle de menkul değerleri ya çok düşük fiyatlardan satmakta ya da çok yüksek fiyatlardan satın almaktadır.

Gorton ve Pennacchi rasyonel olmayan bu tacirlerin daha iyi bilgilendirilmiş tacirler ile menkul değer alım satımı yaparken para kaybedeceklerinin farkına varması gerektiğini gözlemlemektedir. Dolayısıyla, rasyonel olmayanlar menkul değer alım satımı yaparken bilgi sahibi tacirlerin bilgilendirilmemişler aleyhine fayda sağlamalarının mümkün olmadığı menkul değerler talep ederler. Bu nedenle, eğer bilgilendirilmemiş tacirler menkul değeri daha çok bilgilendirilmiş olanlara herhangi bir kayba uğramaksızın satabiliyorlarsa bu menkul değerin likit olduğu söylenir. Bir menkul kıymetin değerindeki oynaklık ne kadar yüksek olursa bilgilendirilmemiş tacirlerin maruz kalacağı potansiyel kayıp o kadar büyük olur. Eğer menkul değerler yalnızca bilgilendirilmiş tacirlere malum olan bilgiden bağımsız olarak değerlenebiliyorsa, bu menkul değerler alım satım amacıyla özellikle arzu edilir. Gorton ve Pennacchi dayanak portföyün nakit akımlarını borç ve zsermaye yaratmak amacıyla bölmenin borç olarak adlandırılan bu tip likit menkul değerler yaratacağını ileri sürmektedir. Eğer borç risksiz ise, diğer ajanların sahip olabileceği bilgi avantajı yoktur. Beklenmeyen gereksinimleri olan bilgilendirilmemiş ajanlar likidite gereksinimlerini karşılamak için bu menkul değerleri satabilirler. Finansal aracılar bu tip menkul değerleri yaratmak için doğal işletmelerdir; nkn, çeşitlendirilmiş varlık portföyü tutarlar. Sonuç olarak, borçları işlem amacı ile kullanılabilir.

Holmström ve Tirole likidite sağlamada aracılığın rolüne ilişkin nc görüşe dayanan başka bir mantıksal açıklama sunmaktadırlar¹⁸. Tüketicilerden ziyade firmalardan kaynaklanan likidite talebi türeterek başlamaktadırlar. Modelde c adet tarih bulunmaktadır; 0, 1 ve 2'nci. Tarih 0'da firmayı yöneten girişimci dışsal finansmanı artırır. Tarih 1'de likidite şoku meydana gelir ve girişimci tarih 2'de projeden getiri elde edebilmek için projeye daha fazla kaynak aktarmak zorunda kalır. Likidite şokunun gerçekleşmesinden sonra girişimcinin çaba seçimini takiben devam

¹⁸ Bengt Holmstrom ve Tirole Jean, "Private and Public Supply of Liquidity", **Journal of Political Economy**, 1998, ss.1-40.

etme ya da etmeme kararı alınır. Eğer projeye devam edilirse, tarih 2’de bir çıktı gerçekleşir ve sözleşme ödemeleri yapılır. Girişimciyi çaba harcamaya teşvik etmede etik çöküntü sorunu olduğundan dışarıdaki yatırımcılara yatırımın tam toplumsal değeri taahhüt edilemez. Firma birinci en iyi toplumsal optimuma kıyasla daha az finansman sağlar. Eğer firma, başlangıç kaynaklarını saklayabilirse bir ikilemle karşılaşır. Likidite şokuna karşı güvence sunması amacıyla tarih 0’da yatırdığı miktarı azaltabilir ya da tarih 0’da daha çok yatırarak likidite şokuna hazırlıksız yakalanır.

Saklamanın ve belirsizliğin olmadığı varsayımları altında değeri zamanlararası transfer etmenin tek yolu firmalar tarafından ihraç edilen hakları kullanmaktır. Genel dengede bazı firmalar tarih 1’de kaynak ihtiyacı içerisindeyken, bazılarının böyle bir ihtiyacı yoktur. En iyi ikinci anlaşma tarih 1’de kaynaklar için büyük ihtiyaç duyan firmalara, tarih 1’de düşük ihtiyaçlı firmaların piyasa değerinden yararlanma olanağı sunar. Tarih 1’de likidite şoku yaşayan firma, hakları tarih 1’de satarak ihtiyaçlarını karşılayamaz; bunun için çok geçtir. Bunun yerine firma tarih 1’deki ters likidite şokuna karşı tarih 0’da diğer firmalar üzerinde haklar satın alarak ve bu hakları tarih 1’de satarak korunabilir. Fakat, bu anlaşmaya ilişkin iki sorun vardır. İlki; eğer etik çöküntü yeterince şiddetli ise firma haklarına ilişkin piyasa, yeterli likidite arz edemez. İkincisi likit varlıkların (kaynak ihtiyacı olan firmalar tarafından tarih 1’de satılabilen haklar) dağılımı etkin değildir. Ters likidite şoku olmayan firmalar tarih 1’de ihtiyaç duymadıkları hakları tutarlar.

Bir aracı yatırımcılara 0 tarihinde tarih 2’deki değeri üzerinden haklar ihraç ederek likidite sunabilir. Tarih 0’da her bir firma ile tarih 1’de kredi limiti sunmak için sözleşme yapar. En yüksek kredi limiti girişimcinin çaba sarf etmesinde özendirici rol oynar. Firmanın likidite şoku ile ilişkilendirilemeyen finansal piyasalardaki haklardan farklı olarak, firmalar tarih 1’de kredi limitinden ihtiyaçlarına göre kullanırlar. Belirsizlik durumunda bu anlaşma çalışmaz ve hükümet tahvili piyasası bir rol alabilir.

Hem Gorton ve Pennacchi, hem de Holmström ve Tirole cazip duruma bağlı ödemeler sunan menkul değerler yaratan araçlara sahiptir. Gorton ve Pennacchi’ye

göre, banka, değerleri başarısızlık olasılığına bağlı olmayan vadesiz mevduatlar üretmektedir. Söz konusu menkul değer rağbet görmektedir çünkü değeri duruma bağlı değildir. Bu nedenle bilgilendirilmemiş bireyler daha iyi bilgilendirilmişler giriştikleri işlemlerde zarara uğramazlar. Holmström ve Tirolee göre ise aracı, duruma bağlı olması nedeniyle değerli addedilen kredi limiti şeklinde bir menkul değer yaratıyor ve bu limit sadece firmanın ara tarihte kaynak ihtiyacı duyması halinde kullanılıyor. Firmalar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası menkul değerleri bunun yerini alamaz.

1.4. BİLGİ ÜRETİMİ YAKLAŞIMI

Yatırım fırsatları hakkındaki bilgilerin bedava olmadığı düşünülüğünde, iktisadi birimler bilgi üretmeyi zahmete değer görecektir. Birden fazla birim aynı bilgiyi üretmeye kalktığında etkin olmayan bilgi üretimi tekrarı ortaya çıkacaktır. Alternatif olarak daha az sayıda ajan bilgi üretebilir ve bu bilgiyi diğer ajanlara satabilirler. Ancak bu esasen, Hirshleifer tarafından tanımlanan “*güvenilirlik sorunu*”nu (*reliability problem*) ortaya çıkarır. Bilgi üreticisinin gerçekte güvenilir bir şekilde değerli bilgi üretmesini sağlamak mümkün olmayabilir. İlgili diğer bir sorun, bilginin tekrar satılmasına ilişkindir. Eğer bir bilgi üreticisi güvenilir şekilde değerli bilgi üretiyorsa ve sonra bunu diğer bir ajana satıyorsa ikinci ajanı bu bilgiyi üçüncüye satmaktan alıkoyacak bir yol yoktur ve süreç bu şekilde devam eder. Diğer bir deyişle, bilgiyi satın alanlar bunu satabilirler ya da kendilerine olan kullanışlılığını azaltmadan diğerleri ile paylaşabilirler. Bu “*uygunluk sorunu*” (*appropriability problem*) olarak bilinir. Bilgi üretmenin tüm getirileri bilgi üretmeyi kazançsız hale getirecek şekilde bilgi üreticisi tarafından kavranamayabilir¹⁹. Bilgi üretiminde tekrar satış ve uygunluk sorunları aracılığın ortaya çıkışını motive eder²⁰.

Leland ve Pyle aracı kurumların güvenilirlik sorununu ortadan kaldırdığını ileri süren ilk araştırmacılarıdır²¹. Leland ve Pyle bilgi transferi

¹⁹ Sanford Grossman ve Joseph Stiglitz, “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”, **American Economic Review**, 1980, ss. 393-408.

²⁰ Gary Garton ve Andrew Winton, a.g.e. s.7.

²¹ Hayne E. Leland ve David H. Pyle, “Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation”, **The Journal Of Finance**, 1977, ss. 371-387.

olmaksızın piyasaların yetersiz performans göstereceğini iddia etmektedir. Kalitesi yüksek değişkenlik gösteren projelerin bulunduğu bir piyasada girişimciler ile tasarruf sahipleri arasında var olan bilgi asimetrisi nedeniyle girişimciler kendi projelerinin kalitesi hakkında bilgi sahibi iken ödünç verenler bunlar arasında ayırım yapamaz ve bu nedenle piyasa değeri ortalama proje kalitesini yansıtır. Piyasa, projelere ortalama maliyetten yüksek bir ortalama değer biçerse düşük kaliteli projelerin arzı genişler. Zira girişimciler bilgisiz piyasayı kandırarak kar elde edebilirler. Fakat böyle bir durumda, ortalama proje kalitesi oldukça düşük olacaktır. Finanse edilmeye layık projeler ise, düşük ortalama kaliteden kaynaklanan yüksek sermaye maliyeti nedeniyle üstlenilmez. Leland ve Pyle iyi kalitedeki projelerin finanse edilebilmesi için bilgi transferi gerçekleşmesi gerektiğini; fakat etik çöküntünün doğrudan bilgi transferini engellediğini ileri sürmektedir. Bununla birlikte, projenin kalitesi hakkındaki bilgi, girişimcinin eylemleri gözlemlenebildiği takdirde transfer edilebilir. İçerden bilgiye sahip kişilerin proje ya da firmaya yatırım yapma isteği bu tip bir eylem olarak tanımlanmaktadır.

Potansiyel ödünç verenler girişimcinin projeden dönem sonu beklediği değere istinaden göndereceği sinyale yanıt verebilirler. Girişimci tarafından projede muhafaza edilen hisse burada sinyal görevi görmektedir. Elde tutulan hisse, ödünç verenler tarafından projenin beklenen dönem sonu değerinin sinyali olarak algılanabilir. Böylece, piyasa beklenen dönem sonu değerini girişimcinin projedeki payının bir işlevi olarak değerlendirir.

Leland ve Pyle ölçek ekonomilerinin varlığında belli varlık sınıfları için bilgi toplayan ve topladıkları bilgiyi satan kurumların ortaya çıkacağını iddia etmektedir.

Aracı, malvarlığını hakkında değerli bilgi ürettiğini iddia ettiği varlıklara yatırarak güvenilir şekilde bilgi üretebilir. Dolayısıyla, girişimcilerin firmalarına yatırım isteği firma bilgisinin kalitesi hakkında aracıya yol gösterirken; bu bilgiye dayalı olarak seçilen varlığa aracının katılım payı, aracının ürettiği bilginin kalitesi hakkında tasarruf sahiplerine sinyal verir. Söz konusu sinyal mekanizması aracılığıyla güvenilirlik sorunu ortadan kalkmaktadır.

Bilginin getirisini elde etmede yaşanan uygunluk sorunu ise, firma bilgisinin özel bir malda, yani aracının portföyünde vücut bulması ile çözülmektedir. Zira, bilginin kendisi getirisi azaltılmadan satılabilirken aracının sahip olduğu varlıklar getirilerinden vazgeçilmeksizin satılamaz.

Campbell ve Kracaw, Leland ve Pyle önermesinin tersine tek başına aracılığın bilgi piyasalarının doğasında mevcut olan güvenilirlik ve uygunluk sorunlarını çözmeye yeterli olmadığını göstermektedir²². Fakat bu, aracılığın önemli bir işlevinin bilgi üretimi olmadığı anlamına gelmemektedir. Zira yazarlara göre; işlem maliyetlerinde ölçek ekonomileri ve bilgi üretimi gibi finansal araçların varoluşlarına ilişkin açıklamalar birbirlerini tamamlayıcı niteliktedir.

Campbell ve Kracaw, finansal araçların rolüne yönelik bir anlayış önermeye ek olarak mükemmel olmayan bilgi durumunda finansal piyasalarda ortaya çıkan güvenilirlik sorununun çözümü hakkında da önemli bir sonuç sunmaktadır. Leland ve Pyle modelinde, başlangıçtaki varlıkların bilginin güvenilirliğini garanti eden işlevinin etik çöküntü sorununu çözdüğü görülmektedir. Diğer bir deyişle, piyasa, piyasada yeterli payı olanların sinyallerine ve bilgilerini yanlış olarak sunmak için özendiricileri olmadığına inanıyor. Bu önerme başlangıçtaki varlık düzeyinin bilgi için piyasaya girmede bir engel oluşturduğu ve güvenilirlik üzerinde sınırlandırma yarattığı anlamına gelmektedir.

Campbell ve Kracaw analizlerinde iki temel varsayıma yer vermektedir. Bunlardan ilki; Leland ve Pyle modelinin tersine firmalar tarafından değerleri hakkında piyasaya gönderilen mükemmel sinyal olanaklarının bulunmamasıdır. Yazarlar, bu tip bir sinyalin varlığı kabul edildiğinde bilgi üreticisi araçlara gerek olmayacağını ileri sürmektedir. İkinci varsayım; bilgi avantajına sahip yatırımcıların, bu bilgiyi kar için kullanamayacaklarıdır. Fiyat belirlenmesi sürecinde Walras'ın *yordamlama (tatonnement)* varsayımı özel bilgiyi anında kamusal bilgi haline getirmektedir. Bilgi avantajına sahip yatırımcıların piyasaya oranla küçük portföylere sahip olmaları durumunda, özel bilgilerine dayanan bu yatırımcılar fonlarını piyasa

²² Tim S. Campbell ve William A. Kracaw, "Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, ss. 863-882.

üzerinde minimal bir etki ile değerlendirebilirler. Kendi fonlarından elde edebileceklerinin ötesinde kar etmek isterlerse piyasayı kendi bilgilerinin kalitesine ikna ederek ek kaynak toplamak zorundadırlar.

Campbell ve Kracaw güvenilirlik sorununun çözümünde iki yol bulunduğunu düşünmektedir. Birinci olarak, dürüst bilginin üretimini sağlamak amacıyla bilgi üreticisinin izlenmesine olanak veren hükümler sözleşmeye dahil edilebilir. Ancak, bu tip bir izleme faaliyetinin maliyeti oldukça yüksek olacaktır. Diğer alternatif ise, etik çöküntüyü özendiren unsurları dengeleyen sözleşme hükümleri tasarlanmasıdır. Modellerindeki dengeleyici hüküm bilgi üreticisinin az değerlendiğini iddia ettiği firmalara yatırım yapmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla, bilgi üreticilerinin güvenilirliklerini tesis etmek için servetlerinin yeterli bölümünü aracıya yatırmaları etik çöküntü sorununun çözümünü sağlar. Ancak yatırımcılar, sadece güvenilirliklerini ispatlayacak kadar servete sahip olan araçlara yatırım yaparlar. Bu nedenle, daha etkin araçlar piyasadan dışlanabilecektir. Bu halde ussal (rasyonel) beklentiler dengesi etkin değildir.

Analiz başlı başına aracılığın bilgi piyasası başarısızlığını çözemediğini göstermektedir. Güvenilirlik sorunu araçların piyasada yeterince büyük bir pozisyona sahip olmaları ile çözülmektedir. Yeterince büyük bir pozisyona ulaşma en düşük bedel karşılığında bilgi üreten yatırımcının portföyünün, diğer yatırımcılar tarafından izlenmesi ile veya bu yatırımcının diğerlerinden fon kabul ederek aracı gibi hareket etmesi ile sağlanmaktadır.

Leland ve Pyle analizinde diğer yatırımcıların aracının portföyünü gözlemleyerek bir anlam çıkaramayacakları farz edildiğinden, aracılığın güvenilirlik sorununu çözdüğü ileri sürülmektedir. Buna karşılık Campbell ve Kracaw tam tersini varsaymakta ve bilgi piyasasının birbirlerinin portföyünü gözlemleyebilen yatırımcıların varlığında araçlar ortaya çıkmaya dahi başarılı bir şekilde işlediğini iddia etmektedir. Campbell ve Kracaw'da az değerlendirilmiş firmalar bilgi üreticilerine belli bir bedel karşılığında bilgi üretmesi için başvurmaktadır. Leland ve Pyle aracı olmayan bilgi üreticilerini göz ardı ettiğinden aracılığın bilgi piyasasındaki başarısızlığı giderdiği sonucuna varmaktadırlar. Ayrıca, firmaların değerleri

hakkında piyasaya sinyal gönderdiği bir mekanizmanın bulunmadığı varsayılmaktadır. Aksi halde, firmaların aracının veya diğer bilgi üreticilerinin yokluğu halinde de doğru değerleneceklerini kabul etmek gerekeceği iddia edilmektedir.

Yazarlar, aracılardan yatırımcılar tarafından arzu edilen bilgi ve diğer hizmetlerin ortaklaşa üretilmesi sonucunda ortaya çıktığını ileri sürmekte ve bu hipotezlerinin işlem maliyetleri ve asimetrik bilgi yaklaşımlarını içermesi nedeniyle finansal aracılardan varlığına ilişkin daha inandırıcı bir açıklama sunduğunu iddia etmektedirler.

Boyd ve Prescott ex ante bilgi asimetrisinin ters seçim sorununa neden olduğu bir ortamda çok sayıda ödünç alan ve ödünç veren ile iş yapan aracının sözleşme maliyetlerinin sözleşme sayısı arttıkça azaldığını göstermektedir²³. Diamond (1984)'ın modeli ile aynı sonuca ulaşan bu çalışmada da *çeşitlendirme (diversification)* kilit bir rol oynamaktadır²⁴. Ancak Diamond ile Boyd ve Prescott arasında önemli farklılıklar mevcuttur. Diamond sözleşmenin yapılmasından sonra ortaya çıkan etik çöküntü sorunu ile ilgilenirken Boyd ve Prescott sözleşme yapılmadan önce varolan *ters seçim (adverse selection)* sorununa çözüm sunmaya çalışmaktadır. Ayrıca, Diamond'ın aracılardan bireysel ajanlar iken; Boyd ve Prescott çok sayıda ajanın birlikte hareket etmesi ile oluşan koalisyon formunda aracılara sahiptir.

Konuya ilişkin diğer çalışmalardan farklı olarak Boyd ve Prescott ex ante bilgi asimetrisinden başka sözleşme yapıldıktan sonra ek bilgi üretme olasılığını da modele dahil etmektedir. Aracılık koalisyonları sadece her iki bilgi kaynağının açık olması halinde endojen olarak ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle, eğer bilgi kaynaklarından biri kapalıysa (örneğin, ex ante bilgi asimetrisini bertaraf edecek şekilde tüm ajanlar özdeş donatılmış ise veya sözleşmeden sonradan bilgi üretmek yasak ise) finansal aracılara gerek yoktur. Finansal aracılardan dağıtımları daha basit

²³ John H. Boyd ve Edward C. Prescott, "Financial Intermediary-Coalitions", **Journal of Economic Theory**, 1986, ss. 211-232.

²⁴ Douglas W. Diamond, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", **The Review of Economic Studies**, 1984, ss. 393-414.

piyasa tipi anlaşmalar ile gerçekleştirilebilir. Dolayısıyla, finansal aracılık koalisyonları proje sahiplerinin yatırım fırsatlarına ilişkin özel bilgi sahibi olduğu ortamlarda etkin bilgi üretimi için ortaya çıkmaktadırlar.

Boyd ve Prescott'un modelindeki aracı, başlangıçta sayılan banka benzeri aracılardan özelliklerini taşımaktadır. Diğer araştırmacılar da, değerli özel bilginin güvenilirlik ve uygunluk sorunlarına çözüm peşinde koşmuşlardır. Fakat bu diğer çözümler banka benzeri aracılardan içermemektedir. Bu bağlamda özellikle iki ortam incelenmektedir. İlki, bir fon yöneticisinin üstün bilgiye veya üstün yeteneğe sahip olduğunu iddia ederek tasarruf sahipleri adına yatırımda bulunmayı teklif ettiği bir yetkilendirilmiş portföy yönetimi ortamıdır. İkincisi ise, bilgi üreticisinin tasarruf sahipleri adına yatırımda bulunmadığı; fakat yatırım fırsatları hakkında tasarruf sahiplerine değerli bilgi sunduğu bir ortamdır. Aracılık teorisi derecelendirme kuruluşları gibi bilgi satan firmalar, yatırım fonları ve hedge fonlar gibi yetkilendirilmiş portföy yöneticileri ve banka benzeri aracılardan ayırım yapabilmelidir²⁵.

Deneysel olarak bu türler arasında tanımlanabilir farklılıklar bulunmaktadır. Banka benzeri aracılardan ürettikleri bilgileri satmazlar. Daha ziyade, Boyd ve Prescott'un modelindeki gibi koalisyon üyelerinin getirisini iyileştirmek için bilgiyi içsel olarak kullanır. Bilginin banka benzeri aracılıkta ödünç vermek suretiyle varlık haline dönüştürülmesi ile derecelendirme kuruluşlarının çeşitli kurum ve sermaye piyasası araçlarına ilişkin kredi riski bilgisi üretmesi için bu kurum ve kuruluşlardan gelir elde etmesi tamamıyla birbirine zıt iş yapış modelleridir. Derecelendirme kuruluşları güvenilirlik ve uygunluk sorunu ile karşılaşır; fakat, ödünç para vermezler. Derecelendirme kuruluşları tarafından üretilen bilgiye güvenen tasarruf sahipleri bu bilgiye dayanarak ödünç verebilirler, fakat buradaki ödünç verme aracı vasıtasıyla dolaylı bir şekilde değil, doğrudan gerçekleşir. Üstün bilgiye sahip olduğunu iddia eden portföy yöneticisi tasarruf sahiplerinden topladığı fonları çeşitli finansal enstrümanlarda değerlendirir. Bu iş yapış modeli banka benzeri aracılığa oldukça benzemekle birlikte yatırımcıların sahip olduğu hakların niteliği ile portföy

²⁵ Gary Garton ve Andrew Winton, a.g.e., s. 14.

yöneticisinin oluşturduğu portföyün sahip olduğu hakların niteliğinin özdeşliği nedeniyle banka benzeri aracılıktan ayrılmaktadır. Eş söyleyişle, banka benzeri aracılıkta var olan hakların dönüştürülmesi işlevi, yetkilendirilmiş portföy yöneticisi tarafından yerine getirilmemektedir.

