

Finansal İstikrar(sızlık) ve Kurumsal Kalite İlişkisi: Türkiye Örneği

Özet

Çalışmanın temel amacı, kurumsal kaliteyi yansıtan değişkenler (regülasyon kalitesi, hukukun üstünlüğü, rüşvetin kontrolü, politik istikrar, hükümetin etkinliği, hesap verilebilirlik) ile finansal istikrarsızlık arasında bir ilişki olup olmadığını ortaya koymaktır. Bu çerçevede finansal istikrarı temin etme sürecinde makroekonomik değişkenler dışında ülkelerin yönetsel etkinlik ve kurumsal kalitelerinin rolü tartışmaya açılmış olacaktır. Çalışmada, 2002-2012 dönemi verileri kullanılarak regresyon modeli tahmin edilmiştir. Ampirik sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, politik istikrar ve hesap verilebilirlik değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Buna karşın, regülasyon kalitesi, hukukun üstünlüğü, rüşvetin kontrolü ve hükümetin etkinliği değişkenleri ise istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, ilgili dönemde Türkiye’de politik istikrar ve hesap verilebilirlik dışındaki kurumsal kalite değişkenlerinin finansal istikrarsızlığı azalttığını göstermektedir. Çalışma sonuçlarına göre, finansal istikrarsızlık üzerinde etkili olan en önemli değişken, regülasyon kalitesidir.

Anahtar Kelimeler: *Finansal istikrar(sızlık), Kurumsal kalite, Volatilité*

Financial (in)Stability and Institutional Quality Relationship: Evidence from Turkey

Abstract

The main purpose of the study, is to determine whether a relationship between with variables reflecting institutional quality (regulation quality, rule of law, corruption control, political stability, government effectiveness, voice and accountability) and financial instability. In this context, to ensure financial stability in except for the macroeconomic variables, the role of institutional quality and the administrative activities of the country will be opened to discussion. In the study, regression model was estimated using 2002-2012 period data. The empirical results are generally evaluated, political stability and accountability variables were not statistically significant. However, the quality of regulation, rule of law, control of corruption and government effectiveness variables were statistically significant. In other words, except political stability and accountability, the variables of institutional quality shows that it reduces to financial instability in relevant period. According to the results, the most important variable that is effective on financial instability is the regulation quality.

Keywords: *Financial (in)stability, Institutional quality, Volatility*

Mehmet ÇINAR¹
Hülya KANALICI AKAY²
Nejla ADANUR AKLAN³

¹ Doç. Dr., Uludağ Üniversitesi,
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,
Ekonometri Bölümü,
mcinar@uludag.edu.tr

² Doç. Dr., Uludağ Üniversitesi,
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,
İktisat Bölümü,
hulyakanalici@uludag.edu.tr

³ Doç. Dr., Uludağ Üniversitesi,
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,
İktisat Bölümü,
adanur@uludag.edu.tr

GİRİŞ

Global finansal kriz sonrasında literatürde öne çıkan temel hususlar şu şekilde özetlenebilir (Angelini, Necoletti-Altamari and Visco, 2012: 6); 1. Para politikalarının yürütülmesinde finansal istikrar dikkate alınmalıdır. Buna göre, fiyat istikrarının gerekli koşulu olan finansal istikrar sağlandığında, çıktı ve enflasyon volatilitelerini azaltmak mümkün olacaktır. 2. Konjonktür karşıtı makroihtiyati önlemler (zamana göre değişen sermaye yeterlilikleri, borç/gsyih rasyosu gibi) konjonktür dalgalanmalarının ve finansal döngünün dengelenmesinde önemlidir. 3. Para ve makroihtiyati tedbir önlemleri arasında var olan tamamlayıcılık ilişkisi potansiyel bir çatışmaya neden olabilmektedir. Diğer bir deyişle bu iki politika aracı arasındaki karşılıklı etkileşim, kurumsal düzenlemelerin önünü açmaktadır.