Bilginin güvenilirliği sorunu ve bunun finansal aracılık ile olan bağlantısını ele alan çalışmada Bhattacharya ve Pfleiderer yatırım fonlarının ve diğer kurumsal yatırımcıların, portföylerinin menkul değer getirilerine ilişkin kullanışlı bilgi elde edebilen kişiler tarafından yönetilmesini sağlamada karşılaştıkları sorunları incelemektedirler²⁶. Modelde yatırımcılar heterojen yeteneklere sahip kişilerin oluşturduğu bir havuzdan yönetici kiralamak zorundadırlar ve kiralanan yöneticinin elde ettiği bilgiyi doğru bir şekilde açığa vurmasının temin edilmesi gerekmektedir. Asıl, yönetici/temsilcinin açığa vurduğu bilgiyi kullanarak doğrudan yatırım yapabildiğinden yönetici/temsilci portföy yönetimi hizmeti sunmamaktadır. Dolayısıyla, burada esasen bir aracılık faaliyeti yoktur.

Allen ajanlara satılan bilginin ajanlar tarafından yatırım amacıyla kullanıldığı koşulları, bilgiyi satın alanların sonrasında aracı gibi hareket ettikleri ve bilgiyi tekrar sattıkları durumdan ayıran bir model sunmaktadır²⁷. Çalışmanın sonuçları şu şekildedir: Öncelikle, güvenilirlik sorunu bilginin doğrudan satıldığı piyasaların varlığını hükümsüz kılmada yeterli değildir. İkinci olarak bu tip piyasaların işleyişi bilgi alıcılarının, satıcıların riskten kaçınma düzeyleri hakkındaki bilgilerine ve mevcut menkul değerlere bağlıdır. Son olarak, bilgi piyasaları bakış açısı işlem maliyetlerine dayanmayan bir finansal aracılık teorisine yol açmaktadır. Orijinal satıcı güvenilirlik problemi nedeniyle bilgisinin değerinin yalnızca bir bölümünü kavrayabilmektedir; aracılar kalan değer bir bölümünü kavrayabildikleri için kar elde edebilmektedirler.

Bu önerme aracılığın ortaya çıkışına ilişkin tekrardan satışı önleyen Leland ve Pyle modeli ile çelişmektedir; Allen'in modelinde aracılık ortaya çıkmaktadır; çünkü

²⁶ Bhattacharya, Sudipto ve Paul Pfleiderer, "Delegated Portfolio Management", **Journal of Economic Theory**, 1985, ss. 1-25.

²⁷ Franklin Allen, "The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation", **Journal of Financial Intermediation**, 1990, ss. 3-30.

tekrar satış bilgi getirilerinin kavranmasına imkân vermektedir. Bilgi değerinin daha büyük kısmı kavranabildiğinden bilgiyi tekrardan satmak kendi yatırımlarına esas almaya kıyasla karlıdır.

Burada belirtilene en yakın gerçek aracı hisseler hakkında bilgi edinmesi için analistler çalıştıran yatırım fonları gibi portföy yönetimi firmalarıdır. Bu bilgi portföy yönetimi kararları almak için kullanılmakta ve bu portföyler yatırımcılara satılmaktadır.

Ramakrishnan ve Thakor ex ante olarak bilinmeyen ekonomik değişkenler hakkında maliyetli bilgi üreten ajanların bulunduğu bir ortamı ele almaktadırlar²⁸. Bilgiye ilgi gösterenler bu hizmet karşılığında ajana ödemede bulunuyor. Fakat bilginin güvenilirliği ex post olarak hatasız değerlendirilemiyor. Bilginin güvenilirliğine ilişkin sadece gürültülü bir gösterge mevcuttur. Bu nedenle her bir bilgi üreticisinin ücreti bu gösteregeye dayanmaktadır.

Broker olan finansal araçların teorisinde anahtar, aracılığın neden sermaye değişim maliyetini azalttığına açıklamasıdır. Bu maliyetin önemli bir bileşeni bilgi üretim maliyetidir. Ramakrishnan ve Thakor finansal araçların ortaya çıkışına yönelik bilgi üretim maliyetlerini azaltma kabiliyetine dayanan mantıksal bir açıklama sunmaktadır. Bir firma ya da ödünç alan bir kısım yatırımcıdan ya da ödünç verenden sermaye alma ihtiyacı duyabilir. Aracılık eden bilgi brokerı olmaksızın her bir yatırımcı sermaye talebi olan firmayı incelemek isteyeceğinden bilgi üretiminde devasa tekrar olur. Bu tekrardan bilgi üreticisinin firmanın ekonomik değerini ya da ödünç alanın temerrüt ihtimalini doğrulaması için görevlendirilmesiyle kaçınılabilir. Bireysel bilgi brokerı olarak hareket eden bilgi üreticisinden çeşitlendirilmiş bilgi brokerı olarak faaliyet gösteren bilgi üreticisi koalisyonuna geçişin gerçekleşmesi için koalisyonun bilgi üretim maliyetlerini daha da düşürebilmesi gerekir. Bu maliyet azalması modelde gerçekleşiyor; çünkü her bir bilgi üreticisinin güvenilir olmayan bilgi üretme eğiliminin yarattığı ahlaki çöküntü probleminden doğan özendirici maliyetleri grup boyutunda azalır.

²⁸ R.T.S. Ramakrishnan, ve Anjan Thakor, "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation," *Review of Economic Studies*, 1984, ss. 415-432.

Doğru olarak değerlenmekten fayda sağlayan tüm firmalar, bilgi üreticilerine başvururlar. Bilgi reticileri ile görüşülen sözleşmeler herkes tarafından gzlemlenebildiğinden, yanlış değerleme yapılması için teklif edilen yan demeler önleniyor. Bu, bilgi üreticisinin beklenen yararını enoklamaya (maksimize etmeye) yönelik performansının herkes tarafından ex ante olarak hesaplanabilmesini sağlıyor. Bu nedenle, önerilen sözleşmeler özendirici olursa, yani üreticinin tam çaba harcamasını sağlarsa bilgi üreticisinin güvenilirliğine ilişkin kuşku olmaz.

İtibar temelli gösterge kapsamında aracı t zamanında N adet sözleşme yapmaktadır. $t+1$ 'de piyasa her bir sözleşmeye ilişkin aracı çıktısının kalitesi hakkında mükemmel olmayan bir değerlendirme yapar ve $n(\leq N)$ sayıda sözleşmede kalitenin iyi olduğuna karar verir. Bu, aracının $t+1$ 'de kaç adet yeni sözleşme alacağını belirleyen itibar endeksi olur. n ne kadar yüksekse aracının hizmetine olan talep dolayısıyla aracının creti $t+1$ 'de o kadar yüksek olur.

Aracılık için varsayılan ücret yapısına en iyi örnek yatırım bankacılarının firmalara taahh ettiği *stlenim (underwriting)* teklifidir. Yatırım bankacısı ihratan belli bir geliri garanti ediyor ve gerçek gelirin düşük olmasından kaynaklı riski üstleniyor. Yatırım bankacısının geliri taahh edilen ile gerçekleşen arasındaki fark. İhracın başarılı olabilmesi için yatırım bankacısı hissenin hangi fiyattan piyasaya sürüleceğini bilmeli. Bu bilgi üretimini de çağrıştırıyor. Eğer yatırım bankacısı firmanın menkul kıymetlerinin değerini hakkında gerekli bilgiyi üretirse ihracı doğru fiyatlaması ve başarılı olması ihtimali yüksektir. Tersine durumda ihracı başarısız olur. Bu, yatırım bankacısının ücretinin gürültülü piyasa temelli göstergenin sonucuna bağlı olması demektir. (Bu durumda gösterge yatırım bankacısı tarafından belirlenen ihracı fiyatının ilettiği bilginin güvenilir olup olmadığı hakkındaki piyasa değerlendirmesidir.)

Birçok modelde bilgi satıcısının üstün bilgiye dayanarak fon kabul etmesine aslında gerek yoktur. Bhattacharya ve Pfleiderer, Allen ve Ramakrishnan ve Thakor da bilgi üreticisi bilgiyi tasarruf sahiplerine satmakta, fakat tasarruf sahiplerinin fonlarını yatırıma dönüştürmemektedir. Boyd ve Prescott ta ise aracı mevduat kabul etmekte, bilgi üretmekte ve üretilen bilgiye dayanarak projelere yatırım yapmaktadır.

1.5. İZLEME YAKLAŞIMI

Diamond, özendirici sorunlarını çözmek için yararlı olan bilginin en az maliyetle üretilmesine dayanan bir finansal aracılık teorisi geliştirmiştir²⁹. Bu çalışmada banka gibi bir aracı, ödünç verdiği firmalarla imzaladığı kredi sözleşmelerini belli bir maliyete katlanarak *izleme (monitoring)* görevi ile yetkilendirilmektedir. Aracının yetkilendirildiği bilgi üretim görevi sonucunda, aracı açısından *özendirici sorunları (incentive problems)* ortaya çıkmaktadır. Bu sorunlar, *yetkilendirme maliyetleri (delegation costs)* olarak adlandırılmaktadır. Diamond çalışmasında yetkilendirme maliyetlerinin belirleyicilerini analiz etmekte ve finansal aracılığın doğrudan ödünç alma/vermeye kıyasla maliyet avantajına sahip olduğu bir model geliştirmektedir. Aracılığın sahip olduğu bu avantajda çeşitlendirmenin son derece önemli bir rolü bulunmaktadır.

Diamond'ın modeli iki literatürle bağlantılı bulunmaktadır. Bunlardan ilki, *asıl-temsilci (principal-agent)* ilişkileri bağlamında temsilci hakkında ek bilgiler izlemenin etik çöküntü sorununu çözmeye yardımcı olduğu tek temsilci-tek asıl literatürü ile bağlantılıdır³⁰. Diamond'ın analizi bu literatürü çok sayıda asılın bulunduğu bir ortamda maliyetli izlemeye genişletmektedir. Çok sayıda asıldan maksat; bir firmanın menkul değerlerini elinde bulunduranlar veya aracıya ödünç verenlerdir. Diğer ilişkili literatür ise, mükemmel olmayan bilgiye dayanan finansal aracılıktır. Bir kaç dikkat çekici çalışma yetkilendirmenin maliyetlerine ve uygulanabilirliğine ilişkin açık bir analiz sunmaksızın aracıyı bazı bilgisel görevler ile yetkilendirmenin faydalarını analiz etmektedir³¹.

Diamond'ın modelinde ödünç verenlerin firmanın üretim miktarına ilişkin bilgisi olmadığı ex post bilgi asimetrisi nedeniyle ödünç alanların izlenmesi gerekmektedir. Sadece bireysel ödünç alan projesinin gerçekleşen çıktısını

²⁹ Douglas W. Diamond, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", **The Review of Economic Studies**, 1984, ss. 393-414.

³⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. R. Harris ve A.Raviv, "Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information", **Journal of Economic Theory**, 1979, ss. 231-259; B.Holmstrom, "Moral Hazard and Observability", **Bell Journal of Economics**, 1979, ss.74-79; S. Shavell "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship", **Bell Journal of Economics**, 1979, ss. 55-73.

³¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Hayne E. Leland ve David H. Pyle, a.g.m., ss.381-387.

gözlemleyebildiğinden, sözleşmeler çıktıya bağlı olarak yapılamaz. Dolayısıyla, ödünç veren dezavantajlıdır; çünkü, ödünç alan bir özendirici olmadıkça ödeme yapacağına ilişkin ex ante verdiği sözü tutmaz. Diamond'ın bu sözleşme sorununu çözmek için düşündüğü ilk olasılık ödünç alanın yaptığı ödemenin en az ödeme tutarının altında kalması halinde ödünç alana *mali olmayan cezalar (nonpecuniary penalties)* uygulayan bir sözleşme olmuştur. Bu sözleşme maliyetlidir; çünkü, dengede uygulanan bu tip cezalar ödünç alanların faydasını azaltır. Bunun yerine, eğer ödünç verenin bilgi üretim teknolojisi mevcutsa, bu teknolojinin uygulanmasıyla belirli bir maliyette bilgi asimetrisi sorununun üstesinden gelinebilir. Muhtemelen bu, mali olmayan cezalardan daha ucuzdur ve bu nedenle de daha etkin olacaktır. Diamond, ödünç alanın gerçekleşen çıktısı hakkında belirli bir maliyette bilgi üretmeyi “izleme” olarak adlandırmaktadır.

Diamond'ın “izleme” terimi, sözleşme teorisinde yer alan “*maliyetli durum doğrulanması (costly state verification)*” yaklaşımına benzemekle birlikte arada belirgin bir fark bulunmaktadır. Townsend'in geliştirdiği bu yaklaşımda, ödünç veren ödünç alanın borcunu geri ödeyebilecek kaynağının olup olmadığı hakkındaki kararını ödünç alanın projesine ait nakit akımları gerçekleştikten ve kendisine bir ödeme teklif edildikten sonra verir³². Diamond'ın modelinde ise, izleme duruma bağlı değildir ve maliyet süreklilik arz etmektedir çünkü izleme maliyetine ödünç alanın projesine ait çıktının gerçekleşmesinden önce maruz kalınmaktadır. Dolayısıyla, Townsend'in modelinde ödünç verenin ödünç alanı izleme kararı, girişimcinin ödünç verene ödeme yapmasından sonra alınır; bu karar, ödemenin miktarına bağlıdır. Bu yaklaşımda optimum finansal sözleşme temerrüt durumunda alacaklıya tahsilat sağlayabilmek için maruz kalınması zorunlu sabit bir iflas maliyetinde projenin tüm varlıkları üzerinde hak verir.

Townsend ve Diamond arasındaki izlemeye ilişkin farklılık diğer bir farklılığa neden olmaktadır. Townsend'in modelinde costly state verification sorunu, ödünç veren ve alan arasında borç sözleşmesini doğurmaktadır. Diamond'ın

³² R.M Townsend, “Optimal Contracts and Competitive Markets With Costly State Verification”, **Journal Of Economic Theory**,1979, ss. 265-293.

modelinde ödünç alan ve veren arasındaki optimal sözleşme izlemenin yokluğunda borç sözleşmesidir; fakat, izlemenin varlığı kabul edildikten sonra optimal sözleşme belirsiz olmaktadır. Örneğin *özsermaye sözleşmesi (equity contract)* uygulanabilir olabilir. Bu önerme Diamond'ın temel görüşü açısından önemli olmamakla birlikte, piyasalarda işlem yapan ajanların finansal aracılığın fonksiyonunu neden yerine getirmediğini anlamak açısından “izlemenin” rolünü vurgulamaktadır³³.

Ödünç verenler ve girişimci arasında ex post bilgi asimetrisinin varlığında girişimci ile doğrudan sözleşme yapan ödünç verenler, yalnızca girişimci tarafından gözlemlenebilen çıktıyı izleyebilmek için kaynak harcamak durumundadırlar. Aksi takdirde, çıktıya ilişkin ex post bilgi asimetrisinden kaynaklanan maliyete maruz kalırlar. Fakat, her bir ödünç verenin izleme için kaynak harcaması izlemenin toplam maliyetini oldukça artırmaktadır. Dahası bazı ödünç verenlerin izlemediği *bedavacı (free-rider)* sorunu da oluşabilecek ve bu sefer kimse izleme için kaynak harcamak istemeyecektir. Dolayısıyla, bazı ödünç verenlerin, diğerleri adına izlemede bulunması makul bir çözüm olarak görünmektedir.

Aracılığın ödünç verenlerden fon toplama ve bu fonları girişimcilere kullandırma rolünü finansal araçların belli görevlerde sahip oldukları maliyet avantajı ile açıklamaya çalışan teoriler, bu tip görevlerin aracının gözlemlenemeyen faaliyetlerini veya özel bilginin gözlemlenmesini içermesi halinde aracı açısından bir temsilci-özendirici sorunu ortaya çıkacağından özendirici sunmanın maliyetlerini bilgi üretimindeki maliyet tasarruflarından netleştirmelidir.

İzlemeden kaynaklanan maliyet tasarruflarının, özendirici sunmaktan doğan yetkilendirme maliyetlerini aştığı durumda finansal aracılık yarar sağlar. Aracı maliyetsiz olarak izleme yapabiliyorsa, girişimciler ile imzaladığı sözleşmeleri zorlayabilir. Fakat bu durumda dahi aracı, özendirici sunmanın parasal olmayan yetkilendirme maliyetlerine maruz kalır; çünkü girişimcilerden tahsil ettiği ödemeler mudiler tarafından gözlemlenemez.

³³ Gary Garton and Andrew Winton, a.g.m., s. 9.

Aracı, izleme değeri izlemenin fiziki maliyetlerini ve yetkilendirme maliyetlerini aşan girişimciler ile sözleşme yapar ve sadece bu girişimcileri izlemeyi seçer. Mudilere ödeme için özendirici sunan en az maliyetli sözleşme izleme için de özendirici sunar. Bir başka ifadeyle, aracı ve mudiler arasındaki optimal sözleşme parasal olmayan iflas cezasını içeren borç sözleşmesidir.

Bağımsız dağılıma sahip projelerin varlığında, girişimci sayısı arttıkça girişimci başına yetkilendirme maliyetleri düşer. Çünkü yalnızca getiriler olağanüstü düşük olduğunda iflas maliyetlerine maruz kalınır ve projelerin ortalama getirisinin bu düzeyde olma olasılığı girişimci sayısı arttıkça azalır. Yetkilendirme maliyetlerinden ölçeğe göre artan getiriler oldukça genel bir sonuçtur. Getirilerin bağımsızlığı varsayımı böyle güçlü bir sonuca olanak vermektedir. Bahsedilen hususlar, girişimci başına izleme sunmanın toplam maliyetinin izlemenin fiziki maliyetine yakınsayacağı anlamına gelir. Bu, yetkilendirilmiş izleme sunmada çeşitlendirmenin anahtar rolünü ortaya koyar. Aracının izlenmesine gerek yoktur; çünkü, aracı tam sorumluluk almakta ve asıllara yapılacak ödemelerde yaşanabilecek sorunların neden olacağı cezaları üstlenmektedir. Portföyündeki çeşitlendirme bu cezalara maruz kalma olasılığını oldukça azaltmaktadır.

Bağımsızlık varsayımı gözardı edilerek, proje getirilerinin gözlemlenebilen birkaç ortak faktöre (gayrisafi yurtiçi hasıla, faiz oranları vs.) bağlı olduğu; eş söyleyişle, girişimcilerin getirileri arasında pozitif korelasyon bulunduğu kabul edildiğinde, getirilere ilişkin riskler bu faktörlerdeki değişimlere karşı yapılacak *hedge* işlemleri ile bertaraf edilebilir. Dolayısıyla aracı, girişimcilerin özel bilgilerini izlemekte ve bütün sistematik riskleri hedge etmektedir.

Diamond'ın modelindeki temel nokta aracının ödünç alanlara ilişkin çözdüğü sorun ile aracıya ödünç verenlerin karşılaştığı sorunun aynı olması gerçeğidir. Aracı, ödünç alanları kendisine ödünç veren yatırımcılar adına izlemektedir. Fakat aracıya ödünç verenlerin de aracıyı izlemesi gerekmektedir. “*İzleyeni izleme*” (*monitoring the monitor*) olarak adlandırılan bu sorunu ilk olarak Diamond tanımlamış ve buna ilişkin çözüm önerisi getirmiştir. “İzleyenin izlenmesi” sorunu şudur; eğer aracıyı izlemenin maliyetleri ödünç alanlara doğrudan borç verenlerin maliyetlerinden ve

doğrudan izleme maliyetlerine maruz kalmaktan daha düşük ise, aracıya ödünç verenler, izleme maliyetlerini düşürebilir. Diamond'ın ulaştığı temel sonuç, aracının mudilere taahhüt ettiği ödemeleri ancak söz verdiği gibi izleme yapması durumunda gerçekleştirebilecek olmasıdır. Eğer sözünü tutmazsa aracı Diamond tarafından iflas maliyetleri veya itibar kaybı olarak yorumlanan parasal olmayan cezalara maruz kalır.

Williamson da finansal araçların yetkilendirilmiş izleme faaliyeti sunduğu bir model geliştirmiştir³⁴. Modelin iki önemli özelliği bilgi asimetrisinin tabiatı ve izleme kararının zamanlamasıdır. Gale ve Hellwig, Townsend ve Diamond da olduğu gibi ajanlar izlemenin yokluğunda ex post asimetrik bilgilendirilmişlerdir. Bu Boyd ve Prescott ile Stiglitz ve Weiss'in ex ante bilgi asimetrisi ile çelişmektedir³⁵. Diamond da olduğu gibi maliyetli izleme finansal aracılık için bir rol yaratmaktadır. Fakat buradaki izleme teknolojisi izleme kararlarının ex ante alındığı Diamond'inkinden farklıdır. İzleme yalnızca temerrüt durumunda ortaya çıkmakta ve izlemenin ortaya çıkma olasılığı içsel olarak belirlenmektedir. Bu bağlamda Williamson'ın modeli izleme kararlarının ex post alındığı ve izlemenin yalnızca temerrüt durumunda gerçekleştiği Townsend'in modeliyle benzerlik göstermektedir.

Modelde ödünç alan ve ödünç veren, ödünç alanın yatırım projesinin getirisi hakkında ex post olarak asimetrik bilgilendirilmiştir ve ödünç verenin izleme faaliyetinde bulunması maliyetlidir. Ödünç veren aracı olsun veya olmasın (doğrudan ödünç versin) ödünç veren ve alan arasındaki optimum sözleşme borç sözleşmesidir ve ödünç veren sadece temerrüt durumunda izlemektedir. Fakat temerrüdün maliyetleri Diamond'ın modelinde ödünç alanın iflası veya itibar kaybına uğraması iken burada ödünç verenin izleme maliyetleridir. Bu nedenle, kredi faiz oranlarındaki artış ödünç verenin beklenen getirisini yükseltirken aynı zamanda ödünç alanın temerrüt olasılığını da artırmakta, dolayısıyla ödünç verenin beklenen izleme maliyetini de yükseltmektedir.

³⁴ Stephen D. Williamson, "Costly Monitoring, Financial Intermediation, And Equilibrium Credit Rationing," **Journal of Monetary Economics**, 1986, ss.159-179.

³⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. J. E. Stiglitz, ve A. Weiss, "Credit rationing in markets with imperfect information", **The American Economic Review**, 1998, ss. 393-410.

Aracı kurumun sınırlı sayıda firmaya ödünç verdiği düşünülürken, aracı kuruma borç veren kesimin aracının izleme fonksiyonunu gereğince yerine getirip getirmediğini denetlemesi beklenir. İzleme maliyetli bir iş olduğundan mudilerin katlandıkları bu maliyetin aracı tarafından telafi edilmesi beklenir ki, bu durum aracının beklenen faydasını yani karını azaltır. Diamond'ın temel önermesi de burada devreye girmektedir; izlenecek firma sayısı arttıkça (limitte sonsuza gittiğinde) borç verenlerin aracıyı izlemesine gerek kalmamaktadır. Aracı büyüdükçe yetkilendirme maliyetleri limitte sifıra yaklaşır ve böylece "izleyeni izleme" sorunu çeşitlendirme yoluyla çözüme kavuşmuş olur.