Bu çalışmanın temel amacı finansal istikrarsızlık ile kurumsal kaliteyi yansıtan değişkenler (regülasyon kalitesi, hukukun üstünlüğü, rüşvetin kontrolü, politik istikrar, hükümetin etkinliği, hesap verilebilirlik) arasındaki ilişkileri ortaya koymaktır. Finansal istikrar(sızlık) üzerine yapılan çalışmaların büyük çoğunluğunun makroekonomik göstergeleri temel aldığı görülmektedir. Oysaki özellikle 2008 küresel krizinin temel sonuçlarından birisi fiyat istikrarının yanında finansal istikrarında sağlanması gerekliliğidir. Bu nedenle çalışmada finansal istikrarı tesis etmede makroekonomik değişkenlerden ziyade kurumsal kalite değişkenlerinin rolü ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Dünya bankası tarafından yayımlanan kurumsal kalite değişkenlerinin kullanıldığı çalışmada, finansal istikrarın sağlanmasında kurumsal kalite değişkenlerinin etkinliğini belirlemek çalışmanın özgünlüğünü ortaya koymakta ve bu çerçevede yapılacak çalışmalara ışık tutacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın ilk bölümünde finansal istikrar ve istikrarsızlık kavramları üzerinde durulmakta, daha sonra da kurumsal kaliteyi yansıtan değişkenlerin finansal istikrar üzerindeki etkileri ortaya konulmaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde ise kurumsal kaliteyi yansıtan değişkenler ile finansal istikrarsızlık arasındaki ilişkileri ortaya koyan ampirik bulgulara yer verilmektedir. Çalışmanın son bölümü sonuç kısmına ayrılmıştır.

FİNANSAL İSTIKRAR VE KURUMSAL KALİTE DEĞİŞKENLERİ

Schinasi (2004: 10)'e göre, “finansal istikrar, finansal risklerin (kredi, likidite ve piyasa riski) fiyatlaması, dağıtımı ve yönetiminde ekonominin mekanizmalarının performansı arttıracak şekilde işlemesi için gerekli olan bir koşuldur.”

Finansal istikrar kavramı uygulamada finansal sistemin etkin bir şekilde çalışmasını önleyen bazı karmaşıklıklar içerir. Bunlar şu şekilde sıralanabilir (Schinasi, 2004: 12) 1. Finansal istikrardaki gelişmeler tek bir kantitatif gösterge ile özetlenemez. Fiyat istikrarının aksine finansal istikrara yönelik tek bir ölçüt yoktur. Bu durum finansal istikrarın, finansal kuruluşların istikrarı, işleyişi ve ödemeler sistemini kapsayan çok yönlü yapısından kaynaklanmaktadır. 2. Finansal istikrar gelişmelerini tahmin etmek güçtür. Finansal istikrarın durumu değerlendirilirken sadece cari dönemdeki istikrarsızlıklar dikkate alınmaz. Gelecekte de söz konusu istikrarsızlıkların oluşma riskleri ve finansal sistemin bu risklere açıklığı da dikkate alınır. Dolayısıyla finansal istikrar sürecinin değerlendirilmesi ileriye dönük bir bakış açısını gerektirir. Ancak finansal istikrarsızlığı finansmanı oluşturan bileşenler arasındaki doğrusal olmayan ilişkiler nedeniyle tahmin etmek güçtür. 3. Finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak kullanılan politika araçlarının bir kısmı finansal istikrar amacının dışında başka önceliklere de (mevduat sahiplerinin korunması, fiyat istikrarının sağlanması veya finansal işlemlere hız kazandırma gibi) sahip olabilmektedir. 4. Finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak kullanılan politika araçları bir yandan esneklik ile etkinlik arasında bir ödünleme ilişkisi içerirken, diğer yandan piyasa dinamiklerini istikrarsızlaştırır. Başka bir deyişle kısa dönemde finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak alınan önlemler uzun dönemde ekonominin istikrarını bozabilir. Özellikle en son ödünç verme mercii olarak merkez bankala-

rina başvurulması veya mevduata devlet garantisi verilmesi gibi önlemler, piyasa disiplini olumsuz etkileyerek ahlaki risk veya ters seçim sorunlarının oluşumuna neden olabilir.¹

Finansal piyasalarda istikrarın sağlanması için iki koşulun yerine getirilmesi gerekir; Bunlardan ilki, finansal sistemdeki temel kurumların istikrarlı olmalarıdır. Diğer bir deyişle yükümlülüklerini dış kaynaklardan finansal destek sağlamadan yerine getirmeleridir. İkincisi, piyasa katılımcılarının gerçek değerleri yansıtan fiyatlar üzerinden işlem yapabilmeleri ve fiyatlarda spekülasyonlu değişimlerin meydana gelmemesidir (Das et al., 2004).