Uygulamada finansal araçlar sınırsız çeşitlendirme yapamazlar ve birtakım kredi riski çeşitlendirilebilir değildir. Konuya ilişkin çalışmalarında Krasa ve Villamil, çeşitlendirilemeyen sistematik risklerin banka büyüdükçe başarısızlık olasılığını sıfırdan uzaklaştıracağını belirtmektedir³⁶. Bu durumda, bankaları izlemenin maliyeti banka büyüdükçe artacağından, izleme maliyetlerindeki artışın ek çeşitlendirmeden sağlanan marjinal faydaya üstün olacağı bir banka büyüklüğü olacaktır. Bu optimal büyüklük kredi riskinin sistematik kısmı arttıkça küçülür.

Winton ise, banka sermayesinin rolü konusuna değinmektedir³⁷. Bankanın özkaynakları kredi riskinin gerçekleşmesi sonucunda katlanılan kayıpları ilk etapta karşılayarak, bankanın iflas etme olasılığını, dolayısıyla mudinin izleme ihtiyacını azaltır. Bu nedenle banka sermayesi, yetkilendirilmiş izlemenin uygulanmasından başka bir mekanizmadır. Ayrıca, kredi riskinin sistematik kısmı arttıkça, sermayenin çeşitlendirmeye karşı göreceli önemi de artar.

Diamond, araçların varoluş nedenlerine ilişkin başarılı bir açıklama getirmektedir. İzleme görevinin merkezileştiği aracılık, ödünç alanlar ve verenler arasındaki ex post bilgi asimetrisine daha düşük maliyetli bir çözüm sunduğundan, menkul kıymet piyasası başarısız olmaktadır. Çeşitlendirme daha düşük maliyetli

³⁶ Stefan Krasa, ve Ann Villamil, "Monitoring the Monitor: An Incentive Structure for a Financial Intermediary", **Journal of Economic Theory**,1992, ss. 197-221.

³⁷ Andrew Winton, "Delegated Monitoring and Bank Structure in a Finite Economy", **Journal of Financial Intermediation**, 1995, ss.158-187.

özüm sunan aracılıkta son derece önemli bir rol oynamaktadır. Çünkü bizatihi çeşitlendirme izleyenin izlenmesi sorununu hafifletmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. FİNANSAL ARACILIK VE BÜYÜME İLİŞKİSİ

Bagehot'a kadar 19. yüzyıl klasik iktisatçıları büyüme konusundaki açıklamalarında ekonomik yaşamın önemli bir unsuru olan finansal aracılığa yer vermemişlerdir³⁸. Bagehot, İngiltere'de yaşanan para piyasası gelişmeleri sonrasında yüksek getiri peşinde koşan sermaye hareketleri ile ilgili olarak Lombard Caddesi komisyoncularından örnekler vermektedir. Yazar, *finansal gelişme (financial development)* ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki hakkında çok net ifadeler kullanmaktadır. Bagehot, başlangıçta ödünç verilebilir fonlar bankalarda atıl dururken, bu fonların ticari faaliyeti finanse etmek için kullanılmaya başlandığını; ticari faaliyetlerin doğurduğu ikincil gelişmelerin ödünç verilebilir fon talebini artırdığını; bu fonların desteklediği ticari faaliyetlerin üçüncül gelişmelere neden olduğunu; sürecin bu şekilde devam ettiğini belirtmektedir.

Klasik iktisat öğretisinde finans ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki iktisadi faaliyetlerin açıklayıcı bir unsuru olarak ele alınmamıştır. Schumpeter, finansal aracılığı iktisadi sistemin merkezinde konumlandırmakta; finansal araçlar tarafından sunulan hizmetlerin teknolojik yenilik ve ekonomik gelişme için zorunlu olduğunu iddia etmektedir³⁹. Finansal işlemlerin iktisadi büyüme sürecindeki esaslı rollerine ilk kez Schumpeter işaret etmiştir. Bankacının, üretim faktörlerinin yeni birleşimlerini oluşturmak isteyenler ile üretken araçların sahipleri arasında yer aldığını ve zorunlu olarak gelişmenin (büyümenin) bir unsuru olduğunu iddia etmektedir. Bu bağlamda Schumpeter, finansal araçları yeni üretim yöntemlerine olanak sağlayan değişim ajanları olarak görmekte ve finansal aracılığın çok önemli rolünün köklü değişiklikler doğurmasını beklemektedir. İlerleyen zamanlarda bu yöndeki görüşleri keskinleşen Schumpeter iş döngülerini tartışan bir çalışmasında

³⁸Sinha Tapen , “The Role of Financial Intermediation in Economic Growth: Schumpeter Revisited”, S.B. Dahiya, V. Orati (Ed.), **Economic Theory in the Light of Schumpeter’s Scientific** içinde (63-70), Rohtak, Hindistan: Spellbound Publishers, 2001.

³⁹Ayrıntılı bilgi için bkz. Joseph Schumpeter, “**The Theory of Economic Development**” ,1934, Harvard University Press.

bankaların kredi yaratması ile yenilik arasındaki ilişkinin kapitalist düzeni anlamada gerekli olduğunu iddia etmiştir⁴⁰.

İktisadi büyüme teorileri üzerinde çalışan iktisatçılar 1950’lerde konuya yeniden ilgi göstermeye başladılar. Robert Solow ve T. Swan tarafından geliştirilen Solow-Swan modeli finansal aracılığa herhangi bir rol atfetmemektedir⁴¹. Egemen büyüme modeli, üretimde emek ve sermaye olmak üzere yalnızca iki faktöre sahiptir. Ancak araştırmacıların sermayeden kasıtları yalnızca fiziki sermaye olup, finansal sermaye veya beşeri sermayenin büyümeye hiçbir etkisi bulunmamaktadır. Ayrıca, büyümeye ilişkin geleneksel teoride önem verilen husus, sermaye başına çıktı büyümesinin durduğu kararlı dengeye ekonomiyi yönlendiren dinamik süreç olmuştur. Sermayenin azalan marjinal verimliliği varsayımı kararlı dengeye yakınsamada önemli rol oynamaktadır. Solow-Swan modelinin geliştirilmesinden hemen sonra ekonomistler modelin, büyümenin “*Solow artığı*” (*Solow residual*) olarak adlandırılan büyük kısmını açıklayamadığını fark ettiler. Bunun üzerine Arrow’un *yaparak öğrenme* (*learning by doing*) fikri çeyrek asır sonra Romer tarafından modele dahil edilerek yeni büyüme teorisi oluşturulmuştur⁴². Yeni *içsel büyüme* (*endogenous growth*) literatürü gelenekselin tam tersine sermayenin marjinal verimliliğinin sermaye büyüdükçe sifıra yakınsamadığı bir mekanizma sunmaktadır. Bu nedenle, ilgi reel çıktının dışsal verimlilik artışının yokluğunda dahi içsel büyüebildiği durumlar üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Finansal gelişme ekonomik büyümeyi iki kanaldan etkilemektedir. Bir taraftan, yurtiçi finansal piyasaların gelişmesi sermaye birikiminin etkinliğini zenginleştirerek sermayenin marjinal verimliliğini artırırken, diğer taraftan tasarruf oranının, dolayısıyla yatırım oranının yükselmesine katkıda bulunmaktadır.

⁴⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. Joseph Schumpeter, **Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process**, New York, McGraw-Hill, 1939.

⁴¹ Robert J Solow,. "A Contribution to the Theory of Economic Growth," **Quarterly Journal of Economics**,1956, ss. 65-94.

⁴² Paul M Romer, "Increasing Returns and Long-Run Growth", **Journal of Political Economy**, 1986, ss.1002–1037.

Gurley ve Shaw reel sektörün ve finansal sektörün büyüme sürecinde birlikte evrimleşmesi hakkında bir açıklama tasarlamışlardır⁴³. Yazarlara göre iktisadi gelişmenin ilk evrelerinde çoğu yatırım iç kaynaklardan karşılanmaktadır ve finansal piyasa faaliyeti bulunmamaktadır. Gelişme seviyesi yükseldikçe iki taraflı ödünç alma ve verme faaliyetleri gerçekleşmektedir. Gelişmişliğin daha ileri safhalarında bankacılık, nihai olarak ise hisse senedi piyasaları gibi karmaşık finansal kurumlar ortaya çıkmaktadır.

Gurley ve Shaw finansal sistemin ve gelişmişlik düzeyinin birlikte evrimleşmesine ilişkin olarak bir nedensellik yönü ortaya koymamışlardır. Çalışmalarında yüksek reel faaliyet seviyesi finansal piyasaların gelişmesine neden olmamaktadır. Aynı şekilde finansal derinleşme de reel faaliyet hacminin artmasına yol açmamaktadır. Daha ziyade finansal derinleşme reel gelişmeye katkı sağlamakta ve reel gelişme de finansal sistemin büyümesine yardımcı olmaktadır.

Çok sayıda ülke için geçerli olan finans-iktisadi büyüme bağlantısı Goldsmith tarafından yayımlanan kitaba kadar keşfedilmemişti⁴⁴. Goldsmith, 1860 yılından 1963'e kadar olan dönemde 35 ülkeye ait verileri analiz etmektedir. Finansal gelişmenin göstergesi olarak finansal araçların toplam varlıklarının gayrisafi milli hasılaya bölünmesi ile ölçülen finansal aracılık oranını aldığı çalışmasında iktisadi büyüme ve finansal gelişmenin on yıllar boyunca pozitif korelasyona sahip olduğunu göstermektedir. Yazara göre bu korelasyon, finansal gelişmenin sermayenin kullanım etkinliğini artırmasından kaynaklanmaktadır. Finansal aracılığın sermayenin marjinal verimliliğini artırarak iktisadi büyümeye katkı sağladığı kanal ilk defa Goldsmith tarafından vurgulanmıştır.

Goldsmith'in çalışması önemli olmakla birlikte bazı kusurları da bulunmaktadır. (1) Firmalar yalnız başlarına finansal aracılık yapmamaktadır. Hane halkı ve hükümetler de bu süreçte etkindirler. Bu nedenle Goldsmith tarafından

⁴³ Ayrıntılı bilgi için bkz. J.G. Gurley ve E.S. Shaw, "Financial Aspects of Economic Development", **The American Review**, Vol. 45, 1955, ss. 515-538; J.G. Gurley ve E.S. Shaw, **Money in a theory of finance**, The Brookings Institution, Washington, 1960; J.G. Gurley ve E.S. Shaw, "Financial Structure and economic development", **Economic Development and Cultural Change**, Vol.15, 1967, ss. 257-268.

⁴⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. Raymond W Goldsmith, "**Financial Structure and Development**", Yale University Press, 1969.

ortaya konulan etki diğerk iki sektörden kaynaklanmış olabilir. (2) Daha ciddi bir sorun nedenselliğeli ilişkindir. Finansal gelişme mi iktisadi büyümeye yol açmaktadır yoksa tersi mi geçerlidir? Goldsmith'in analizinde bu açık değildir. (3) İktisat teorisi tasarruf eğiliminin, beşeri sermaye gelişiminin, nüfus büyüme oranının, mali ve parasal politikaların, hukuk kurallarının çıktı büyümesine katkı sağladığını söylemektedir. Bu nedenlerle Goldsmith'in katkısı önemli fakat eksik olarak değerlendirilmektedir⁴⁵.

McKinnon ve Shaw finansal derinleşmenin yalnızca daha yüksek sermaye verimliliği anlamına gelmediğini; ayrıca, daha yüksek tasarruf oranı dolayısıyla daha büyük yatırım hacmi anlamına geldiğini belirterek, finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki ikinci etkisine dikkat çekmektedir⁴⁶. Büyüme ve finansal aracılığın her ikisinin de içsel düşünöldüğü Goldsmith'ten farklı olarak, McKinnon ve Shaw finansal piyasalara ilişkin kamu politikalarının tasarruf ve yatırımlar üzerindeki etkisine odaklanmaktadır. McKinnon ve Shaw, negatif reel faiz oranı gibi sonuçlar doğuran finansal piyasalara müdahale politikalarının tasarruf özendiricilerini azalttığını ve düşük tasarruf oranlarının düşük yatırım ve büyüme oranları ile sonuçlandığını ileri sürmektedir. Bu nedenle, finansal liberalizasyondan kaynaklanan daha yüksek faiz oranlarının hane halkının tasarruflarını artıracığı sonucuna varmışlardır.

McKinnon-Shaw hipotezi, finansal aracılığın gelişmişlik seviyesinin reel faiz oranlarına yakın bir şekilde bağılı olduğunu; çünkü, reel faiz oranlarının rekabetçi düzeyinin altında tutulmasının finansal baskı yarattığını iddia etmektedir. Bu görüşe göre; pozitif reel faiz oranı, finansal tasarrufları ve finansal aracılığeli teşvik ederek özel sektöre kredi arzını artırır. Bu da, yatırım ve büyümeye katkı sağlar.

Büyümenin reel faiz oranına pozitif yönde bağılı olduğu iddiası çok sayıda ampirik çalışmada destek görmüştür. Fakat söz konusu ampirik çalışmaların çoğu reel faiz oranlarından büyümeye doğru tam bir aktarım kanalı kurma çabasına

⁴⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. Tapen Sinha, a.g.e., s. 67.

⁴⁶R.I. McKinnon, **Money and Capital in Economic Development**, Brookings Institution, Washington,1973; E.S. Shaw, **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University Press, New York, 1973.

girmemişlerdir. Bu konuyu ele alan çalışmada Dornbusch, büyüme ile reel faiz oranları arasındaki pozitif ilişkinin McKinnon-Shaw hipotezi tarafından vurgulanan aktarım kanalına atfedilemeyeceğini göstermektedir⁴⁷. Dornbusch, tasarrufların reel faiz oranı seviyesine bağlı olmadığını ve reel faiz oranlarının büyüme üzerindeki pozitif etkisinin yatırım hacmi kanalından kaynaklanmadığını ileri sürmektedir. Tam tersine Fry, reel faiz oranlarının finansal tasarruflar üzerinde çok daha güçlü bir etki yarattığını bulmuştur⁴⁸. Khan ve Villanueva ise pozitif reel faiz oranlarının sermaye birikimi etkinliğinin iyi bir temsilcisi olduğunu ifade etmektedir⁴⁹. Bu bulgular ışığında iktisadi büyümeyle ilişkin analizlerde, reel faiz oranının finansal baskının göstergesi olmaktan ziyade, yatırımların verimliliğinin göstergesi olarak değerlendirilmesi gerektiği belirtilmektedir⁵⁰.

McKinnon-Shaw hipotezine ve yüksek faiz oranlarının iktisadi büyüme için faydalı olduğu imasına daha temel bir eleştiri ekonomi politikalarının kredibilitesi üzerine odaklanan literatürden gelmiştir. Bu literatür, yüksek faiz oranlarının enflasyon beklentileri, hükümetin temerrüt riski, genel iktisadi politikalara olan güvensizlik gibi faktörleri yansıttığını vurgulamakta ve sermayenin marjinal verimliliği ilişkisini göz önünde bulundurmamaktadır⁵¹.

Calvo ve Coricelli'nin Doğu Avrupa ülkeleri özelinde vurguladığı gibi; yüksek reel faiz oranları, kırılgan finansal sektör, zayıf düzenleyici ortam ve mülkiyet haklarını yeterince koruyamayan hukuki çerçeve gibi faktörleri de yansıtmaktadır⁵². Tüm bu faktörler faiz oranları içinde risk priminin yükselmesine

⁴⁷ Dornbusch, Rudiger, "Policies to move from stabilization to growth", **Proceedings of The World Bank Annual Conference on Development Economics**, 1990, ss. 19-48.

⁴⁸ Maxwell J.Fry, **Money, Interest and Banking in Economic Development**, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1988.

⁴⁹ Mohsin S.Khan, ve Delano Villanueva, "Macroeconomic policies and long-term growth: A conceptual and empirical review", **IMF Working Paper**, WP91/28, Washington, 1991.

⁵⁰ Jose De Gregorio ve Guidotti, Pablo E. "Financial Development and Economic Growth." **World Development**, 1995, ss.433-448.

⁵¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Guillermo A. Calvo, "Servicing the public debt: The role of expectations", **American Economic Review**, Vol. 78, No. 4, 1998, ss.647-661; Guillermo A. Calvo ve Pablo E. Guidotti, **Interest Rates, financial structure, and growth: Bolivia in a comparative perspective**, International Monetary Fund, Washington, 1991, Pablo E. Guidotti, Mamnohan Kumar, "Domestic public debt of externally indebted countries", IMF Occasional Paper, No. 80, 1991.

⁵² Guillermo A. Calvo ve Fabrixio Coricelli, "Stagflationary effects of stabilization programs in reforming socialist countries: Enterprise-side vs. household-side factors", **The World Bank Research Review**, Vol. 6, No. 1, 1992, ss. 71-90.

neden olmaktadır. Ayrıca, 1970'lerin sonları ve 1980'lerin başlarında istikrar ve finansal piyasalar üzerine literatürde tartışıldığı üzere, yüksek faiz oranları çalışma sermayesi üzerinde negatif arz yönlü etkiye sahiptir⁵³. Bu nedenle, finansal liberalizasyonun, firmaların ağırlıklı olarak işletme sermayesine dayandığı ülkelerde çıktı üzerinde negatif sonuçlar yaratacağı iddia edilmektedir. Dolayısıyla, yüksek reel faiz oranları, *kredi tayınması (credit rationing)*, artan üretim maliyetleri veya yurtiçi iktisadi birimlerin ödenmemiş borçlarının önemli boyutlara ulaşmasına yol açan borç sarmalı gibi kanallardan yatırım ve iktisadi büyümeyi negatif olarak etkilemektedir.

Greene ve Villanueva, 1975-1987 dönemi için gelişmekte olan ülkelerde özel yatırımların belirleyicilerini araştırmışlar ve reel faiz oranları ile özel yatırımlar arasında güçlü ve negatif bir ilişki bulmuşlardır⁵⁴. Gelb ise, faiz oranları ile büyüme arasındaki ilişkiye odaklanan çalışmasında yatırımlar ile reel faiz oranı arasında herhangi bir ilişki bulamamıştır⁵⁵.

Özetle reel faiz oranları yatırım etkinliğinin iyi bir göstergesi olabilmesine rağmen, finansal aracılık derecesinin zayıf bir göstergesidir. Bu nedenle reel faiz oranlarının büyüme üzerindeki etkisi, finansal gelişmişliğin büyüme üzerindeki etkisi ile bağdaştırılamaz.

Finansal aracılık ve büyüme ilişkisi hakkındaki çalışmalar, 1973 ve 1993 yılları arasında oldukça azalmıştır. 1980'lerin başında yaşanan uluslararası finansal kriz sonrasında finansal kurumların iktisadi hayattaki rolü ve etkisi yoğun bir şekilde tekrar tartışılmaya başlanmıştır⁵⁶.

⁵³ Ayrıntılı bilgi için bkz. Domingo Cavallo, "Stagflatinory effects of monetarist stabilization policies", (**Doktora Tezi**, Cambridge, MA: Harvard University, 1977; Lance Taylor, **Structuralist Macroeconomics- New Markets and economic development**, New York, European York Basic Books Inc, 1983; Sweder Van Wijnbergen, "Credit Policy, inflation, and growth in a financially repressed economy", **Journal of Development Economics**, Vol. 13, No. 1-2, 1983, ss. 45-65.

⁵⁴ Joshua Greene, Delano Villanueva, "Private investment in developing countries", **IMF Staff Papers**, Vol. 38, No. 1, 1991, ss. 33-58.

⁵⁵ Alan Gelb, "Financial policies, growth, and efficiency", **The World Bank Working Paper**, WPS 202, Washington, 1989.

⁵⁶ 1982 yılında dünya genelindeki finansal piyasalar Meksika'nın uluslar arası borçlarının temerrüdüne neden olan derin finansal problemlerinden etkilenmiştir. Temerrüt diğer Latin Amerika ülkelerinde finansal piyasa krizlerini tetiklemiş, finansal krizler takip eden on yıl boyunca Latin Amerika ülkelerinin büyümesini durdurmuştur. 1960 ve 1980 yılları arasında Latin Amerika ülkelerinin ortalama büyüme oranı yıllık yüzde 6'yı

En son kuramsal çalışmalar, finansal piyasalar ve uzun dönemli büyüme arasındaki ilişkileri analiz edebilmek amacıyla finansal etkenlerin içsel büyüme modellerindeki rolünü dikkate almaktadır. Greenwood ve Jovanovic, hem finansal aracılığın hem de büyümenin içsel olduğu bir model sunmaktadır⁵⁷. Yazarlar, finansal kurumların rolünü, ödünç verilebilir fonları yüksek getiri sağlayan yatırımlara kanalize edebilmek amacıyla bilgi toplamak ve analiz etmek olarak görmektedir. Greenwood ve Jovanovic, ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında iki yönlü bir nedensellik olduğunu göstermektedir. Bir taraftan büyüme süreci finansal piyasalara daha yüksek katılımı teşvik ederek finansal kurumların oluşum ve genişlemesini kolaylaştırırken; diğer taraftan, finansal kurumlar çok sayıda potansiyel yatırımcıdan bilgi toplayarak ve analiz ederek yatırım projelerinin daha etkin üstlenilmesine imkan vermekte, dolayısıyla yatırım ve büyümeyi teşvik etmektedir.

Bencivenga ve Smith, finansal aracılığı Diamond ve Dybvig'in modeline benzer şekilde ele almakta ve bankacılık sisteminin esas işlevinin *likidite sağlama (liquidity obtain)* olduğunu belirtmektedir⁵⁸. Bireyler güvenli fakat verimliliği düşük likit varlıklara ya da daha riskli fakat verimliliği yüksek likit olmayan varlıklara yatırım yapmayı seçebilmektedirler. Bu çerçevede, finansal araçlar bireylere "erken tüketici" olma ihtimaline karşı likidite riskini azaltma imkanı verirken, tasarrufları yüksek verimliliğe sahip faaliyetlere kanalize ederek ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Bireylerin belirsiz likidite ihtiyaçları ile karşı karşıya olmasına rağmen, bankalar *büyük sayılar kuralı*⁵⁹ (*law of large numbers*) nedeniyle tahmin edilebilir bir likidite talebi ile yüz yüze gelir ve bu nedenle de tasarrufları daha etkin olarak dağıtabilirler. Finansal araçların yokluğunda bireyler erken tüketim ihtiyaçlarının

aşmakta iken, ortalama büyüme oranı 1981-1990 yılları arasında yüzde 1,3'e düşmüştür. Bu durum ekonomistlerin 1980' leri Latin Amerika için kayıp on yıl olarak adlandırmasına yol açmıştır. Latin Amerika tecrübesi Büyük Depresyondan sonra finansal krizlerin genel iktisadi durgunluğa neden olduğu ilk açık kanıttır. 1980'lerin başında yaşanan uluslar arası finansal kriz iktisatçıları finansal araçların rolü üzerinde ciddi olarak durmaya zorlamıştır.