Finansal istikrarsızlık ile finansal kriz arasında bir ayırım yapmak gerekir. Finansal istikrarsızlık, finansal sistemin bir özelliğidir. Finansal kriz ise arazi bir durumdur. Finansal sistem finansal kriz olmaksızın uzun süre istikrarsız işleyebilir. Finansal istikrarsızlığın tanımının yapıldığı çalışmalarda üç husus dikkati çekmektedir. Bazı tanımlamalar oldukça geniş kapsamlı olup finansal sınırlamaların neden olduğu kaynak dağılım problemlerini içerirken, (Haldane, 2004), bazı tanımlamalar ise finansal sistemin işleyişini olumsuz etkileyen değişkenlere yer vermeyen bir şekilde oldukça dar kapsamlıdır (Mishkin, 1999). Buna karşın bazı çalışmalarda finansal sistemin dışsal şoklara dayanıklılığı tartışılırken (Allen and Wood, 2006; Padoa-Schioppa, 2003), buna karşın finansal sistemi şokların kaynağı olarak gören çalışmalarda bulunmaktadır. (Schinasi, 2004).

Gerek finansal sistemdeki farklı değişkenler arasındaki, gerekse finansal sistem ile reel sektör arasındaki karşılıklı bağımlılıklar nedeniyle finansal istikrar, tanımlanması güç bir değişkendir (Dattels et al., 2010). Literatürde genel kabul görmüş bir finansal istikrar tanımı yoktur. Tanımlanmasındaki güçlüğe paralel olarak finansal istikrarın ölçü-

mü hususunda da literatürde görüşbirliği bulunmamaktadır (ECB, 2005; Cihak and Schaeck, 2010).

Finansal istikrarın ölçümünde ampirik literatürde kullanılan göstergeler genel olarak üçe ayrılır²; Birinci grupta yer alan çalışmalarda bankacılık sektörü kriz göstergeleri kullanılmaktadır (Boyd et al., 2009). İkinci grupta yer alan çalışmalarda finansal istikrar göstergesi olarak finansal kuruluşların bilanço verileri kullanılmaktadır. Bu grupta yer alan çalışmalarda kullanılan değişkenler volatilité gibi piyasa fiyatlarına dayanır. (Cihak, 2007; Borio and Drehman, 2009). Finansal stresi bileşik göstergeler kullanarak ölçümleyen çalışmalar üçüncü grupta yer alır (Gadanecz and Jayaram, 2009).

Düzenleyici ve denetleyici organlar merkez bankalarının finansal istikrar amaçlarına uygun olarak yürüttükleri politikaları tamamlayıcı bir işlev yüklenirler. Bu süreçte denetleyici kurumun temel amacı, denetimleri altındaki kuruluşların finansal sağlamlığını korumaktır. Finansal sistemin sağlamlığı finansal istikrardan daha geniş bir kavramdır. Bu kapsamda düzenleyici yönetim kavramı öne çıkmaktadır. Düzenleyici yönetim, yönetenler ile yönetilenler arasındaki ilişkilerin belirlenmesi konusunda en etkin ve en verimli yönetim şeklinin tespit edilmesini ve sözleşmelerle düzenlenmesini kapsayan bir kavramdır³. Borio ve Lowe (2002)'e göre finansal sistemler tüm paydaşları (piyasa katılımcıları, regülatör ve denetimciler) kapsayan yönetim anlayışı çerçevesinde güç kazanırlar.