⁵⁷ Jeremy Greenwood ve Boyan Jovanovic, "Financial development, growth, and the distribution of income", **Journal of Political Economy**, Vol. 98, No. 5, 1990, ss. 1076-1108.

⁵⁸ Valerie Bencivenga ve Bruce D. Smith, "Financial intermediation and endogenous growth", **The Review of Economic Studies**, Vol. 58, No. 2, 1991, ss. 195-209.

⁵⁹ Büyük sayılar yasası bir tesadüfi değişkenin uzun vadeli kararlılığını tanımlayan bir olasılık teoremidir. Teoreme göre gözlem sayısı arttıkça ortalama beklenen değer etrafında dengelenmektedir.

ortaya çıkması halinde yatırımlarını tasfiye etmek zorunda kalırlar. Bu nedenle bankaların varlığı gereksiz tasfiyelerin önlenmesine de yardımcı olur. Bencivenga ve Smith, finansal gelişme sonucunda toplam tasarruflar düşse dahi finansal gelişmenin yatırımların etkinliğini artırıcı etkisi nedeniyle büyümeye katkı sağladığını göstermektedir.

Bencivenga ve Smith, başka bir çalışmalarında banka hizmetlerinden yararlanan ekonomik birimlerin sabit bir maliyete maruz kaldığını varsaymaktadır⁶⁰. Bu varsayım Baumol ve Tobin'in bahsettikleri bankaya gitme ile ilişkili sabit maliyetlere işaret etmektedir⁶¹. Bu tip maliyetler özellikle az gelişmiş ülkeler bağlamında oldukça önemlidir. Örneğin; yoksul ülkelerde bankalar gibi finansal kurumlar kırsal bölgelere nüfuz etmemişlerdir. Gelir düzeyi düşük kırsal kesim sakinlerinin maruz kaldıkları bankalardan yararlanma maliyetleri kente seyahat etmenin maliyetlerini ve vazgeçilen gelirleri de içermekte ve esasında bu kesimlerin büyük bölümünün neden bankaların hizmetlerinden yararlanamadığına ilişkin temel bir açıklama önermektedir.

Çalışmada reel ve finansal gelişmişliğe ilişkin Gurley ve Shaw yaklaşımının temel bakış açısı devam ettirilmektedir. Özellikle, yatırımın doğrudan finansmanından dolayı finansmanına geçiş üzerinde durulmaktadır. Bunun için araçların hizmetlerinden yararlanmanın maliyetli olduğu bir model kullanılmaktadır. Mudilerin, bankaların likidite sağlama hizmetinden yararlanmak için söz konusu sabit maliyete katlanmak istemeleri durumunda araçlar aktif hale gelmektedir.

Bu çerçeve kullanılarak banka faaliyetlerinin sermaye oluşumuna yardımcı olduğu gösterilmektedir. Ayrıca, aracılık maliyetlerinin bankaları düşük gelir düzeylerinde faaliyette bulunmaktan alıkoyduğu ve bu durumun gelişme tuzağına neden olduğu ileri sürülmektedir. Bir ekonomide finansal sistem gelişme gösteremediğinde, bu durum genellikle McKinnon-Shaw hipotezinde olduğu gibi

⁶⁰ Valerie R. Bencivenga ve Bruce D. Smith, "Economic Development and Financial Depth in a Model With Costly Financial Intermediation", **Research in Economics**, 1998, ss. 363-386.

⁶¹ W.J.Baumol, "The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 66, 1952, ss. 545-556; J. Tobin, "The interest-elasticity of transactions demand for cash", **Review of Economics and Statistics**, Vol. 38, 1956, ss. 241-247.

hükümetin baskılayıcı müdahalelerine bağlanır. Çalışmada bu tip finansal baskıların yaygınlığı kabul edilmekle birlikte, finansal sistemin içsel nedenlerden ötürü de gelişemeyebileceği gösterilmektedir. Reel faaliyet düzeyinin yeterli olmaması nedeniyle finansal sistemin az geliştiği ve finansal sistem az gelişmiş olduğu için reel faaliyet düzeyinin düşük kaldığı kararlı dengeler ortaya çıkabilmektedir.

Analizde hükümetler modele dahil edilmemekte ve hükümet politikalarına ilişkin bir rolden söz edilmemektedir. Fakat bazı politika çıkarsamaları yapılabileceği ifade edilmektedir. Öncelikle *gelişme tuzağına (development trap)* saplanmış bir ekonominin finansal sisteme mali destek sağlaması hususunda geçerli nedenleri vardır. Bu tip bir mali yardım bankaların önerdiği getiri oranlarını yükseltirse yüksek gelirli kararlı denge ortaya çıkabilir. İkinci olarak finansal araçlardan faydalanma maliyetini azaltan altyapı yatırımları düşük gelirli dengeden kaçınmaya yardımcı olur. Son olarak da finansal sistemi vergilendiren veya baskılayan hükümet politikaları gelişme tuzağının ortaya çıkmasına neden olabilir.

Çalışmanın sonuçları finansal sistem gelişmişliğinin ülkeler arasında önemli ölçüde farklılaştığı, bu gelişmişliğin uzun dönem gelir düzeyi ile güçlü bir korelasyon içinde bulunduğu ve bazı ekonomiler arasında var olan finansal derinleşme farklılıklarının sadece dışsal faktörlere dayanılarak açıklanmasının mümkün olmadığı yönündeki gözlemlerle de uyumluluk arz etmektedir.

Levine, alternatif finansal yapıların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz etmektedir⁶². Modelde finansal kurumlar toplam tasarrufların yatırımlara aktarılan kısmını çoğaltır ve sermayenin zamanından önce tasfiyesinden kaçınmaya olanak sağlar. Bankalar, borsalar, yatırım fonları ve yatırım bankaları değişik kanallardan yatırımların etkin dağılımını sağlayarak büyümeye etki ederler.

Saint-Paul, finansal piyasaların teknolojik tercihi etkilediği bir model geliştirmektedir⁶³. Bu modelde temsilciler iki teknoloji arasında seçim yapabiliyor:

⁶² Ross Levine, "Financial structure and economic development", **The World Bank Working Paper**, WPS 849, Washington, 1992.

⁶³ Saint-Paul, Gilles, "Technological choice, financial markets and economic development," *European Economic Review*, Vol. 36, No. 4, 1992, ss. 763-781.

Bunlardan biri, yüksek derecede esnek ve çeşitlendirmeye olanak sağlıyor; fakat, düşük verimliliğe sahiptir. Diğeri rijit, daha uzmanlaşmış ve daha verimli. Ekonomi bazı ürünler için talep yokluğuna neden olabilecek tüketici tercihlerine yönelik şoklara maruzdur. Bu nedenle finansal piyasaların yokluğunda riskten kaçınan bireyler, verimlilikten ziyade teknolojik esnekliği seçebilirler. Tam tersine, finansal piyasalar bireylerin kendilerini olumsuz talep şoklarına karşı korumasını sağlayacak çeşitlendirilmiş portföy tutmalarına ve daha verimli teknolojiyi seçmelerine imkan sağlar.

Roubini ve Sala-i Martin, finansal aracılık ve büyüme arasındaki ilişkiyi hükümet politikası bağlamında tartışmaktadır⁶⁴. Özellikle *finansal baskının* (*financial repression*), hükümetlerin enflasyon vergisi tabanını genişletmede kullanabilecekleri araç olduğu bir model geliştirmişlerdir. Bu nedenle, finansal baskı hükümet harcamalarını finanse etmek için daha yüksek senyoraj sağlar. *Enflasyon vergisi* (*inflation tax*) ve vergi kaçakçılığına konu olabilen gelir vergisi hükümetin kontrolündeki vergi enstrümanlarıdır. Bu çerçevede, Roubini ve Sala-i Martin, yüksek gelir vergisi kaçağının, politika yapıcıları finansal sistemi baskılamaya ittiğini ve karar alıcıların enflasyon vergisinden yüksek gelir elde etmek amacıyla fiyat artışlarını körüklediklerini göstermektedir. Sonuç olarak, finansal baskı, sermayenin verimliliğini düşürmekte ve tasarrufları azaltmakta; böylece büyümeyi sekteye uğratmaktadır.

Jappelli ve Pagano⁶⁵, farklı bir bakış açısı ile finansal piyasa gelişmelerinin tasarruf oranı üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Bireylerin gelecekteki gelirlerine karşılık borçlanamaması olarak tanımlanan borçlanma kısıtlarının iktisadi büyüme üzerindeki etkilerine yoğunlaşmaktadırlar. Bu çalışmalar, ilgiyi finansal piyasaların üretim üzerindeki etkilerinden hane halkı davranışına olan etkilerine kaydırmıştır. Her iki çalışmanın ortak sonucu, bireylerin gelecekteki gelirlerine karşılık kısmi ya da tam borçlanma kısıtlarının tasarrufları artırdığıdır. Bireylerin borçlanamadığında

⁶⁴ Nouriel Roubini ve Xavier Sala-i-Martin, "Financial repression and economic growth", **Journal of Development Economics**, Vol. 39, No. 1, July 1992, ss. 5-30.

⁶⁵ Tullio Jappelli ve Marco Pagano, "Savings, growth and liquidity constraints", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 109, No. 1, 1994, ss. 93-109.

cari tüketimlerini finanse etmek amacıyla tasarruflarını yükselterek finansal zenginlik oluşturmaları gereği tasarrufların artmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla bu çalışmalar tüketici kredisi yönünden finansal derinleşmenin tasarrufları artırmadığını iddia etmektedir. Bu sonuç *finansal liberalizasyonun (financial liberalization)* tasarruf oranlarını artırmadığı Latin Amerika gözlemleri ile uyumludur⁶⁶.

De Gregorio ile Jappelli ve Pagano'nun *borçlanma kısıtlarının (borrowing constraints)* gevşetilmesinin tasarrufları teşvik etmeyeceği iması bu tip bir finansal derinleşmenin daha düşük büyüme oranlarına neden olacağı anlamına gelmemektedir. De Gregorio, esasen borçlanma kısıtları ve büyüme arasındaki ilişkinin nihai olarak borçlanma kısıtının tasarrufların hacmi üzerindeki etkisinden ziyade sermayenin marjinal verimliliği üzerindeki etkisinin önemine bağlı olduğunu söylemektedir. Bu çalışma özellikle borçlanma kısıtlarının gevşetilmesinin beşeri sermaye birikimi için özendiricileri artırdığını göstermektedir. Bu etki sermayenin marjinal ürününü yükseltir, dolayısıyla tasarruflardaki azalmaya rağmen daha yüksek büyüme oranlarına neden olur.

Makroekonomik veri setlerinin elde edilebilir hale gelmesi, finans ve büyüme arasındaki ilişkiler hakkında yapılan çalışmalara ivme kazandırmıştır. King ve Levine'in konuya ilişkin etkileyici çalışması da bu ivmeden faydalanmıştır⁶⁷. Yazarlar, 1960 yılından 1989 yılına kadar geçen sürede 80'den fazla ülkeye ait verileri kullanarak finansal gelişme ile iktisadi gelişmenin pozitif ilişki içerisinde olup olmadığını araştırmış ve finansal hizmetlerin sermaye birikimi oranını artırarak ve sermayeyi kullanma etkinliğini geliştirerek iktisadi büyümeyi teşvik ettiği kanaatine varmıştır.

King ve Levine, finansal araçlar tarafından sunulan hizmetlerin ölçümü için tasarlanmış dört adet finansal gelişmişlik göstergesi oluşturmuştur: (1) Finansal sistemin likit yükümlülüklerinin GSMH'ya yüzdesel oranı. (2) Özel firmalara

⁶⁶ Jose De Gregorio ve Pablo E. Guidotti, "Financial Development and Economic Growth", **World Development**, 1995, ss.433-448.

⁶⁷ Robert G. King ve Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right." **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 108, No. 3, 1993, ss. 716-737.

sunulan kredi miktarı. (3) Bankalar tarafından sunulan kredinin payı. (4) Finansal olmayan firmalara tahsis edilen kredinin toplam krediler içindeki payı. İlk ikisi ekonomideki finansal faaliyetlerin miktarını, son ikisi finansal faaliyetlerin kalitesini ölçmektedir. Ayrıca iktisadi büyümenin göstergesi olarak üç ölçü kullanmışlardır: (1) Sermaye başına GSMH büyüme oranı. (2) Sermaye başına sermaye stoku büyüme oranı. (3) Toplam faktör üretkenliği büyüme oranı.

King ve Levine, bu verileri bazı ortalamalara ulaşmak amacıyla ülkeler ve zamanlar arasında toplayıp basit korelasyonlar hesaplamışlar ve sonuçta iki grup bulgu sunmuşlardır. İlk grup finansal gelişmişlik ve büyüme göstergeleri arasındaki eş zamanlı ilişkilerin gücünü içermektedir. 1960-1989 döneminde finansal gelişmişliğin ortalama seviyesi ile yine aynı dönemde sermaye başına reel GSMH büyümesinin ortalama oranı, fiziki sermaye birikimi oranı ve iktisadi etkinlikteki ilerleme oranı arasındaki kısmi korelasyonun kuvvetini araştırmışlar ve finansal gelişmişliğin yüksek seviyelerinin hızlı ekonomik büyüme oranları, fiziki sermaye birikimi oranları ve ekonomik etkinlik ilerlemeleri ile pozitif ilişkili olduğunu bulmuşlardır.

Bulguların ikinci seti finansal gelişmişlik seviyesi ile uzun dönem büyümenin, fiziki sermaye birikiminin ve ekonomik etkinlik ilerlemelerinin gelecekteki oranları arasındaki ilişki üzerine odaklanmıştır. Uzun dönemli büyümeye ilişkin ülkeler arası çalışmalar tipik olarak büyüme ve neredeyse tamamı büyüme ile birlikte tanımlanan finansal göstergeler arasındaki kısmi korelasyonların kuvvetini değerlendirmektedir. Finansal gelişimin eş zamanlı iktisadi büyüme ile kuvvetli ilişkisi değişik yollardan yorumlanmıştır. Örneğin; Robinson, genellikle girişimin öncülük ettiği, finansın takipçi olduğunu iddia etmektedir⁶⁸. Diğer gözlemciler finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki güçlü bağlantının yalnızca çeşitli şokların finansal ve ekonomik gelişim üzerindeki eş zamanlı etkilerinden kaynaklanan pozitif korelasyonu yansıttığına inanmaktadırlar. Burada finansal sektör gelişiminin önceden belirlenen bileşenin takip eden büyüme ve büyümenin kaynakları ile güçlü ilişkisi

⁶⁸ Joan Robinson, "The Generalization of the General Theory", **The Rate of Interest and Other Essays** içinde (67-143), Londra, Macmillan, 1952.

olup olmadığı araştırılmaktadır. Yazarlar, finansal gelişimin önceden belirlenen bileşenin uzun dönem büyümenin iyi bir tahminçisi olduğunu ve finansal gelişimin hem fiziki sermaye birikimi oranını hem de etkinlikte ilerleme oranını tahmin ettiğini göstermektedir. Bu sonuçların içinde bazı anlamlar saklıdır. Finans sadece ekonomik faaliyeti takip etmemekte, finansal gelişimin seviyesi ve ekonomik büyüme oranı arasındaki güçlü ilişki sadece finansal ve iktisadi gelişmeye eş zamanlı şoklar arasındaki pozitif ilişkiyi yansıtmamaktadır. Finans yalnızca büyümeyi takip etmez; finans ekonomik büyümeye önemli derecede öncülük eder. Görece yüksek finansal gelişmişlik seviyelerine sahip ülkelerin büyüme oranları takip eden 10-30 yılda görece olarak yüksek gerçekleşmektedir.

King ve Levine, (i) finansal gelişmişlik düzeyi göstergelerinin büyüme, fiziki sermaye birikimi oranı ve sermaye dağıtımında etkinlik ilerlemesi ile güçlü bir ilişkisi olduğunu ve (ii) finansal gelişmişlik göstergelerinin önceden belirlenen bileşenlerinin büyüme göstergelerinin takip eden değerlerini önemli derecede tahmin ettiklerini bulmuşlar ve bu ampirik sonuçlara dayanarak Schumpeter'in büyümede finansın önemi konusundaki görüşünün haklı olduğu sonucuna varmışlardır. Fakat bu finans-gelişme bağlantısı Schumpeter'e en yakın olan iktisadi mekanizma değildir. Schumpeterci görüşün standart açıklaması "*yaratıcı yıkım*"dır (*creative construction*); buluş ve yeniliklerin eski üretim metotlarının ve ürünlerin yerini daha iyi prosedür, mal ve hizmetlerle aldığı bir süreç. Schumpeterci görüşte tamamlayıcı parça finansal araçlardır ve finansal araçlar olası teknolojik yenilikleri ve iktisadi gelişmeyi sağlamaktadır⁶⁹.

King ve Levine'in sonuçlarına ilk eleştiri çalışmanın hemen sonrasında geldi. Fernandez ve Galetovic, King ve Levine'in örnekleminin OECD ülkeleri ve diğerleri olarak bölünmesi halinde korelasyonların OECD ülkeleri için önemsiz hale geldiğini göstermektedir⁷⁰. Fernandez ve Galetovic, örnekleme daha çok ülke eklemişler ve örnekleme dönem başındaki sermaye başına gelir düzeyine göre üç gruba

⁶⁹ Robert G. King ve Ross Levine, a.g.e., s. 735.

⁷⁰ David G. Fernandez ve Alexander Galetovic, "Schumpeter Might Be Right—But Why? Explaining the Relation between Finance, Development, and Growth", **Johns Hopkins University SAIS Working Paper in International Economics**, 1994.

ayırımışlardır. Yazarlar başlangıç geliri düştükçe korelasyonların daha büyük ve önemli hale geldiğini göstermişlerdir.

DeGregorio ve Guidotti, örneklemin Latin Amerika ülkeleri ile kısıtlanması halinde korelasyonların negatif değer aldığı göstermektedir⁷¹. Latin Amerika bankalarında yaşanan kontrolsüz kredi büyümesinin yarattığı kırılma benzeri faktörler King ve Levine'in kullandığı değişkenler tarafından hesaba katılmamaktadır.

King ve Levine, ülkelerin büyük bir kısmını finansal gelişmeden eşit derecede etkilenmiş olarak analiz ederken; DeGregorio ve Guidotti, finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olmasına rağmen bölgelere, zaman dönemlerine ve gelir düzeyine bağlı olarak bu etkinin değişebildiğini göstermektedir⁷². Çalışmalarında ayrıca King ve Levine'den farklı olarak finansal gelişmenin büyümeyi hangi yoldan etkilediği araştırılmaktadır. Bu bağlamda finansal gelişmişlik seviyesinin yatırım hacminde yarattığı artışla mı yoksa yatırımların etkinliğinde sağladığı ilerlemelerle mi büyümeye katkıda bulunduğu incelenmektedir.

DeGregorio ve Guidotti'nin ampirik çalışması iki ayrı veri seti kullanmaktadır. Birinci olarak, Barro'nun büyüme regresyonları 1960-85 dönemi için 98 ülkeden oluşan örnekleme genişletilmiştir⁷³. İkinci olarak DeGregorio ve Guidotti (1992)'nin 1950-1985 dönemi Latin Amerikası için geliştirdiği panel veri seti kullanılarak Latin Amerika ülkelerinde finans ve büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın amacı finansal gelişme ve uzun dönemli büyüme arasındaki ampirik ilişkiyi özel sektöre kullanılan kredilerin GSMH'ya oranını finansal gelişmişliğin göstergesi olarak kullanarak tekrar incelemektir.

⁷¹ Jose De Gregorio ve Pablo E. Guidotti, "Financial Development and Economic Growth", **International Monetary Fund Working Papers**, No. 92/101, 1992.

⁷² Jose DeGregorio ve Pablo E. Guidotti, "Financial Development and Economic Growth", **World Development**, 1995, ss.433-448.

⁷³ Ayrıntılı bilgi için bkz. Robert J. Barro, "Economic growth in a cross section of countries", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 104, No. 2, 1991, ss. 407-433.

Çalışmanın üç temel sonucu bulunmaktadır. Birincisi, Barro'nun veri seti kullanılarak finansal gelişmişlik göstergesinin uzun dönem büyüme ya da reel sermaye başına GSMH üzerinde pozitif etkisi olduğu bulunmuştur. Bu pozitif etkinin orta ve düşük gelir düzeyine sahip ülkelerde özellikle güçlü olduğu gösterilmektedir. Çalışmadaki finansal gelişmişlik göstergesi bankacılık sektörüne odaklanırken yüksek gelir düzeyine sahip ülkelerde finansal gelişmişliğin büyük oranda banka dışı finansal sektörde meydana gelmesi nedeniyle bu ülkelerde zayıf bir ilişki gözlemlendiği iddia edilmektedir. Alternatif olarak yüksek gelir düzeyine sahip ülkelerde finansal gelişmeden kaynaklanan etkinlik artışının azalan getiriler düzeyine ulaşmış olabileceği açıklaması sunulmaktadır. Ayrıca finansal gelişmişlik ve büyüme arasındaki ilişkinin 1960'lı yıllarda 1970 ve 1980'lere göre daha güçlü olduğu tespit edilmiştir.

İkincisi, bulgular finansal aracılığın büyüme üzerindeki etkisinin yatırımların hacminden ziyade esas olarak yatırımların etkinliğinde sağlanan ilerlemelerden kaynaklandığına işaret etmektedir. Finansal gelişmişlik göstergesinin büyüme üzerindeki etkisinin yalnızca dörtte birinin yatırımların hacminden geldiği, geri kalanın yatırımların etkinliği ile açıklandığı belirtilmektedir. Bu tespit literatürün önemli kısmında gösterildiği üzere, finansal aracılığın büyüme üzerindeki etkisinin esasen sermayenin marjinal verimliliğinde sağlanan artış aracılığıyla gerçekleştiği tezini desteklemektedir. Yatırımların etkinliğindeki ilerlemenin görece önemi düşük ve orta gelir düzeyine sahip ülkelerde zengin ülkelere kıyasla daha yüksek bulunmuştur.

Üçüncüsü, finansal gelişmişlik değişkeni ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki Latin Amerika için araştırıldığında aralarında sağlam ve önemli derecede negatif bir korelasyon gözlemlenmiştir. Yazarlar bu etkinin 1970 ve 1980'lerde Latin Amerika'da tanık olunan aşırı finansal liberalizasyonun çöküş ile neticelenmesinden kaynaklandığını düşünmektedir. Yetersiz düzenleyici ortamda serbestleştirilen piyasalar finansal sistemleri kırılgan hale getirmiştir. Latin Amerika örneğinde finansal aracılığın yüksek seviyesi kredi dağıtımındaki etkinlikten ziyade genellikle kırılgan bir finansal sistemin göstergesi olmuştur. Düzenleme zayıflıklarının olumsuz etkisi başarısızlık durumunda finansal sistemin kurtarılacağına yönelik yaygın

beklenti ile daha da güçlenmiştir. Latin Amerika deneyiminin önemli bir özelliği finansal sistemin çöküşü sonrası yoğun hükümet müdahalesi olmuştur. Bu müdahale beklentileri doğrulamış ve dolayısıyla bankacılık sisteminin çöküşten önceki dönemlerde sergilediği davranışı açıklamada zorunlu bir faktör halini almıştır. Resmi mevduat sigortasının varlığından bağımsız olarak hükümet yardımlarının gerçekleşmesi, iflas eden bankaların kurtarılmaması yönündeki politikanın bir zaman tutarsızlığı sorunu olduğu anlamına gelmektedir. Latin Amerika örneğinin gösterdiği gibi bankalar kriz döneminde hükümetin bir dereceye kadar yardımda bulunacağı varsayımı ile hareket ederler. Bu varsayım bankaların kredi başvurularını daha esnek değerlendirmesine ve aşırı kredi kullandırmasına neden olur. Dolayısıyla doğru düzenlemelerin yokluğunda daha fazla finansal aracılık yatırımların düşük etkinliği ile bağlantılı olabilmektedir. Yatırımların dağıtımındaki etkinsizlik ise nihai olarak uzun dönem büyüme üzerinde negatif etkide bulunmaktadır. Bu olay sadece finansal aracılığın büyüklük derecesinin değil, önemli oranda ekonomi politikalarından etkilenen aracılık kalitesinin de hayati olduğunu anlatmaktadır.

King ve Levine'e getirilen en şiddetli eleştiri izlediği yöntemle ilişkindir. Finansın iktisadi büyümeyi tahmin ettiği kabul edildiğinde dahi finansın iktisadi büyümeyi belirlediği kanaatine varılamayacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda King ve Levine'in *post hoc ergo propter hoc*⁷⁴ yaklaşımını takip ettiği iddia edilmektedir. Bundan başka ciddi eleştiriler de mevcuttur.

İlk olarak; finansal gelişme ve büyüme ihmal edilen ortak bir değişkenden (hane halkının tasarruf eğilimi gibi) kaynaklanıyor olabilir. İçsel tasarrufların uzun dönem büyüme oranını etkilediği bilinmektedir. Dolayısıyla başlangıçtaki finansal gelişme ve iktisadi büyüme oranı bu nedenle ilişkili olabilir. Bu iddia King ve Levine'in basit ülkeler arası regresyonu ile çürütülemez.

İkinci olarak; öngörüye ilişkin bir problem mevcuttur. Kredi düzeyi gibi bir finansal gösterge iktisadi büyümeyi basitçe tahmin edebilir çünkü finansal piyasalar gelecekteki iktisadi büyümeyi öngörebilir. Dolayısıyla finansal gelişme iktisadi

⁷⁴ Bir olayın başka bir olaydan daha önce olmasından dolayı sonraki olayın oluşma nedeni olduğunun iddia edilmesi.

büyümenin nedeninden ziyade öncü bir göstergesi olabilir. King ve Levine'in bulduğu pozitif korelasyonu yorumlamak için finansal gelişmenin iktisadi büyümeyi hangi mekanizma kanalıyla etkilediği tanımlanmalı ve bunun nasıl çalıştığı ortaya konulmalıdır.

Rajan ve Zingales, bu iki problem hakkında da karşı görüşler sunmaktadır⁷⁵. Yazarlara göre finansal sektörün temel rolü veri yatırım fırsatlarında fazla sermayeye sahip olanlardan yatırım fırsatları karşısında fon kıtlığı olanlara doğru fonların yeniden dağıtımını kolaylaştırmaktır. Bu, finansal aracılığın iki etkisi olduğu anlamına gelmektedir. Öncelikle finansal aracılık tasarruf etmenin ve yatırım yapmanın işlem maliyetlerini azaltarak sermayenin genel maliyetini düşürmektedir. İkinci olarak, finansal piyasaların ve kurumların firmalara ahlaki çöküntü ve ters seçim problemlerinin üstesinden gelebilmede yardım etme derecesine göre finansal aracılık nakit akımları gibi iç fonların maliyeti karşısında dış finansmanın maliyetini azaltmaktadır.

Rajan ve Zingales, finansal gelişmenin büyümeye katkısı olup olmadığını finansal gelişmenin firmaların dışsal finansman maliyetlerini azaltma yeteneği bağlamında incelemektedir. Özeld, dışsal finansmana daha çok ihtiyacı olan sanayi sektörlerinin, finansal piyasaları gelişmiş ülkelerde aşırı hızlı gelişip gelişmediğini sormaktadır. 1980'ler boyunca büyük bir örnekleme oluşturan ülkeler için bunun doğru olduğunu bulmuştur. Bu sonucun ihmal edilen değişkenler ya da ters nedensellik ile elde edilemeyeceği gösterilmektedir.

Becsi ve Wang, finans ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi modern büyüme teorisi bağlamında oldukça anlamlı bir şekilde ortaya koymaktadır⁷⁶. Yazarlara göre finansal aracılık, kaynakları tanımlayarak, yüksek getirili projelere kanalize ederek ve kurumların gelişimine katkı sağlayarak yatırımların etkinliğini artırmaktadır. Yenilikçilik ve bilgi, sermaye birikimi ve büyümenin esas dinamikleri olmakla birlikte, finansal aracılık işlevlerini etkin olarak yerine getirdiği ölçüde büyümeyi

⁷⁵ Raghuram Rajan ve Luigi Zingales, "Financial Dependence and Growth.", **American Economic Review.**, Vol. 88, 1998, ss. 559-586.

⁷⁶ Zsolt Becsi ve Ping Wang, "Financial Development and Growth", **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Vol. 82, 1997, s. 56-57.

artırabilir. Bu nedenle ülkelerin büyüme performansları finansal etkinlik seviyelerine göre değişkenlik gösterir. Finansal etkinlik sırasıyla finansal ölçek ekonomilerinin gerçekleşme seviyesine ve finansal sektörün gelişmişliğine ve yaratıcılığına bağlıdır. Finansal gelişme, finansal sektörün yatırımların kalitesini dönüştürme faaliyetlerinin büyüklüğü cinsinden ölçülebilir.

Ayrıca finansal aracığı içeren büyüme modelinin açıkladığı gibi düşük faiz marjları finansal gelişmeyi ve etkinliğı yansıtmaktadır. Büyüme modeli, büyüme oranlarının reel faiz oranları ile pozitif, kredi spreadleri ile negatif korelasyon içerisinde olduğunu öngörmektedir. İlave olarak hükümet müdahalelerinin finansal araçların etkinliğini ve iktisadi büyümeyi şiddetli bir biçimde etkilediğı ve bahsedilen korelasyonları değıştirdiğı gösterilmiştir.

La Porta et al. konuya farklı bir açıdan yaklaşmaktadır. Dünyadaki tüm piyasalar hukuk sistemlerini şu dört kaynaktan almaktadır: İngiliz örf ve adet hukuku, Alman, Fransız ya da İskandinav medeni kanunları. Hukuk sistemlerinin finansal gelişme üzerinde açık etkileri bulunmaktadır. Yazarlar 49 ülkeden oluşan bir örneklem kullanarak hem hukuki kuralların niteliğı, hem de hukuki yaptırımların kalitesi ölçü kabul edilerek tespit edilen yatırımcı haklarının yeterince korunmadığı ülkelerin küçük ve sığ sermaye piyasalarına sahip olduğunu göstermektedirler. Bu bulgular hem hisse senedi, hem de borç piyasalarına uygulanabilmektedir. Özellikle Fransız medeni kanununa sahip ülkeler örf ve adet hukuku uygulayan ülkeler ile karşılaştırıldığında hem en zayıf yatırımcı korumasına hem de en az gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptir. Bu sonuçlar veri iken ülkeleri hukuk sistemlerinin orijinine göre sınıflandırarak finansal gelişmenin iktisadi büyümenin önünden gidip gitmediğı iddia edilebilir. Levine, bu çalışmadaki hukuki orijin değışkenini finansal gelişmişliğin ölçüsü olarak kullanarak King ve Levine'in bulgularını teyit

etmektedir⁷⁷. Dolayısıyla, hukuki sistemden iktisadi büyümeye doğru bir bağlantı olduğu anlaşılmaktadır⁷⁸.

DeGregorio, derin yurtiçi finansal piyasaların ve bu yolla iktisadi büyümenin teşvik edilmesinde uluslararası finansal entegrasyonun rolüne çok az önem verildiğini iddia etmektedir⁷⁹. *Finansal bütünleşme (financial integration)* yatırımların yüksek karlılığına ve böylece yüksek iktisadi büyüme oranlarına imkan sağlayan portföy çeşitlendirmesine izin vermektedir. Çalışması finansal bütünleşme ile finansal gelişme arasındaki ve finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkileri ampirik olarak analiz etmektedir.

Deidda, mevcut literatürün tersine (i) maliyetli içsel finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisinin belirsiz olduğu, (ii) finansal gelişmenin sürdürülemez olabildiği ve (iii) rekabetçi ekonomide finansal aracılığın denge seviyesinin etkisiz olabildiği bir model geliştirmektedir⁸⁰. Bu sonuçlar finansal gelişmenin her zaman daha hızlı iktisadi büyümeye neden olmadığı ve büyüme etkisinin iktisadi gelişmişlik durumu ile değiştiği yönündeki ampirik kanıtları teoriyle bağdaştırmaya yardımcı olmaktadır.

Çalışmanın temel önermesi; firmaların hane halkına göre daha verimli ve daha sermaye yoğun bir teknolojiye sahip olmaları durumunda otarşiden finansal aracılığa içsel geçişin iktisadi büyüme oranı üzerinde belirsiz bir etkiye sahip olmasıdır. Bu sonucun arkasındaki temel gözlem; büyümenin azalmasına rağmen araçların finanse ettiği sermaye yoğun teknolojinin mudilere daha yüksek getiri ödeyebilmesidir. Dolayısıyla, finansal araçların varlığında daha düşük büyüme oranı gerçekleşse dahi hane halkı, yatırımı kendi finanse etmek yerine araçlar vasıtasıyla tasarruf etmeyi tercih edebilecektir.

⁷⁷ Ross Levine, "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.30, No.3, 1998, ss. 596-613.

⁷⁸ Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer ve Robert W. Vishny, "Law and Finance", **Journal of Political Economy**, 1998, ss.1113-1155.

⁷⁹ Jose De Gregorio, "Financial Integration, Financial Development and Economic Growth", **Estudios de Economia**, Vol. 26, No. 2, 1999, ss. 137-161.

⁸⁰ Luca G. Deidda, "Interaction Between Economic and Financial Development", **Journal of Monetary Economics**, 2006, ss. 233-248.

Negatif büyüme etkisi olasılığı finansal gelişmenin sürdürülemez olabileceği ve ekonominin düşük büyüme tuzağında sıkılaşabileceği anlamına gelmektedir. Bununla birlikte finansal gelişme sürdürülebilir ise kredi piyasalarındaki gelişim pozitif büyüme etkisinde bulunur. Kredi piyasasına girişin tetiklediği bankalar arası rekabet daha maliyet-etkin bir finansal aracılığa neden olmaktadır. Bu sonuç daha etkin bir aracılık sisteminin büyüme üzerinde pozitif etki ile birlikte daha yüksek *finansal derinleşmeye (financial deepening)* yol açtığını bulan Rousseau ile benzerlik göstermektedir⁸¹. Fakat *tekelci rekabet (monopolistic competition)* altında kredi piyasası etkin olmayan sayıda (aşırı veya yetersiz) bankaya sahip olabileceğinden büyüme oranı refah maksimizasyonu sağlayan düzeyin altına düşebilir. Örneğin uzmanlaşmaya azalan marjinal getirilerin varlığında banka sayısı iktisadi büyümenin ilk safhalarında yetersiz iken ilerleyen safhalarda aşırı olma eğilimi gösterir.

Modelde her bir genç reel ücret karşılığında inelastik olarak üreticilere sunulan bir birim işgücü ile donatılmıştır. Bu ücretin bir kısmı harcanmakta, bir kısmı tasarruf edilmektedir. Sermaye ve işgücü olmak üzere iki adet üretim faktörü bulunmaktadır ve üretim firmalar ya da hane halkı tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Firma teknolojilerinin hane halkının sahip olduğu teknolojiye daha verimli olduğu ve sermaye-işgücü oranının herhangi bir değeri için işgücü ve sermayenin marjinal getirilerinin firma üretimi durumunda daha yüksek olduğu varsayılmaktadır. Firmaların sermayesi yoktur ve sadece dışsal finansman ile aktif hale gelmektedirler. Dışsal finansman araçları tarafından sunulan kredi formunda iken hane halkı üretimi kendi kendini finanse etmektedir. Hane halkı ve firmalar fiyat alıcıdır. Sermaye ve emeğin getirileri bu iki faktörün marjinal verimliliklerine eşittir. Ekonomi dengede ya otarşi altında ya da finansal aracılık altında faaliyet gösterir. İlki finansal işlemlerin yokluğunda firmaların etkin olmadığı durumdur. Hane halkı çalışır ve sermaye birikimini kendi finanse eder. Finansal aracılık altında tasarruflar mevduat formunu alır ve üretim firmaları tarafından yerine getirilir.

⁸¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. P. Rousseau, "The permanent effects of innovation on financial depth: theory and US historical evidence from unobservable components models", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 42, 1998, ss. 387-425.

Ödünç verme faaliyeti sabit maliyetleri ve firmalara verilen ödünç başına maliyetleri içermektedir. Sabit maliyetler varsayımı bankaların ödünç vermede yetkilendirilmesini teşvik etmektedir. Firmaların finansal ihtiyaçları yönünden heterojen oldukları ve heterojenliğin derecesinin banka tarafından finanse edilen firma sayısı artıkça yükseldiği varsayılmaktadır. Fonlanan firma sayısı artıkça uzmanlaşma derecesi azalmaktadır. Buna göre firmalara ödünç vermenin birim başına maliyeti finanse edilen firma sayısının artan bir fonksiyonudur. Ölçek ekonomilerinin ve uzmanlaşmanın birlikte var olmaları rekabetçi olmayan kredi piyasası anlamına gelmektedir. Piyasa gücü standart teknelci rekabet çerçevesinde modellenmektedir.

Mevduatın denge getirisi ile her bir bankanın piyasa payı (fonladığı firma sayısı) arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Piyasa payı düştükçe bankalar daha çok uzmanlaşmaktadır. Bu, aracılığın değişken maliyetlerinin düşük olması, dolayısıyla mudilerin getirilerinin daha yüksek olması anlamına gelmektedir. Uzmanlaşma seviyesindeki azalma aracılığın değişken maliyetlerini yükselttiğinden piyasa payındaki artış finansal aracılık altında iktisadi büyümenin azalmasına neden olabilmektedir.

Modelde finansal aracılığın ortaya çıkabilmesi için iki koşul gerekmektedir: (i) mevduat getirisi en azından otarşi durumundaki sermayenin getirisine eşit olmalıdır; (ii) kredi piyasasının dengede sürdürebileceği banka sayısı en azından bir olmalıdır. Başlangıçtaki finansal otarşi durumunda ekonomide faaliyet göstermeye başlayan bankaların sayısı sermaye-işgücü oranının doğrusal bir fonksiyonudur. Otarşi durumunda ekonomi pozitif oranda büyürse sermaye-işgücü rasyosu faaliyet gösterebilir bankaların sayısının birden büyük veya bire eşit olmasını sağlayan eşik değere ulaşacağından finansal aracılık içsel olarak gelişmektedir.

Finansal aracılığa geçiş sürecinde ücretler halen hane halkının üretim teknolojisi tarafından belirlenmektedir. Geçişten sonra ise, ücretler firmaların üretim teknolojisi tarafından belirlenir. Firmaların teknolojisi hane halkının teknolojisinden daha verimli olduğundan herhangi bir sermaye-işgücü oranı için ücretler, dolayısıyla mevduatlar finansal araçların var olduğu durumda geçiş sürecinden daha yüksektir.

Diğer unsurlar sabitken mevduat hacminde yaşanan yükseliş kredi piyasasına girişi teşvik eder ve banka sayısı artış gösterir.

Kredi piyasalarının ortaya çıkışı; (i) tasarrufların bir kısmının en üretken teknolojilere tahsis edildiği ve (ii) kalan kısmının araçlar tarafından tüketildiği anlamına gelmektedir. Bu iki güç büyüme oranını farklı yönlerden etkilemektedir. İlkinin pozitif etkisine karşılık ikincisi negatif etkiye sahiptir.

Ödünç verme maliyetlerinin yokluğunda ekonomi daima finansal aracılık altında faaliyet gösterir ve büyüme oranı finansal otarşi durumuna kıyasla daha yüksek olur. Fakat maliyetli finansal aracılığın varlığında finansal gelişme finansal otarşiye kıyasla daha düşük büyüme oranına neden olabilir. Finansal aracılık büyümeye neden olmasa dahi otarşiye kıyasla daha yüksek getiri sunarsa ortaya çıkabilmektedir. Dolayısıyla finansal aracılık üretimi ve büyümeyi otarşiye nazaran azaltmasına rağmen denge niteliğini korumaktadır.

Finansal aracılığın ortalama maliyetine bağlı olarak geçiş sonrası dönemin büyüme oranı geçiş sürecine kıyasla daha düşük ya da yüksek olabilir. Bu sonuca göre finans ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki otarşiden aracılığa geçişten sonra dahi tek düze olmayabilmektedir. Firmaların üretimi toplam çıktının daha az bölümünün çalışanlara dağıtılması anlamına geldiğinden herhangi bir üretim seviyesinde üretim birimi başına tasarruf miktarı finansal otarşi durumundan daha az gerçekleşebilmektedir. Dolayısıyla, geçiş sonrası büyüme oranı geçiş dönemindeki büyüme oranını yalnızca ve yalnızca kredi piyasasına tasarruf oranındaki azalmayı telafi etmek amacıyla yeterli uzmanlaşma artışını sağlayacak giriş olursa aşmaktadır. Bu görüşün altında Harrod-Domar büyüme modeli paralelinde, uzmanlaşma derecesindeki yükselmenin kaynakların daha etkin olarak dağıtımına imkan vererek sermayenin marjinal verimliliğini artıracığı öngörüsünün yattığı düşünülmektedir. Kredi piyasasına daha fazla bankanın girmesi şartı, ekonomi finansal aracılığa geçişi tamamlasa dahi finansal aracılığın sürdürülemez olabileceği ihtimalini canlı tutmaktadır.

Geçişten sonraki dönemde pozitif büyüme yaşanırsa ekonomi sürdürülebilir bir sürece girer. İktisadi büyüme süreci kredi piyasasına girişe neden olduğundan her bir bankanın piyasa payı azalır. Uzmanlaşma ekonomileri bağlamında bankaların piyasa paylarındaki düşüş finansal işlemlere ilişkin ortalama değişken maliyetlerin azalmasına yol açar. Etkin şekilde yatırımlara tahsis edilen kaynaklar artar ve büyüme oranı yükselir.

Deidda'ya göre ekonomi, kredi piyasasına girişin etkin seviyesini gerçekleştirmede başarısız olur. Sebep kredi piyasasının yapısında saklıdır; herhangi bir iktisadi gelişme seviyesi için piyasaya girişler aracılığın sabit maliyetlerine bağlı iken piyasaya girişin büyüme etkileri hem sabit hem de değişken maliyetlere bağlıdır. Piyasaya giriş iktisadi gelişmenin düşük seviyelerinde yetersiz iken iktisadi gelişmenin ilerleyen safhalarında uzmanlaşmanın azalan getirileri nedeniyle aşırı olmaktadır. İktisadi büyümenin yol açtığı ilave uzmanlaşmadan kazançlar azalmaktadır. Fakat iktisadi gelişmenin herhangi bir seviyesi için sadece sabit maliyetlere bağlı olan piyasaya giriş etkilenmemektedir. Dolayısıyla, iktisadi gelişme seviyesi ne kadar yüksekse serbest girişlerin çok sayıda bankaya yol açma olasılığı o kadar yüksektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL ARACILIK VE BÜYÜME İLİŞKİSİ

3.1. TÜRKİYE'DE MALİ SEKTÖR VE REEL SEKTÖR İLE İLİŞKİSİ

Finansal sistemler esas itibarıyla iki ana eksen etrafında şekillenmektedir. Amerika ve İngiltere gibi Anglo-Sakson ülkelerde tasarruflar ödünç verilebilir fon talebinde bulunanlara ağırlıklı olarak sermaye piyasaları kanalıyla doğrudan aktarılırken; Almanya gibi diğer ülkelerde bu aktarım daha ziyade bankaların aracılığıyla dolaylı bir şekilde gerçekleşmektedir. Aktif büyüklüğüne ilişkin olarak aşağıda yer alan verilerden Türk finans sektörünün de bankacılık temelli bir yapıya sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 1

Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü (Milyar TL)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (%)
TCMB	74,1	76,5	74,7	90,1	104,4	106,6	113,5	110	10,5
Bankalar	212,7	249,7	306,4	406,9	499,7	581,6	732,5	834	79,6
Finansal Kiralama Şirketleri	3,8	5	6,7	6,1	10	13,7	17,1	14,6	1,4
Faktoring Şirketleri	2,1	2,9	4,1	5,3	6,3	7,4	7,8	10,4	1,0
Tüketici Finansman Şirketleri	0,5	0,8	1,5	2,5	3,4	3,9	4,7	4,5	0,4
Varlık Yönetim Şirketleri	v.y.	v.y.	v.y.	v.y.	v.y.	0,2	0,4	0,4	0,0
Sigorta Şirketleri	5,4	7,5	9,8	14,4	17,4	22,1	26,5	33,3	3,2
Menkul Kıymet Aracı Kur.	1	1,3	1	2,6	2,7	3,8	4,2	5,2	0,5
Menkul Kıymet Yatırım Ort.	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,7	0,6	0,7	0,1
Menkul Kıymet Yat. Fonları	9,3	19,9	24,4	29,4	22	26,4	24	29,6	2,8
Gayrimenkul Yatırım Ort.	1,1	1,2	1,4	2,2	2,5	4,1	4,3	4,7	0,4
Girişim Sermayesi Yat. Ort.	0	0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0
TOPLAM	310,1	365,0	430,4	560,1	669,0	770,8	935,6	1047,6	100,0

Kaynak : BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Aralık 2009, <http://www.bddk.org.tr> (05.04.2010), s.32.