Bazı toplumların ekonomilerinin volatilesinin yüksek olması, finansal krizlere ve bulaşma etkisine diğer toplumlara göre daha fazla açık olmaları, uluslararası makroekonominin önemli konularındandır. Bu kapsamda makroekonomik sonuçların gelişiminde kurumların ve yönetişimin önemini ortaya koyan bir literatür gelişmiştir. (Acemoğlu et al., 2003; Acemoğlu and Robinson, 2010). Yeni gelişen ülkeler açısından ele alındığında bu

¹ Finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak getirilen önlemler, finansal kaynakların etkin dağılımını sağlayarak finansal sistemin şoklara karşı dayanıklılığını artırma amacını taşır. Bu noktada risk/getiri analizlerinin objektif bir çerçevede yapılması güçleşir. Örneğin makroihtiyati önlemler kapsamında ele alındığında, bankaların sermaye yeterlilik rasyolarının yükseltilmesi, bir yandan bankaların şoklara karşı dayanıklılığını artırırken diğer yandan sermaye maliyetindeki artışlar nedeniyle yatırımların azalmasına neden olabilmektedir.

² Bkz; Das et al., 2004; Borio and Drehman, 2009.

³ Dünya bankası kaynaklarında hükümetlerin yönetim değişkenlerine dayalı performansları altı değişken çerçevesinde ölçülür. Hesap verebilirlik, politik istikrar, hükümetin etkinliği, regülatörün kalitesi, hukukun üstünlüğü ve rüşvetin kontrolü (Bkz; The Worldwide Governance Indicators, 2012).

süreçte belirleyici olan temel faktör, kurumsal kalitenin ani sermaye duruşları üzerindeki etkileridir. Ani duruşlar yayılma etkisinden, gelişmiş ülkelere değişen ekonomik koşullarından veya uluslararası yatırımcıların risk algılarındaki değişimlerden kaynaklanabilir. Daha genel anlamda ele alındığında ülkelerin makroekonomik politikaları ile parasal, mali ve finansal kurumları ani duruşlara açıklıklarını etkiler. Diğer bir deyişle, yönetim kalitesinin artması ve güçlü hükümet ve denetim kurumlarının varlığı ülkelerin krizlere açıklığını azaltmaktadır. Bununla birlikte yönetim kalitesinin arttığı ülkelerde, sermaye girişlerinin artmasına bağlı olarak sermaye akımları temel finansman kaynağı durumuna gelmektedir. Söz konusu koşullarda sermaye akımlarının tersine dönmesinin maliyeti de yüksek olabilmektedir⁴.

Finansal istikrarsızlığın kökeninde mikroekonomik ve kurumsal başarısızlıklar yatmaktadır. Genel olarak istikrarsızlık kaynakları finansal kurumların zayıf yönetilmeleri (zayıf denetim, kötü aktif kalitesi) ile başlamaktadır. Diğer taraftan asillerin (hisse sahipleri) vekilleri iyi denetleyemediği koşullarda ise ahlaki risk sorunları artmaktadır. Bu süreçte etkili olan temel faktör, iyi düzenlenmemiş hukuki çerçevedir. Hukuki çerçevedeki eksiklikler bir yandan kötü yönetime diğer yandan zayıf yönetim yapılarına neden olmaktadır. Diğer bir deyişle güvenilir olmayan ödeme sistemleri ve iyi gelişmemiş finansal sistemler finansal işlemlerin riskini arttırmaktadır.

Finansal kurumlardaki kötü yönetimin en temel sebeplerinden bir tanesi yöneticiler ile hissedarlar arasındaki amaç çatışmasıdır. Sermayeleri risk altında olan hissedarlar finansal kuruluşların ihtiyatlı bir şekilde yönetilmesini talep ederler. Ancak finansal kurumların sermaye büyüklüğü ne kadar düşükse ihtiyatlı davranış eğilimleri azalmakta ve ahlaki risk eğilimleri artmaktadır. Bu süreçte örneğin bankacılık sektöründe riskli kredilere yönelme, mevduat sahiplerine piyasa faiz oranlarının üzerinde faiz verme, getirisi yüksek riskli işlemlere yönelme gibi faaliyetler artmaktadır. Söz konusu zayıf yönetim ve yönetim eğilimleri yetersiz bir hukuksal çerçevenin olduğu şartlarda geçerlidir. Özellikle sözleşme yapılarının oluşumu, iflas süreçlerinin belirlenmesi ve mülkiyet hakları ile ilgili hukuki düzenleme eksiklikleri, finansal sis-