Finans sektörünün aktif büyüklüğünün yüzde 80'ini teşkil eden bankacılık sektöründe 2010 yılı Mart ayı itibarıyla 49 banka faaliyet göstermekte olup; bunların 32'si mevduat bankası, 13'ü kalkınma ve yatırım bankası ve 4'ü katılım bankasıdır. Grup bazında bakıldığında 2009 yılsonu itibarıyla bankacılık sektörünün toplam bilanço büyüklüğünün yüzde 93'ünü mevduat bankaları oluşturmaktadır⁸². Dolayısıyla, Türk finans sektörünün temelde mevduat bankacılığı üzerine kurulu olduğu ifade edilebilir.

2001 krizi sonrasında bankacılık sektöründe yaşanan yeniden yapılandırma süreci sonrasında sektör belirgin bir büyüme sürecine girmiştir. Bu süreç ile birlikte sektörün derinliği artmaya başlamış ve özellikle kamu maliyesinde yaşanan düzelme ile birlikte bankalar asli fonksiyonları olan aracılığa ağırlık verir bir duruma gelmiştir. İktisadi hayattaki canlanma mevduat ve kredi hacimlerinin artmasına neden olurken, kamu kesimi borçlanma gereksinimindeki azalma kredi/mevduat oranının yükselmesi ile sonuçlanmıştır.

Tablo 2
Bankacılık Sektörünün Derinliği ve Aracılık Fonksiyonun Gelişimi

Yıllar	Mevduat/GSYİH*(%)	Krediler/GSYİH*(%)	Krediler/Mevduat(%)
2002	39,37	13,63	34,62
2003	34,15	14,20	41,58
2004	34,18	17,39	50,87
2005	38,75	23,81	61,44
2006	40,57	28,98	71,44
2007	42,32	33,97	80,26
2008	47,83	38,72	80,95
2009	53,94	41,19	76,36

Kaynak: BDDK, Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bülten, <http://www.bddk.org.tr> (02.05.2010); TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr> (02.05.2010).
*1998 bazlı seri kullanılmıştır.

⁸² Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010.

Tablo 2'den de görüleceği üzere bankacılık sektörünün derinliğine ilişkin göstergeler 2002 yılından bu yana olumlu seyretmektedir. Bankaların asli fonksiyonları olan aracılık faaliyetinin yerine getirilme derecesine işaret eden mevduatların krediye dönüşüm oranı da 2009 yılına kadar yükselişini devam ettirmiştir. Küresel finansal kriz bankaların riskten kaçınmasına neden olarak devlet iç borçlanma senetlerine olan talebi artırmıştır. Bunun neticesinde bankaların plasman alanları dağılımı değişmiş ve mevduatın krediye dönüşüm oranı azalırken mevduatın menkul değerlere dönüşüm oranı artış göstermiştir. Kredi koşullarındaki sıkılığın gevşetilmesi neticesinde 2010 yılı Mart ayı itibarıyla mevduatların krediye dönüşüm oranı yüzde 78 seviyesine yükselmiştir.

Bankacılık sektörünün olumlu gidişatına rağmen sektör finansal derinleşme ve etkinlik bakımından AB ortalamalarının altında kalmaktadır.

Tablo 3
Seçilmiş AB Ülkeleri İle Karşılaştırma*

	Mevduat/ GSYİH(%)	Kredi/ GSYİH(%)	Krediler/ Mevduat(%)
Almanya	123	129	105
Avusturya	112	149	134
Belçika	157	117	74
Bulgaristan	63	74	118
Çek Cum.	67	52	78
Danimarka	82	238	290
Estonya	60	105	175
Finlandiya	61	90	146
Fransa	86	117	137
Hollanda	168	185	110
İngiltere	285	282	99
İrlanda	165	259	157
İspanya	160	181	114
İsveç	56	130	231
İtalya	76	115	152
Letonya	58	99	172
Litvanya	35	65	186
Lüksemburg	718	553	77
Macaristan	52	72	139
Polonya	42	44	103
Portekiz	127	170	133
Romanya	29	37	126
Slovakya	62	47	76
Slovenya	57	93	164
Yunanistan	116	91	78
Euro Böl. Ort.	117	138	118
AB 27 Ort.	134	154	115
Türkiye 2008	48	40	84
Türkiye 2009	54	43	81

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010, <http://www.tcmb.gov.tr> (05.06.2010), s.41.

*AB ülkelerine ait veriler 2008 yılı itibarıyla.

Bankalar kredi mekanizması yoluyla reel sektörü finanse etmektedir. 2009 yılı itibarıyla mevduat bankalarının mali kuruluşlar hariç özel sektöre verdikleri kredilerin yüzde 55'i reel sektörün fon ihtiyacını karşılamakta kullanılmaktadır. Hane halkına kullanılan kredilerin özel sektöre verilen krediler içindeki payı 2002-2009 yılları arasında sürekli olarak artmıştır. Bu durumun 2001 krizi sırasında ertelenen tüketim harcamalarının gerçekleştirilmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Tablo 4
Mevduat Bankalarının Özel Kesime Açtığı Krediler(Milyon TL)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Hane halkı	6.638	12.995	26.434	45.497	67.117	92.287	114.342	126.318
Şirketler ve bireysel işletmeler	22.359	32.253	45.541	67.081	94.018	118.312	143.435	156.770
Diğer	2.974	3.642	4.627	6.221	6.153	2.050	2.457	2.366
Toplam	31.971	48.890	76.602	118.799	167.288	212.649	260.234	285.454

Mevduat Bankalarının Özel Kesime Açtığı Krediler(Yüzde Pay)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Hane halkı	20,76	26,58	34,51	38,30	40,12	43,40	43,94	44,25
Şirketler ve bireysel işletmeler	69,94	65,97	59,45	56,47	56,20	55,64	55,12	54,92
Diğer	9,30	7,45	6,04	5,24	3,68	0,96	0,94	0,83
Toplam	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Kaynak: TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr> (10.05.2010).

Reel sektörün finansman yapısı yabancı kaynak ağırlıklı olmakla birlikte yüksek bir kaldıraç oranının varlığından söz edilemez (Tablo 5). 2004 yılında özkaynakların oransal ağırlığındaki sıçrama sermaye düzeltmesi olumlu farklarından kaynaklanmaktadır. Mali tabloların enflasyona göre düzeltilmesinden sonra yabancı kaynakların ağırlığı artmaya devam etmiştir. Yabancı kaynaklar içerisinde mali borçlar altında yer alan “bankalardan alınan kredilerin” önemli paya sahip olduğu görülmektedir (Tablo 6). Ancak yabancı kaynaklar içerisinde ticari borçların payının yüksek olması dikkat çekmektedir. Bu durum, şirketlerin mali sisteme erişiminde sorunlar yaşadıklarını göstermektedir. Mali sisteme erişimde yaşanan sorunların kurumsallaşma hususundaki yetersizliklerden kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

Tablo 5
Özel Sektör Firmalarının Kaynak Yapısı(%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Yabancı Kaynaklar	64,6	60,1	48,0	49,9	51,3	50,2	55,3
Özkaynaklar	35,4	39,9	52,0	50,1	48,7	49,8	44,7

Kaynak: TCMB, Sektör Bilançoları, <http://www.tcmb.gov.tr> (10.05.2010).

Tablo 6
Özel Sektör Firmalarının Yabancı Kaynaklarının Yapısı(%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Mali Borçlar/Yabancı Kaynaklar	42,8	40,2	35,6	33,9	40,2	39,8	44,1
Banka kredileri*/Yabancı Kaynaklar	39,5	34,0	32,1	31,2	36,6	36,1	40,2
Ticari borçlar/Yabancı Kaynaklar	24,7	25,9	28,0	31,3	29,2	28,8	27,1
Diğer	32,5	33,9	36,4	4,7	0,6	1,4	28,7

Kaynak: TCMB, Sektör Bilançoları, <http://www.tcmb.gov.tr> (10.05.2010).

*Uzun vadeli kredilerin anapara taksit ve faizleri banka kredilerine eklenmiştir.

3.2. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞMENİN İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.2.1. Model

Bu bölümde, Türkiye'deki iktisadi büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişki 1990-2006 dönemi için korelasyon ve regresyon analizleri yapılarak incelenmektedir. Çalışmada ayrıca aracılık işlevinin etkinliği ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki de araştırılmaktadır.

Çalışmada iktisadi büyümenin göstergesi olarak kişi başına reel büyüme oranı, finansal gelişme göstergeleri olarak kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı ve bankaların toplam aktiflerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı alınmaktadır. Kredilerin mevduata oranındaki artış hızı aracılık işlevinin etkinliği hakkındaki temel gösterge olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, menkul değerler portföyü banka aktiflerinin önemli bir kısmını teşkil ettiğinden

aracılık işlevinin etkinliği bağlamında kamu maliyesine ilişkin göstergelerden faydalanılmaktadır. Söz konusu göstergeler: İç borç stokunun M2 para arzına oranındaki artış hızı, iç borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı, kamu kesimi borçlanma gereğinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı.

Modelde kişi başına reel büyüme oranı olarak 1987 yılı sabit fiyatlarıyla gayrisafi yurtiçi hasıla değerleri ile hesaplanan oran kullanılmaktadır. Ayrıca, 2000-2009 yılları arasındaki dönem için 1998 bazlı seri kullanılarak korelasyon analizi yapılmaktadır.

Kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı, bankacılık sektörünün aylık yurtiçi kredi hacmi verilerinin yıllık ortalaması kullanılarak hesaplanmaktadır.

Bankaların toplam aktiflerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı, bankacılık sektörünün aylık toplam aktiflerinin yıllık ortalaması kullanılarak hesaplanmaktadır.

Kredilerin mevduata oranı oranındaki artış hızı, bankacılık sektörünün aylık yurtiçi kredi ve mevduat hacmi verilerinin yıllık ortalaması kullanılarak hesaplanmaktadır.

İç borç stokunun M2 para arzına oranındaki artış hızı, aylık iç borç stokuna ilişkin verilerin ve haftalık M2 para arzı verilerinin yıllık ortalaması kullanılarak hesaplanmaktadır.

İç borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı, aylık iç borç stokuna ilişkin verilerin yıllık ortalaması kullanılarak hesaplanmaktadır.

Modele bağımlı değişken olarak kişi başına reel büyüme oranı (B), bağımsız değişken olarak kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı (KR), bankaların toplam aktiflerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı (AK), kredilerin mevduata oranındaki artış hızı (KM) ve kamu maliyesine ilişkin göstergelerden uygun olduğu düşünülenler (İç borç stokunun M2 para arzına

oranındaki artış hızı(IM), İç borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı (IG), kamu kesimi borçlanma gereğinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı(KG)) dahil edilmektedir.

3.2.2 Veriler ve Yöntem

Model için gerekli veriler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Türkiye İstatistik Kurumu veri tabanlarından elde edilmiştir. Bu analiz, 1990 ve 2006 yılları arasındaki yıllık veriler kullanılarak yapılmıştır (Ek-1). Modele ek olarak, 2001 krizinden önceki ve sonraki dönemlere ilişkin korelasyonları karşılaştırabilmek amacıyla 2000-2009 yılları arasındaki çeyreklik veriler⁸³ kullanılmaktadır (Ek-2).

Model, aşağıda değinilen aşamalar sonucunda nihai şeklini almıştır. Öncelikle bağımlı değişken değerlerinin normal dağılım gösterip göstermediği incelenmiştir. İkinci olarak, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonların anlamlılık seviyesine göre, modele dahil edilecek değişkenlere karar verilmiştir. Son aşamada, olası modellerde öz ilişki ve çoklu bağlantı sorununun varlığı araştırılmış ve akabinde modellerin analizleri gerçekleştirilmiştir. Olası modellerin değerlendirilmesinden sonra, model son şeklini almıştır. Model sonuçları yorumlanırken ise, hem 1990-2006 dönemi hem de 2000-2006 dönemi için ilgili verilerin korelasyonları ve bankacılık sektörüne ait çeşitli veriler kullanılmıştır.

3.2.3 Sonuçlar

3.2.3.1. Anlamlılık Düzeyi

Bağımlı değişken kişi başına reel büyüme oranının dağılımının testini gösteren tablodan (Ek-3) anlaşılacağı üzere değişken %95 güven düzeyinde normal dağılmaktadır. Dolayısıyla modelde, bağımlı değişken olarak kişi başına reel büyüme oranının kullanılması uygundur.

⁸³ 2000 ve 2009 yılları arası için çeyrek dönemler alınarak gözlem sayısı artırılmıştır.

3.2.3.2.Korelasyon Katsayısı

- *Kişi Başı Reel Büyüme ile Krediler/GSYİH Oranındaki Artış Hızı Değerleri Arasındaki Korelasyonlar*

Kişi Başına Reel Büyüme ile Krediler/GSYİH oranındaki artış hızı arasında orta kuvvette pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Korelasyon katsayısı 0,439 olup, % 90 güven düzeyinde anlamlıdır (Ek-4). Bu sonuçlar ışığında, Krediler/GSYİH oranı artış hızı değerlerinin modele dahil edilmesi kararlaştırılmıştır.

- *Kişi Başı Reel Büyüme ile Aktif/GSYİH Oranındaki Artış Hızı Değerleri Arasındaki Korelasyonlar*

Kişi Başına Reel Büyüme ile Aktif/GSYİH oranındaki artış hızı arasında orta kuvvette negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Korelasyon katsayısı -0,407, % 90 güven düzeyinde anlamlıdır (Ek-4). Bu sonuçlar ışığında, Aktif/GSYİH oranı artış hızı değerlerinin modele dahil edilmesi kararlaştırılmıştır.

- *Kişi Başı Reel Büyüme ile İç Borç Stokunun M2 Para Arzına Oranındaki Artış Hızı Değerleri Arasındaki Korelasyonlar*

Kişi Başına Reel Büyüme ile İç borç stokunun M2 para arzına oranındaki artış hızı, arasında orta kuvvette negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Korelasyon katsayısı -0,453 olup, % 90 güven düzeyinde anlamlıdır (Ek-4). Bu sonuçlar ışığında, İç borç stokunun M2 para arzına oranı artış hızı (IM) değerinin kamu maliyesi göstergesi olarak modele dahil edilebileceği kararlaştırılmıştır.

- *Kişi Başı Reel Büyüme ile İç Borç Stokunun Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı Değerleri Arasındaki Korelasyonlar*

Kişi Başına Reel Büyüme ile İç borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı (IG)), arasında orta kuvvette negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Korelasyon katsayısı -0,635 olup, % 90 güven düzeyinde anlamlıdır (Ek-4). Bu sonuçlar ışığında, İç borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı

(IG)),değerinin kamu maliyesi göstergesi olarak modele dahil edilebileceği kararlaştırılmıştır.

- *Kişi Başı Reel Büyüme ile Kredilerin Mevduata Oranındaki Artış Hızı Değerleri Arasındaki Korelasyonlar*

Kişi Başına Reel Büyüme ile kredilerin mevduata oranındaki artış hızı (KM), arasında orta kuvvette pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Korelasyon katsayısı 0,677 olup, % 90 güven düzeyinde anlamlıdır (Ek-4). Bu sonuçlar ışığında, kredilerin mevduata oranındaki artış hızı (KM), modele dahil edilmesi kararlaştırılmıştır.

- *Kişi Başı Reel Büyüme ile Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı Değerleri Arasındaki Korelasyonlar*

Kişi Başına Reel Büyüme ile kamu kesimi borçlanma gereğinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı (KG) arasında zayıf ve negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Korelasyon katsayısı -0,011 olup, % 90 güven düzeyinde anlamsızdır (Ek-4). Sonuç olarak, kamu kesimi borçlanma gereğinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı artış hızı (KG) değerinin modele dahil edilmemesi kararlaştırılmıştır.

3.2.3.3. Model Sonuçları

Korelasyon hesaplamaları dikkate alınarak 6 adet model oluşturulmuştur.

$$B = \alpha + \beta_1 KR + \beta_2 AK + \beta_3 IM + \beta_4 KM + e$$

$$B = \alpha + \beta_1 KR + \beta_2 AK + \beta_3 IG + \beta_4 KM + e$$

$$B = \alpha + \beta_1 KR + \beta_2 AK + \beta_3 IM + e$$

$$B = \alpha + \beta_1 KR + \beta_2 AK + \beta_3 IG + e$$

$$B = \alpha + \beta_1 KR + \beta_2 AK + \beta_3 KM + e$$

$$B = \alpha + \beta_1 KR + \beta_2 AK + e$$

Modellerde Bağlantı İstatistikleri bölümündeki VIF (Variance Inflation Factors) değerlerine yani Varyans Şişme Faktörlerine bakılarak çoklu bağlantı sorununun varlığı irdelenmiş ve bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı olmadığı anlaşılmıştır.

Bununla birlikte, modellerde Durbin-Watson testi yardımıyla bağımsız değişkenler arasında otokorelasyon olup olmadığı da incelenmiştir. Testler sonucunda, tüm modeller için test istatistiği Durbin-Watson tablosundan elde edilen alt sınır ve üst sınır arasında kaldığından kararsızlık durumuna düşülmüştür. Gözlem sayısının artırılmaması ve diğer regresyon varsayımlarının sağlanması nedeniyle kararsızlık durumunda otokorelasyon olmadığı kabul edilebilir.

3.2.3.3.1. Birinci Model

Korelasyon sonuçlarına göre modele öncelikle, kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı, aktiflerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı, İç borç stokunun M2 para arzına oranındaki artış hızı ve kredilerin mevduata oranındaki artış hızı eklenmiştir.

Tablo 7

Birinci Model Sonuçları

R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Modelin Standart Hatası	Durbin-Watson
,803	,645	,526	,036732327	2,491

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F değeri	Anlamlılık
Bağlanım	029	4	,007	5,440	,010
Artık	,016	12	,001		
Toplam	,046	16			

	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar		Anlamlılık	Bağlantı İstatistikleri	
	B	Std. Hata	Beta	t değeri		Tolerans	VIF
(Sabit)	,031	,011		2,910	,013		
KR	,069	,185	,236	,770	,718	,073	9,785
AK	-,229	,164	-,475	-1,396	,488	,256	,912
KM	,118	,157	,413	,751	,467	,098	,226
IM	-,033	,046	-,149	-,732	,478	,710	,409

Tahmin edilen model:

$$B = 0,031 + 0,069KR - 0,229AK - 0,033 IM + 0,118KM$$

Model istatistiksel olarak anlamlı olup, bağımlı değişkenin % 64,5'ini açıklamaktadır. Ancak, sabit terim dışındaki diğer katsayıların istatistiksel olarak anlamsız olması nedeniyle modelin açıklama gücüne güvenilemez.

3.2.3.3.2. İkinci Model

Birinci modeldeki bağımsız değişken katsayılarının anlamsız çıkması neticesinde IM değişkeni yerine IG değişkeni kullanılarak ikinci model türetilmiştir.

Tablo 8
İkinci Model Sonuçları

R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Modelin Standart Hatası	Durbin-Watson
,825	,681	,574	,034808393	2,492

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F değeri	Anlamlılık
Bağlanım	,031	4	,008	6,398	,005
Artık	,015	12	,001		
Toplam	,046	16			

	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t değeri	Anlamlılık	Bağlantı İstatistikleri	
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF
(Sabit)	,033	,010		3,258	,007		
KG	,051	,169	,175	,801	,769	,079	9,721
AK	-,157	,166	-,326	-,947	,362	,224	4,455
IG	-,061	,044	-,300	-0,400	,187	,581	1,722
KM	,119	,145	,415	,717	,430	,103	9,706

Tahmin edilen model:

$$B = 0,033 + 0,051KR - 0,157AK - 0,061IG + 0,119KM$$

Model istatistiksel olarak anlamlı olup, bağımlı değişkenin % 68,1'ini açıklamaktadır. Ancak, sabit terim dışındaki diğer katsayıların istatistiksel olarak anlamsız olması nedeniyle modelin açıklama gücüne güvenilemez.

3.2.3.3.3. Üçüncü Model

Dörtlü regresyon bağımsız değişken katsayılarının anlamsız olması nedeniyle, analize üç bağımsız değişken kullanılarak devam edilmiştir. Bu modelde, bağımsız değişken olarak KR, AK ve IM belirlenmiştir.

Tablo 9

Üçüncü Model Sonuçları

R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Modelin Standart Hatası	Durbin-Watson
,792(a)	,628	,542	,036111102	2,590

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F değeri	Anlamlılık
Bağlanım	,029	3	,010	7,310	,004
Artık	,017	13	,001		
Toplam	,046	16			

	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t değeri	Anlamlılık	Bağlantı İstatistikleri	
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF
(Sabit)	,029	,010		2,860	,013		
KR	,200	,061	,688	3,270	,006	,646	1,549
AK	-,329	,096	-,680	-3,409	,005	,718	1,392
IM	-,024	,043	-,108	-,557	,587	,767	1,304

Tahmin edilen model:

$$B = 0,029 + 0,200KR - 0,329AK - 0,024IM$$

Model istatistiksel olarak anlamlı olup, bağımlı değişkenin % 62,8'ini açıklamaktadır. Bununla birlikte, IM'ninki hariç diğer katsayıların istatistiksel olarak anlamlı bulunmasına rağmen IM'nin katsayısının anlamsız olması nedeniyle modelin açıklama gücüne güvenilemez.

3.2.3.3.4.Dördüncü Model

Üçüncü modeldeki IM değişkeninin katsayısının istatistiksel olarak anlamsız çıkması neticesinde IM değişkeni yerine IG değişkeni kullanılarak dördüncü model türetilmiştir.

Tablo 10
Dördüncü Model Sonuçları

R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Modelin Standart Hatası	Durbin-Watson
,814	,663	,585	,034361088	2,603

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F değeri	Anlamlılık
Bağlanım	,030	3	,010	8,526	,002
Artık	,015	13	,001		
Toplam	,046	16			

	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t değeri	Anlamlılık	Bağlantı İstatistikleri	
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF
Sabit	,031	,010		195	,007		
KR	,180	,058	,621	,090	,009	,643	,556
AK	-,259	,110	-,536	2,359	,035	,503	,988
IG	-,056	,043	-,272	1,304	,215	,595	,679

Tahmin edilen model:

$$B = 0,031 + 0,180 KR - 0,259AK - 0,056 IG$$

Model istatistiksel olarak anlamlı olup, bağımlı değişkenin %66,3'ünü açıklamaktadır. Bununla birlikte, IG'ninki hariç diğer katsayıların istatistiksel olarak anlamlı bulunmasına rağmen IG'nin katsayısının anlamsız olması nedeniyle modelin açıklama gücüne güvenilemez.

3.2.3.3.5. Beşinci Model

Üçlü regresyonlarda yer verilen kamu maliyesi göstergelerine ait katsayıların anlamsız çıkması nedeniyle KR, AK ve aracılık işlevinin etkinliğini gösteren KM değişkenleri kullanılarak beşinci model türetilmiştir.

Tablo 11
Beşinci Model Sonuçları

R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Modelin Standart Hatası	Durbin-Watson
,793	,629	,543	,036070266	2,545

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F değeri	Anlamlılık
Bağlanım	,029	3	,010	7,336	,004
Artık	,017	13	,001		
Toplam	,046	16			

	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t değeri	Anlamlılık	Bağlantı İstatistikleri	
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF
Sabit	,029	,010		,872	,013		
KR	,124	,166	,426	,743	,470	,087	,511
AK	-,280	,146	-,581	1,916	,078	,311	,213
KM	,087	,149	,304	,584	,569	,106	,466

Tahmin edilen model:

$$B = 0,029 + 0,124KR - 0,280AK + 0,087KM$$

Model istatistiksel olarak anlamlı olup, bağımlı değişkenin %62,9'unu açıklamaktadır. Ancak sabit terim dışındaki diğer katsayıların istatistiksel olarak anlamsız olması nedeniyle modelin açıklama gücüne güvenilemez.

3.2.3.3.6. Altıncı Model

Kamu maliyesi ve aracılık işlevinin etkinliğine ilişkin göstergeler, kişi başına reel büyüme ile olan ilişkileri dikkate alınarak finansal gelişmişlik göstergelerinin yanında modellemelere dahil edilmiştir. Ancak yukarıda da değinildiği üzere bu modellerin açıklama gücüne güvenilememesi nedeniyle sadece finansal gelişmişlik göstergeleri ile kişi başına reel büyüme arasındaki ilişkiyi konu alan bir regresyon türetilmiştir.

Tablo 12
Altıncı Model Sonuçları

R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Modelin Standart Hatası	Durbin-Watson
,787	,619	,564	,035210732	2,597

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F değeri	Anlamlılık
Bağlanım	,028	2	,014	11,369	,001
Artık	,017	14	,001		
Toplam	,046	16			

	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t değeri	Anlamlılık	Bağlantı İstatistikleri	
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF
Sabit	,027	,009		,881	,012		
KR	,216	,053	,743	,082	,00112	,822	,216
AK	-,348	,088	-,720	3,957	,00143	,822	,216

Tahmin edilen model:

$$B = 0,027 + 0,216KR - 0,348AK$$

Model istatistiksel olarak anlamlı olup, bağımlı değişkenin % 61,9'unu açıklamaktadır. Modelde sabit terim de dahil olmak üzere tüm değişkenlerin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Dolayısıyla modelin açıklama gücüne güvenilebilir.

3.2.4. Yorumlar

Analizler sonucunda, finansal gelişme göstergeleri ile iktisadi büyüme arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Buna göre; kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı ile bankaların toplam aktiflerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı kişi başına reel büyüme üzerinde asimetric etkide bulunmaktadır. Kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı kişi başına reel büyümeyi pozitif yönde etkilerken; aktiflerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı kişi başına reel büyümeyi negatif yönde etkilemektedir. Ayrıca bağımlı değişken üzerindeki negatif yönlü etkinin pozitif yönlü etkiden daha güçlü olduğu görülmüştür.

Finansal gelişme göstergelerinin iktisadi büyüme üzerinde zıt etkiler doğurmasının banka varlıklarının dağılımından kaynaklandığı düşünülmektedir. Türkiye’de devlet iç borçlanma senetleri, banka aktiflerinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Kamunun mali piyasalardaki baskınlığı özel sektörün kullanılabilir fon miktarını azaltmakta ve özel sektör yatırımlarını dışlamaktadır. Tasarrufların üretken olmayan alanlara tahsis edilmesi iktisadi büyümeyi negatif yönde etkilemektedir. Aslında bu durum bankaların aracılık faaliyetini de etkin olarak yerine getiremediği anlamına gelmektedir⁸⁴.

Tablo 7’den de görülebileceği üzere kredilerin varlıklar içerisindeki payı 2002 yılına kadar düşüş eğilimini sürdürürken, menkul kıymet portföyünün banka varlıkları içerisindeki payı 2002 yılına kadar düzenli olarak artış göstermiş ve 2002’de istikrar kazanarak düşüş trendine girmiştir. Krediler kaleminin banka aktifleri içindeki payı 1990 yılında yüzde 41 iken 2002 yılında yüzde 19 seviyesine gerilemiş, menkul değerlerin banka varlıkları içindeki payı ise söz konusu dönemde yüzde 12’den yüzde 43’e yükselmiştir.

⁸⁴ Ahmet EROL, **Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’de Devlet Borçları (1981-1990)**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, APK Kurulu Başkanlığı Yayın No:1992/324, Ankara, 1992, ss. 67-83.

Tablo 13
Banka Varlıklarının Dağılımı(%)

Yıllar	Ortalama Likit Değerler*	Ortalama Menkul Değerler	Ortalama Krediler	Ortalama Sabit Kıymetler**	Ortalama Faiz Gelirleri Tah.Rees.	Diğer
1990	15,40	12,02	41,25	6,55	5,21	19,58
1991	17,18	12,53	39,29	6,15	6,21	18,65
1992	20,50	11,48	37,30	5,16	7,60	17,95
1993	22,36	10,57	38,11	4,65	7,62	16,69
1994	23,44	12,53	32,70	4,56	9,78	17,00
1995	19,04	14,01	34,68	4,67	10,51	17,09
1996	16,67	13,38	38,59	4,76	9,33	17,27
1997	14,35	13,86	40,58	3,92	11,06	16,24
1998	13,79	15,29	39,34	3,82	8,82	18,94
1999	12,63	18,46	29,28	4,32	10,64	24,68
2000	17,20	17,42	28,63	6,21	7,41	23,14
2001	17,76	33,11	24,02	5,59	8,36	11,15
2002	15,35	42,95	18,86	6,69	6,59	9,56
2003	12,13	44,25	20,90	8,12	5,73	8,86
2004	11,23	43,49	26,85	7,51	3,71	7,21
2005	11,97	39,86	32,19	6,17	3,09	6,72
2006	13,75	35,09	38,00	4,66	2,56	5,95
2007	15,14	31,61	41,50	3,90	2,73	5,13
2008	15,37	28,11	45,40	3,51	2,98	4,63
2009	16,13	31,25	41,84	3,22	3,45	4,12

Kaynak : TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr> (10.06.2010).

*Likit değerler = Kasa + Efektif Deposu + Yoldaki Paralar + Satın Alınan Banka Çekleri + Merkez Bankası + Bankalar + Para Piyasalarından Alacaklar

**Sabit Kıymetler = Sabit Değerler + Bağlı ve Birlikte Kontrol Edilen Ortaklıklar

Kamu maliyesindeki gelişmelerin banka varlıkları üzerinde menkul kıymetler aracılığıyla etkili olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, 2003 yılından itibaren menkul değerlerin aktifler içerisindeki payındaki azalma, kamu kesimi borçlanma gereğindeki azalmaya eşlik etmektedir (Tablo 8). Dolayısıyla, kamunun ödünç

verilebilir fon piyasasındaki ağırlığının azalması bankaların plasman dağılımını menkul kıymetler aleyhine değiştirerek büyümeye katkı sağlamaktadır. Kamu maliyesine ilişkin göstergelerden iç borç stokunun para arzına oranındaki artış hızının ve iç borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızının kişi başına reel büyüme oranları ile negatif korelasyonları da bahsedilen ters yönlü ilişkiyi teyit etmektedir (EK:4). Bununla birlikte, varlıkların gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı ile kişi başına reel büyüme arasındaki ters yönlü ilişkinin 2000 yılı sonrasında 1990-2006 dönemine göre zayıflamasının banka aktifleri dağılımının krediler lehine gelişen niteliğini yansıttığı düşünülmektedir (EK5). Bir başka ifadeyle kamu maliyesinde sağlanan disiplin bankaların asli fonksiyonlarına doğru yönelmelerine yol açarak kredi/mevduat oranının artmasına ve banka varlıkları ile iktisadi büyüme arasındaki negatif ilişkinin zayıflamasına neden olmuştur.

Tablo 14

Kamu Maliyesinin Gelişimi (%)

YILLAR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
KKBG/GSYİH	8,9	12,1	10	7,3	3,6	-0,3	-2	0,1	0,8	6,43

Kaynak : TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr> (10.06.2010).

*Gerçekleşme tahmini

2001 yılı sonrasında bir taraftan kamu maliyesinde sağlanan iyileşmeler risk primini düşürerek piyasa faizleri üzerinde aşağı yönlü baskı yaratırken diğer taraftan para politikası uygulamaları mali disiplinin de katkısıyla enflasyonu tek haneli rakamlara çekerek piyasa faizlerinin daha da düşmesine olanak sağlamıştır. Göreli makroekonomik istikrar ortamında fiyat mekanizmasının daha etkin çalışır hale gelmesi kaynak dağılımının da daha etkin gerçekleşmesine olanak tanımıştır. Ayrıca, tesis edilen göreli istikrar ortamının ekonomideki öngörülebilirliği artırarak uzun vadeli projeleri yaşama geçirme fırsatı sunmasının da bu projelerin finansmanı için kullanılan krediler bağlamında iktisadi büyümeye olumlu katkı sağladığı ifade edilebilir. Dolayısıyla, göreli istikrar ortamında kullanılan kredilerin 2000 yılı öncesinde kullanılan kredilere nazaran daha verimli alanlara tahsis edildiği düşünülmektedir. Kredilerin gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı ile kişi başına reel büyüme arasındaki ilişkinin 2000 yılı sonrasında 1990-2006 yılına göre

daha da güçlenmesinin altında bahsedilen görelî istikrar ortamının yattığı değerlendirilmektedir (EK:5,6).

2000 yılı sonrasında kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızı ile kişi başına reel büyüme arasındaki ilişkinin güçlenmesinde aktif kalitesinin de etkili olduğu düşünülmektedir. 2001 yılında yaşanan bankacılık krizi sonrasında sektörün sıkı gözetime tabi tutulması sonucunda bankalar kredi kullandırmalarında daha ihtiyatlı davranmaya başlamışlardır. Ayrıca, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun, kredibilitesi olmayan kişilere verilen kredileri *dolanlı kaynak kullanımı* sayarak sorumluları ağır yaptırımlara tabi tutması da bankaları kredi kullandırmalarında seçici davranmaya zorlamıştır⁸⁵. Sektörü disipline etmeyi amaçlayan yaklaşımlar kredilerin takibe dönüşüm oranlarında yansımaları bulmuştur. Tablo 9'dan da görülebileceği üzere, kriz öncesinde müşteri kredibilitesi dikkate alınmadan verilen krediler nedeniyle kredilerin takibe dönüşüm oranı 2002 yılında % 21 düzeyine çıkmıştır. Dolayısıyla, kriz öncesi ve sonrası dönemde uygulanan kredilendirme politikalarındaki belirgin farklılıkların aktif kalitesi üzerinde yarattığı etki söz konusu dönemlerde kredilerin hasılaya oranındaki artış hızı ile kişi başına reel büyüme arasındaki ilişkinin kuvvet farklılığını açıklayan başka bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 15
Kredilerin Takibe Dönüşüm Oranları

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
%	4,10	5,20	3,27	3,05	3,57	2,42	1,97	2,22	7,65	11,74
Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
%	11,24	15,77	21,21	13,68	7,01	5,55	4,35	4,14	4,53	6,31

Kaynak: TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr> (10.06.2010).

⁸⁵ Bkz. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, 108. Md.

Finansal gelişme hızının iktisadi büyümeye katkısının artırılması, makroekonomik istikrarın güçlendirilerek sürdürülmesinin yanında mikro reformların da hayata geçirilmesini gerektirmektedir. Finansal aracılık işlemleri üzerindeki kamusal yüklerin azaltılarak aracılık maliyetlerinin düşürülmesinin, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin mali sisteme erişimlerinin kolaylaştırılmasının ve kayıt dışılığın azaltılmasının, mikro bazda ele alınması gereken öncelikli konular arasında yer aldığı düşünülmektedir.

Finansal aracılık faaliyetlerinin yüksek maliyetlerle sürdürülebildiği bir ekonomide bankaların ve dolayısıyla reel sektörün faaliyet hacmi beklenen büyümeyi gösteremeyecektir. Aracılık maliyetlerinin önemli bir unsuru ise bankacılık sektöründeki düzenleme araçları, bu araçların niteliği ve finansal aracılık faaliyetlerinin vergilendirilmesidir. Türkiye’de bankacılık sektörü üzerinde, tasarruf mevduatı sigorta primi ve zorunlu karşılıklar gibi müşteri haklarının korunması ve para politikası ile ilişkili yükümlülükler dışında önemli sayıda vergisel yükler bulunmaktadır. Bu yük ve yükümlülükler bankaların faaliyetlerini, gerek kaynak sağlama ve gerekse kaynak kullanma maliyetleri yoluyla önemli ölçüde etkileyecek niteliktedir⁸⁶.

Aracılık maliyetleri hakkında yapılan bir çalışmada, girdi-çıkıtı analiz sonuçları aracılık maliyetinde gerçekleşecek 1 milyar TL’lik azalmanın GSYİH üzerinde yüzde 0,9 dolayında artışa neden olabileceğini göstermektedir. Ayrıca yapılan analizlere göre, gelir kaybının önemli bir bölümü artan vergi tabanına paralel olarak ilk yılda telafi edilebilmektedir. Bunların yanında, aracılık maliyetlerindeki azalmaya paralel olarak faiz oranlarında ortaya çıkacak düşüşün, kamunun borçlanma maliyetlerinde önemli bir rahatlama sağlayarak faiz dışı fazla yaratma ihtiyacını hafifleteceği vurgulanmaktadır⁸⁷.

⁸⁶ Abuzer Pınar, **Bankacılık Faaliyetleri Üzerindeki Vergi ve Benzeri Yüklerin Ekonomik Etkileri: Türkiye İçin Nicel Bir Analiz**, Bankacılar Dergisi, sayı 45, 2003, s.40-60.

⁸⁷ BDDK, “Türk Bankacılık Sektöründe Aracılık Maliyetlerinin Azaltılması”, **MSPD Çalışma Raporları**, Kasım 2003, s.47.

SONUÇ

Finansal aracilar ödünç verilebilir fon arzında bulunan iktisadi birimler ile ödünç verilebilir fon talebinde bulunan iktisadi birimleri bilançosunun varlık ve yükümlülük tarafında toplayarak tasarrufların yatırıma dönüştüğü süreçte köprü vazifesi görmektedir. Ödünç verilebilir fon arzı ve talebi sahiplerinin finansal piyasalarda doğrudan işlem yapmamasının altında yatan dinamikler finansal aracilar tarafından yaratılan katma değeri açıklamaktadır.

Finansal aracilar, fonların toplandığı havuzlar oluşturarak, küçük tasarruf sahiplerinin büyük yatırım projelerine erişebilmesine olanak sağlamaktadır. Bireysel yatırımcıların birikimleri, bölünemez nitelikteki büyük projelerin finansmanına katılmak ve bu yatırımlar sonucunda oluşan getirileri elde etmek için genellikle çok küçük kalmaktadır. Finansal aracilar tarafından oluşturulan havuzlar, bireysel yatırımcıların bu getirilerden yararlanmasına olanak sunmaktadır. Özellikle, küçük yatırımcılar ile firmalar arasındaki bilgi asimetrisinin varlığı halinde, fonların havuzlarda toplanmasının genel ekonomi için taşıdığı önemin derecesi artmaktadır.

Finansal aracilar, küçük tasarruf sahiplerinin riski çeşitlendirmesine de yardımcı olurlar. Özellikle, başlangıç yatırımı ve dolayısıyla genel parasal tutarı yüksek olan yatırım projelerinin taşıdığı yüksek zarar yaratma potansiyeli, küçük yatırımcıların kendi başlarına riskli projelere yatırım yapmasını zorlaştırmaktadır. Bu noktada finansal aracilar, küçük yatırımcılara, risklerinin bir araya getirilerek, söz konusu risklerin yatırımcılar arasında dağıtılması ve dengeli hale getirilmesi olanağını temin etmektedir. Finansal aracıların yönettiği büyük kredi portföyleri, iyi çeşitlendirme yapmaya olanak sağlayarak, küçük yatırımcıyı spesifik riski yüksek projelerin olası zararlarından korur.

Büyük projeler genellikle uzun dönemli finansman kaynağı gerektirmektedir. Birçok bireysel yatırımcı ise mütevazı büyüklükteki portföyünü, ihtiyat güdüsünden dolayı uzun dönemli niteliğe sahip ve belirsizlik derecesi dolayısıyla riski görece yüksek olan yatırımlara bağlamayı tercih etmez. Vadelere ilişkin bu boşluğun finansal aracilar tarafından kapatıldığı süreç *likidite yönetimi (liquidity management)*

olarak adlandırılmaktadır. Uzun dönemli projeler kısa dönemli tercihleri olan, küçük yatırımcıların erişemeyeceği yüksek getiriler teklif eder. Dolayısıyla, finansal araçlar, küçük yatırımcıların da bu getirilere erişmesini olanaklı kılmaktadır.

Özetle, finansal araçlar küçük tasarruf sahiplerinin büyük ölçekli projelerin yararlarını elde etmesini sağlayarak kaynakların etkin dağılımına yardımcı olmakta ve böylece iktisadi büyümeye katkı sunmaktadırlar. Finansal araçlar, söz konusu katkıyı, potansiyel projeleri değerlendirerek ve izleme faaliyetinde bulunarak, fonları ve riskleri havuzlarda toplayarak, ani likidite taleplerini karşılama garantisi vererek ve işlem maliyetlerini azaltarak gerçekleştirmektedirler.

Türkiye'deki finansal araçların, potansiyel projelerin değerlendirilmesi ve izleme fonksiyonunun yerine getirilmesi faaliyetlerine nazaran, fonların ve risklerin havuzlarda toplanması ve likidite sağlama işlevleri aracılığı ile büyümeye katkı sağladıkları düşünülmektedir. Kayıt dışı işlemlerin çokluğu nedeniyle şirketlerin mali tablolarının güvenilirlikten uzak oluşu, teminat bankacılığını teşvik etmektedir. Bir başka ifadeyle, bankalar kredi verme sürecinde önerilen teminatı dikkate almakta ve yeterli teminat gösterecek varlığı bulunmayan şirketlerin riskini üstlenmekten uzak durmaktadırlar. Türkiye'nin yapısal sorunlarından kaynaklanan bu durum çok sayıda şirketin finansmana erişimini engellemektedir.

Finansal gelişmenin iktisadi büyümeye etkisini Türkiye özelinde incelediğimiz çalışmada, finansal sektörün önemli bölümünün mevduat bankalarından oluşması nedeniyle, mali sektör bankacılık sektörü üzerinden değerlendirilmiştir. Yeterli kurumsallaşmanın olmadığı Türkiye'de, şirketlerin büyük çoğunluğunun sermaye piyasalarına erişimi bulunmamaktadır. Dolayısıyla, finansal araçlar söz konusu şirketler için yegâne finansman kaynağı niteliğindedir. Finansal araçlar içerisinde reel sektöre en çok kaynak aktarımı gerçekleştiren kuruluşlar bankalardır.

Türkiye'de finansal gelişme ile iktisadi büyüme ilişkisini konu alan ampirik çalışmamızın sonuçları da ekonomideki yapısal problemlerin finansal gelişme-büyüme bağlantısını etkilediğini göstermektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre; banka

varlıklarının gayrisafi yurtiçi hasılaya oranının artış hızı, kişi başına reel büyüme oranını azaltırken; kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranının artış hızı, kişi başına reel büyüme oranını artırmaktadır. Bu sonucun, banka varlıklarının dağılımında belirleyici olan iktisadi politikalarından kaynaklandığı düşünülmektedir. Para ve maliye politikalarındaki gelişmeler finansal araçların etkinliğine doğrudan etki etmektedir. Makroekonomik politikaların yanında, bankacılık sektörünün düzenlenmesi ve denetlenmesi alanında sağlanan ilerlemeler de, finansal gelişmişlik düzeyine ve dolayısıyla iktisadi büyümeye etki etmektedir.

Banka varlıklarındaki artışların, ağırlıklı olarak krediler kanalıyla gerçekleşmesi durumunda, varlıkların gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki artış hızının iktisadi büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin azalacağı; mali disiplin kalitesinin iyileştirilmesi ve sürdürülebilir kredi genişlemesinin sağlanması ile birlikte, söz konusu negatif etkinin pozitif döneceği beklenmektedir.

Türkiye'nin finansal gelişme göstergeleri AB ortalamalarının altında seyretmektedir (Tablo 3). Kişi başına reel büyümeye katkı sağlayan, kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı, AB ortalamasına bakıldığında Türkiye'deki oranın dört katı civarında olduğu görülmektedir. Türkiye'de, kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranının artış hızı 1990-2006 döneminde ortalama yüzde 7 iken, 2000-2009 döneminde ortalama yüzde 11 olmuştur. Dolayısıyla AB ortalamasının sabit kaldığı varsayımı altında, finansal gelişme hızının, her yıl 2000-2009 dönemi ortalaması kadar gerçekleşmesi halinde, ancak 2024 yılında AB ortalaması yakalanabilmektedir. Tahmin edilen modele göre, söz konusu orandaki yüzde 11'lik artış hızı kişi başına reel büyümeyi yıllık ortalama yüzde 2,38 oranında yükseltmektedir.

AB ortalamasına yakınsama sürecinin kısaltılarak finansal gelişme hızının iktisadi büyümeye katkısının artırılması, makroekonomik istikrarın güçlendirilerek sürdürülmesinin yanında mikro reformların da hayata geçirilmesini gerektirmektedir. Finansal aracılık işlemleri üzerindeki kamusal yüklerin azaltılarak aracılık maliyetlerinin düşürülmesinin, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin mali sisteme erişimlerinin kolaylaştırılmasının ve kayıt dışılığın azaltılmasının, mikro bazda ele alınması gereken öncelikli konular arasında yer aldığı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Allen, Franklin, “The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation”, **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 1, 1990, ss. 3-30.

Allen, Franklin, Anthony M. Santomero, “The Theory of Financial Intermediation”, **Journal of Banking & Finance**, Vol. 21, 1998, ss. 1461-1485.

Allen, Franklin, Gale Douglas, “Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing”, **Journal of Political Economy**, Vol.105, No.3, 1997, ss. 523-546.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. “Türk Bankacılık Sektöründe Aracılık Maliyetlerinin Azaltılması”. **MSPD Çalışma Raporları**. Ankara, Kasım 2003.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. “**Finansal Piyasalar Raporu**”. Ankara, Aralık 2009.

Bankim Chadha, David Folkerts-Landau, Mervyn King, Roberto G.Mendoza, “The Evolving Role of Banks in International Capital Flows”, Martin Feldstein (Ed.), **International Capital Flows** içinde (191-234), University of Chicago Press, 1999.

Barro, Robert J., “Economic growth in a cross section of countries.”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 104, No. 2, 1991, ss.407-433.

Baumann, Ursel, Glenn Hoggarth, Darren Pain, “The Substitution of Bank for Non-Bank Corporate Finance: Evidence for The United Kingdom”, **Bank of England Working Paper**, No.274, 2005.

Baumol, W.J., “The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach”, **Quarterly Journal of Economics**, 1952, Vol.66, ss.545–556.

Becsi, Zsolt, Ping Wang, “Financial Development and Growth”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Vol. 82, 1997, ss.46-62.

Bencivenga, Valerie, Bruce D. Smith, "Financial intermediation and endogenous growth", **The Review of Economic Studies**, Vol.58, No. 2, 1991, ss.195-209.

Bencivenga, Valerie R., Bruce D. Smith, "Economic development and financial depth in a model with costly financial intermediation", **Research in Economics**, Vol. 52, 1998, ss. 363-386.

Benston, J. George, Clifford W. Smith, Jr., "A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, Vol. 31, No. 2, 1976, ss. 215-231.

Bernstein, Peter L., "Capital Ideas: From the past to the Future", **Financial Analysts Journal**, Vol. 61, No. 6, 2005, ss.55-59.

Boyd, John H., Edward C. Prescott, "Financial Intermediary-Coalitions", **Journal of Economic Theory**, Vol. 38, 1986, ss. 211-232.

Calvo, Guillermo A., "Servicing the public debt: The role of expectations", **American Economic Review**, Vol. 78, No. 4, 1988, ss. 647-661.

Calvo, Guillermo A., Pablo E.Guidotti, "**Interest rates, financial structure, and growth: Bolivia in a comparative perspective,**" International Monetary Fund, Washington, DC., 1991.

Calvo, Guillermo A., Fabrixio Coricelli, "Stagflationary effects of stabilization programs in reforming socialist countries: Enterprise-side vs. household-side factors.", **The World Bank Research Review**, Vol. 6, No. 1, 1992, ss.71-90.

Campbell, Tim S., William A. Kracaw, "Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, Vol. 35, No. 4, 1980, ss. 863-882.

Cavallo, Domingo, "Stagflationary effects of monetarist stabilization policies", (**Doktora Tezi**, Cambridge, MA: Harvard University, 1977).

Claus, Iris, Arthur Grimes, “Asymmetric Information, Financial Intermediation and the Monetary Transmission Mechanism: A Critical Review”, **New Zealand Treasury Working Paper**, No. 03/19, 2003.

Coase, Ronald H., “The Nature of the Firm”, Oliver E. Williamson, Sidney G. Winter (Ed.), **The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development** içinde (386-405), Oxford University Press, 1991.

Coval, Joshua D., Anjan V.Thakor, “Financial Intermediation as a Beliefs-Bridge Between Optimists and Pessimists”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 75, 2005, ss. 535–569.

De Gregorio, Jose, Pablo E. Guidotti, “Financial Development and Economic Growth”, **International Monetary Fund Working Papers**, No. 92/101, 1992.

De Gregorio, Jose, Pablo E. Guidotti, “Financial Development and Economic Growth”, **World Development**, Vol. 23, No. 3, 1995, ss. 433-448.

De Gregorio, Jose, “**Borrowing constraints, human capital accumulation and growth**”, International Monetary Fund, Washington, DC, 1993.

De Gregorio, Jose, “Financial Integration, Financial Development and Economic Growth”, **Estudios de Economia**, Vol. 26, No. 2, 1999, 137-161.

Deidda, Luca G., “Interaction Between Economic and Financial Development”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 53, 2006, ss. 233–248.

Diamond, Douglas W., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, **The Review of Economic Studies**, Vol. 51, No. 3, 1984, ss. 393-414.

Dornbusch, Rudiger, “Policies to move from stabilization to growth”, **Proceedings of The World Bank Annual Conference on Development Economics**, 1990, ss. 19-48.

EROL, Ahmet, **Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’de Devlet Borçları (1981-1990)**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, APK Kurulu Başkanlığı Yayın No:1992/324, Ankara, 1992.

Fama, Eugene F., “Banking in The Theory of Finance”, **Journal of Monetary Economics**, Vol.6, 1980, ss. 39-57.

Fernandez, David G., Alexander Galetovic, “Schumpeter Might Be Right—But Why? Explaining the Relation between Finance, Development, and Growth”, **Johns Hopkins University SAIS Working Paper in International Economics**, 1994.

Freeman, Scott, “The Payments System, Liquidity, and Rediscounting”, **American Economic Review**, Vol.86, 1996, ss.1126-1238.

Freeman, Scott, “Clearinghouse Banks and Banknote Over-Issue”, **Journal of Monetary Economics**, Vol.38, 1996, ss.101-115.

Friedman, Benjamin M., “Financial Intermediation in The United States”, NBER Working Paper, No. 1451, 1984. (<http://www.nber.org/papers/w1451>) (21.05.2009)

Fry, Maxwell J., “Money, Interest and Banking in Economic Development”, **Journal of Development Economics**, Vol.32, 1990, ss. 235-237.

Gale, Douglas, Martin Hellwig, “Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem”, **The Review of Economic Studies**, Vol. 52, No. 4, 1985, ss. 647-663.

Gelb, Alan, “Financial policies, growth, and efficiency”, **The World Bank Working Paper**, WPS 202, Washington, 1989.

Gorton, Gary, Andrew Winton, “Financial Intermediation”, **NBER Working Paper**, No. 8928, 2002. (<http://www.nber.org/papers/w8928>) (14.05.2009)

Green, Edward, “Money and Debt in the Structure of Payments”, **Bank of Japan Monetary and Economic Studies**, Vol.15, 1997, ss. 63-87.

Greene, Joshua, Delano Villanueva, "Private investment in developing countries", **IMF Staff Papers**, Vol. 38, No.1, 1991, ss. 33-58.

Greenwood, Jeremy, Boyan Jovanovic, "Financial development, growth, and the distribution of income", **Journal of Political Economy**, Vol. 98, No. 5, 1990, ss. 1076-1108.

Harris, M., A. Raviv, "Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information", **Journal of Economic Theory**, 1979, Vol. 20, ss. 231-259.

Haubrich, Joseph G., "Financial Intermediation: Delegated Monitoring and Long-Term Relationships", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 13, 1989, ss.9-20.

Haubrich, Joseph, Robert King, "Banking and Insurance", **Journal of Monetary Economics**, Vol. 26, 1990, ss.361 -386.

Holmstrom, Bengt, Jean Tirole, "Private and Public Supply of Liquidity", **Journal of Political Economy**, Vol. 106, 1998, ss.1-40.

Holmstrom, Bengt, "Moral Hazard and Observability", **Bell Journal of Economics**, Vol. 10, 1979, ss.74-91.

Goldsmith, Raymond W., "**Financial Structure and Development**", Yale University Press, 1969.

Gorton, Gary, "Reputation Formation in Early Bank Note Markets", **Journal of Political Economy**, Vol. 104, 1996, ss.346-397.

Gorton, Gary, "Pricing Free Bank Notes", **Journal of Monetary Economics**, Vol. 44, 1999, ss.33-64.

Gorton, Gary, George Pennacchi, "Financial Intermediaries and Liquidity Creation", **Journal of Finance**, Vol. 45, 1990, ss.49-72.

Grossman, Sanford, Joseph Stiglitz, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", **American Economic Review**, Vol. 61, 1980, ss.393-408.

Guidotti, Pablo E., Mamnohan Kumar, “Domestic public debt of externally indebted countries”, **IMF Occasional Paper**, No.80, 1991.

Gujarati, Damodar N., **Temel Ekonometri**, Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen (çev.). İstanbul: Literatür Yayınları, 2006.

Gurley, J., E.Shaw, “Financial aspects of economic development”, **The American Economic Review**, Vol. 45, 1955, ss. 515-538.

Gurley, John G., Edward S. Shaw, “**Money in a theory of finance**”, The Brookings Institution, Washington, 1960.

Gurley, J.G. E.S. Shaw, “Financial structure and economic development”, **Economic Development and Cultural Change**, Vol.15, 1967, ss. 257–268.

<http://evds.tcmb.gov.tr>

<http://www.bddk.org.tr>

<http://www.tcmb.gov.tr>

<http://www.tuik.gov.tr>

Jacques Lesourne, Hugo Sonnenschein (Ed.), “**Macroeconomic Policy, Credibility, and Politics**”, Malezya, Hardwood Academic Publishers, 1990.

Jappelli, Tulio, Marco Pagano, “Savings, growth and liquidity constraints”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 109, No. 1, 1994, ss. 93-109.

Khan, Mohsin S., Delano Villanueva, “Macroeconomic policies and long-term growth: A conceptual and empirical review”, **IMF Working Paper**, WP 91/28, Washington, 1991.

King, G. Robert, Ross Levine, ” Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 108, No. 3, 1993, ss. 717-737.

Krasa, Stefan, Anne Villamil, “Monitoring the Monitor: An Incentive Structure for a Financial Intermediary”, **Journal of Economic Theory**, Vol.57, 1992, ss.197-221.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, "Law and Finance", **Journal of Political Economy**, Vol. 106, No. 6, 1998, ss.1113-1155.

Leland, Hayne E., David H.Pyle, “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, **The Journal of Finance**, Vol. 32, No. 2, 1977, ss. 371-387.

Levine, Ross, “Financial structure and economic development”, **The World Bank Working Paper**, WPS 849, Washington, 1992.

Levine, Ross, “The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.30, No.3, 1998, ss. 596-613.

McAndrews, James, William Roberds, “Payment Intermediation and the Origins of Banking”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper**, No: 99-11, 1999.

McKinnon, R.I., “**Money and Capital in Economic Development**”, Brookings Institution, Washington, 1973.

Merton, C. Robert, “Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions”, **Journal of Banking & Finance**, Vol. 19, 1995, ss. 461-481.

Merton, C. Robert, “A Functional Perspective of Financial Intermediation”, **Financial Management**, Vol. 24, No. 2, 1995, ss. 23-41.

Merton, R.C., Z. Bodie, “**A conceptual framework for analyzing the financial environment, The Global Financial System: A Functional Perspective**”, Harvard Business School Press, 1995.

Pınar, Abuzer, “Bankacılık Faaliyetleri Üzerindeki Vergi ve Benzeri Yüklerin Ekonomik Etkileri: Türkiye İçin Nicel Bir Analiz”, **Bankacılar Dergisi**, sayı 45, 2003, ss. 40-60.

Rajan, Raghuram, Luigi Zingales, "Financial Dependence and Growth", **American Economic Review**, Vol.88, 1998, ss.559-586.

Ramakrishnan, Ram T. S., Anjan V. Thakor, “Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation“, **The Review of Economic Studies**, Vol. 51, No. 3, 1984, ss. 415-432.

Robinson, Joan, "The Generalization of the General Theory", **The Rate of Interest and Other Essays** içinde (67-143), Londra, Macmillan, 1952.

Rolnick, Arthur, Warren Weber, “Free Banking, Wildcat Banking and Shinplasters”, **Quarterly Review**, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1982.

Rolnick, Arthur, Warren Weber, “New Evidence on the Free Banking Era”, **American Economic Review**, Vol.73, No. 5, 1983, ss. 1080-1091.

Rolnick, Arthur, Warren Weber, “The Causes of Free Bank Failures: A Detailed Examination”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 14, 1984, ss.267-292.

Romer, Paul M., “Increasing Returns and Long-Run Growth”, **Journal of Political Economy**, Vol. 94, 1986, ss.1002–1037.

Roubini, Nouriel, Xavier Sala-i-Martin, “Financial repression and economic growth”, **Journal of Development Economics**, Vol. 39, No. 1, 1992, ss. 8-30.

Rousseau, P., “The permanent effects of innovation on financial depth: theory and US historical evidence from unobservable components models”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 42, 1998, ss. 387–425.

Saint-Paul, Gilles, “Technological choice, financial markets and economic development”, **European Economic Review**, Vol. 36, No. 4, 1992, ss.763-781.

Scholtens, Bert ve Dick van Wensveen, "A Critique on The Theory of Financial Intermediation", **Journal of Banking & Finance**, Vol.24, 2000, ss. 1243-1251.

Schumpeter, Joseph, **The Theory of Economic Development**, Cambridge, Harvard University Press, 1934

Schumpeter Joseph, **Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process**, New York, McGraw-Hill, 1939

Shavell, S., "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship", **Bell Journal of Economics**, Vol. 10, 1979, ss. 55-73.

Shaw, E.S., **Financial Deepening in Economic Development**, New York, Oxford University Press, 1973.

Solow, Robert J., "A Contribution to the Theory of Economic Growth", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 70, 1956, ss. 65-94.

Stiglitz, J. E., A. Weiss, "Credit rationing in markets with imperfect information", **The American Economic Review**, Vol. 71, 1981, ss.393-410.

Taylor, Lance, **Structuralist Macroeconomics- New markets and economic development**, New York, European York Basic Books Inc, 1983.

Tapen Sinha, "The Role of Financial Intermediation in Economic Growth: Schumpeter Revisited", S. B. Dahiya, V. Orati (Ed.), **Economic Theory in the Light of Schumpeter's Scientific** içinde (63-70), Rohtak, Hindistan: Spellbound Publishers, 2001.

Tobin, J., "The interest-elasticity of transactions demand for cash", **Review of Economics and Statistics**, Vol. 38, 1956, ss. 241-247.

Townsend, R.M., "Optimal Contracts and Competitive Markets With Costly State Verification", **Journal Of Economic Theory**, Vol. 22, 1979, ss. 265-293.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. “**Finansal İstikrar Raporu**”. Ankara, Mayıs 2010

Van Wijnbergen, Sweder, “Credit policy, inflation and growth in a financially repressed economy”, **Journal of Development Economics**, Vol. 13, No. 1-2, 1983. ss. 45-65.

Williamson, Stephen D., “Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing “, **Journal of Monetary Economics**, Vol.18, 1986, ss. 159-179.

Winton, Andrew, ”Delegated Monitoring and Bank Structure in a Finite Economy”, **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 4, No. 2, 1995, ss. 158-187.

EKLER

EK-1: 1990-2006 DÖNEMİ MODEL VERİLERİ

Yıllar	Kişi Başına Reel Büyüme Oranı(B)	Kredilerin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (KR)	Toplam Aktiflerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (AK)	Kredilerin Mevduata Oranındaki Artış Hızı (KM)	İç Borç Stokunun M2 Para Arzına Oranındaki Artış Hızı (IM)	İç Borç Stokunun Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (IG)	Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (KG)
1989	-0,019	-0,103	-0,088			-0,078	0,111
1990	0,067	-0,008	-0,111	-0,118	-0,159	0,072	0,375
1991	-0,010	0,034	0,045	-0,037	-0,080	0,045	0,382
1992	0,040	0,024	0,070	0,073	0,015	-0,087	0,039
1993	0,061	0,086	0,047	0,386	0,182	0,158	-0,025
1994	-0,071	-0,161	-0,017	-0,031	-0,023	-0,253	-0,403
1995	0,053	0,030	-0,052	0,006	0,066	-0,009	-0,196
1996	0,052	0,238	0,075	0,084	0,122	0,079	0,757
1997	0,079	0,249	0,158	-0,054	0,001	0,121	-0,108
1998	0,015	0,086	0,124	-0,040	0,059	-0,039	0,224

Yıllar	Kişi Başına Reel Büyüme Oranı(B)	Kredilerin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (KR)	Toplam Aktiflerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (AK)	Kredilerin Mevduata Oranındaki Artış Hızı (KM)	İç Borç Stokunun M2 Para Arzına Oranındaki Artış Hızı (IM)	İç Borç Stokunun Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (IG)	Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (KG)
1999	-0,060	-0,050	0,270	-0,010	0,356	-0,267	0,648
2000	0,024	0,005	0,026	0,071	0,050	-0,040	-0,239
2001	-0,091	-0,026	0,171	0,806	0,991	-0,149	0,360
2002	0,064	-0,352	-0,178	0,144	-0,008	-0,231	-0,174
2003	0,042	0,036	-0,079	0,007	0,017	0,162	-0,270
2004	0,073	0,348	0,032	-0,134	0,018	0,318	-0,507
2005	0,070	0,327	0,094	-0,147	-0,012	0,350	-1,083
2006	0,048	0,324	0,098	-0,212	-0,112	0,207	5,667

Kaynak : TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr> (02.052010); TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr> (02.05.2010).

EK-2: 2000-2009 ÇEYREK DÖNEMLER İTİBARIYLA VERİLER

Yıllar	Kişi Başına Reel Büyüme Oranı(B)	Kredilerin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(KR)	Toplam Aktiflerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(AK)	Kredilerin Mevduata Oranındaki Artış Hızı(KM)	İç Borç Stokunun M2 Para Arzına Oranındaki Artış Hızı(IM)	İç Borç Stokunun Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(IG)
2000 Ç1	- 0,025	- 0,010	0,163	-0,187	0,071	0,203
2000 Ç2	- 0,006	0,010	0,066	- 0,078	0,104	0,126
2000 Ç3	0,033	0,008	- 0,024	0,045	0,106	- 0,035
2000 Ç4	0,053	0,032	- 0,075	0,158	0,094	- 0,003
2001 Ç1	0,044	0,060	0,076	0,010	0,120	0,273
2001 Ç2	0,013	- 0,023	0,210	- 0,141	0,817	1,042
2001 Ç3	- 0,029	- 0,067	0,224	- 0,259	1,120	1,350
2001 Ç4	- 0,070	- 0,149	0,108	- 0,293	1,342	1,327
2002 Ç1	- 0,071	- 0,294	-0,094	- 0,232	0,808	0,585
2002 Ç2	- 0,043	- 0,358	- 0,191	- 0,283	0,062	- 0,056
2002 Ç3	- 0,007	- 0,358	- 0,185	- 0,230	0,004	- 0,100
2002 Ç4	0,048	- 0,281	- 0,133	- 0,153	- 0,058	-0,159
2003 Ç1	0,065	- 0,118	- 0,090	- 0,009	0,099	-0,054
2003 Ç2	0,059	- 0,026	-0,169	0,253	0,182	- 0,015

Yıllar	Kişi Başına Reel Büyüme Oranı(B)	Kredilerin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(KR)	Toplam Aktiflerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(AK)	Kredilerin Mevduata Oranındaki Artış Hızı(KM)	İç Borç Stokunun M2 Para Arzına Oranındaki Artış Hızı(IM)	İç Borç Stokunun Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(IG)
2003 Ç3	0,053	0,038	- 0,169	0,314	0,141	- 0,057
2003 Ç4	0,039	0,157	- 0,097	0,345	0,168	- 0,000
2004 Ç1	0,044	0,141	- 0,082	0,266	0,012	- 0,003
2004 Ç2	0,063	0,396	0,032	0,374	- 0,170	- 0,035
2004 Ç3	0,073	0,387	0,052	0,355	- 0,200	- 0,008
2004 Ç4	0,080	0,256	- 0,004	0,290	- 0,206	- 0,061
2005 Ç1	0,077	0,281	0,010	0,307	- 0,163	- 0,064
2005 Ç2	0,067	0,192	0,030	0,210	-0,084	-0,067
2005 Ç3	0,066	0,238	0,058	0,216	- 0,100	- 0,054
2006 Ç4	0,071	0,393	0,129	0,244	- 0,174	- 0,061
2006 Ç1	0,065	0,384	0,152	0,181	- 0,230	- 0,079
2006 Ç2	0,070	0,430	0,177	0,194	- 0,257	- 0,083
2006 Ç3	0,066	0,342	0,094	0,202	- 0,270	- 0,113
2006 Ç4	0,056	0,199	0,042	0,151	- 0,244	- 0,121
2007 Ç1	0,061	0,140	0,037	0,110	- 0,141	- 0,091
2007 Ç2	0,047	0,057	- 0,003	0,061	- 0,124	- 0,118

Yıllar	Kişi Başına Reel Büyüme Oranı(B)	Kredilerin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(KR)	Toplam Aktiflerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(AK)	Kredilerin Mevduata Oranındaki Artış Hızı(KM)	İç Borç Stokunun M2 Para Arzına Oranındaki Artış Hızı(IM)	İç Borç Stokunun Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(IG)
2007 Ç3	0,038	0,105	0,022	0,078	- 0,093	- 0,089
2007 Ç4	0,034	0,148	0,051	0,103	- 0,113	- 0,087
2008 Ç1	0,033	0,222	0,098	0,107	- 0,161	- 0,088
2008 Ç2	0,030	0,218	0,077	0,140	- 0,153	- 0,086
2008 Ç3	0,023	0,197	0,084	0,112	- 0,193	- 0,092
2008 Ç4	-0,005	0,090	0,109	-0,031	-0,111	- 0,045
2009 Ç1	- 0,054	0,009	0,098	- 0,081	- 0,105	0,011
2009 Ç2	-0,079	0,011	0,134	- 0,111	- 0,087	0,121
2009 Ç3	-0,089	0,030	0,184	- 0,133	0,039	0,206
2009 Ç4	-0,058	0,109	0,137	- 0,018	0,016	0,196

Kaynak : TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr> (02.05.2010); TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr> (02.05.2010).

EK-3: KİŞİ BAŞINA REEL BÜYÜME KOLMOGOROV-SMİRNOV TESTİ

Değişken		Kişi Başına Reel Büyüme Oranı (B)
N (Gözlem sayısı)		17
Normal Parametreler	Ortalama	,02682353
	Standart Hata	,053355219
En Uç Farklılıklar	Mutlak	,245
	Pozitif	,164
	Negatif	-,245
Kolmogorov-Smirnov Z		1,008
Asimptotik Anlamlılık (2-yönlü)		,261

EK-4: 1990-2006 YILLARI VERİLERİ İÇİN KORELASYON SONUÇLARI

		Kredilerin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (KR)	Toplam Aktiflerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (AK)	İç Borç Stokunun M2 Para Arzına Oranındaki Artış Hızı (IM)	İç Borç Stokunun Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (IG)	Kredilerin Mevduata Oranındaki Artış Hızı (KM)	Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı(KG)
Kişi Başına Reel Büyüme Oranı (B)	Korelasyon katsayısı	,439	-,407	-,453	-,635	,677	-,011
	Anlamlılık (2-yönlü)	,078	,105	,068	,006	,003	,968

Ek-5: 2000-2009 YILLARI ÇEYREK DÖNEM VERİLERİ İÇİN KORELASYON SONUÇLARI

		Kredilerin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (KR)	Toplam Aktiflerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (AK)	İç Borç Stokunun M2 Para Arzına Oranındaki Artış Hızı (IM)	İç Borç Stokunun Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Artış Hızı (IG)	Kredilerin Mevduata Oranındaki Artış Hızı (KM)
Kişi Başına Reel Büyüme Oranı (B)	Korelasyon Katsayısı	,588	-,216	-,499	-,517	,795
	Anlamlılık (2- yönlü)	,000	,180	,001	,001	,000