temde kredi disiplinin bozulmasına neden olarak bankalararası para piyasası ve sermaye piyasalarını içeren finansal sistemin gelişimini olumsuz etkilemektedir. Bu piyasaların yokluğu durumunda finansal kuruluşlar daha dar kapsamlı yatırım fırsatlarıyla karşı karşıya kaldıklarından şokların etkilerine daha fazla maruz kalırlar⁵.

Yönetişim, ekonomik çıktıların belirlenmesinde önemli bir role sahiptir. Örneğin mülkiyet hakları doğru tanımlandığında fiyat mekanizması, iktisadi birimleri daha iyi bir çıktı düzeyine yönlendirebilir. Bazı durumlarda tarafları spesifik kanunlarla birbirlerine bağlayan kurallar ve kurumlar bütünü içerir. Yönetişim mekanizmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Özellikle borçlular ile kreditorler arasında asimetrik enformasyon probleminin bulunduğu finansal piyasalar için bu durum geçerliliğini korumaktadır. Borçlular ile kreditorler arasında asimetrik enformasyondan kaynaklanan geri ödeme sorunlarının giderilmesinde otoriteler kuralları ve kurumları geliştirerek borçluların geri ödemesini sağlamaya yönelirler.

Yönetişimin hangi formunun finansal istikrarın sağlanmasında etkili olduğu hususunda öne çıkan belli başlı kriterler IMF (2003)'de şu şekilde özetlenmiştir. 1. Mülkiyet haklarını koruyan, kanun ve düzenin gelişmesini sağlayan kurumların varlığı. 2. Uygun regülasyonlar ve etkin bürokratik yapı. 3. Kurallar içeren ve bireysel davranışlara sınırlamalar getiren kurumların varlığı. 4. Hükümetlerin finansal piyasaları düzenlemedeki rolleri dikkate alındığında, hükümetlerin hesap verebilirliklerini arttıran her türlü mekanizmanın işlerlik kazanması. Ulusal finansal sistemlerin işlediği kurumsal altyapının geliştirilmesi, finansal sistemin istikrarının sağlanması için gereklidir.

Yönetişim prensipleri ile kurumsal kalite arasında karşılıklı bağımlılık söz konusudur. Yönetişim prensiplerinin yerine getirilmesi, kurumların özellikle kriz dönemlerinde istikrarlı kalmalarını sağlar. Öte yandan, kurumların yönetim ilkelerini gerçekleştirmek için uyum ve istikrara ihtiyaçları vardır. Bunun sağlanabilmesi için ise kurumların hesap verebilirliklerinin sağlanması gerekir. Bu çerçevede anti rüşvet komisyonları, yargı organları ve parlamentolar gibi hesap verebilirlikten so-

4 Bkz Alfaro et al. (2008).

5 Bkz, UNDP (2011).

rumlu kurumların da kendi görevleri yerine getirmeleri ve meşruiyet kazanmaları için yüksek bir performans sergilemeleri gerekmektedir⁶.

Denetim ve düzenleme etkin yönetim ve piyasa disiplininin tamamlayıcı unsurlarıdır. Ancak diğer taraftan düzenleme eksik ya da gereksiz yapıldığında kırılganlık kaynağı da olabilir. Örneğin eksik düzenlemeler endüstrilere kalifiye olmayan hissedarların ve yöneticilerin girişini kolaylaştırarak finansal sistemi istikrarsızlaştırıcı etkiler yaratabilir. Bu noktada ihtiyatlı kurallar bütünü ile kaynakların öncelikli sektörlere yönlendirilmesi sağlanır.

İyi yönetim birçok gelişmiş ülke ve uluslararası kurumlar (IMF, UN ...) tarafından kullanılan bir kavramdır. Örneğin IMF (2005)'e göre, bir ülkenin yönetim kalitesinin gelişimi, hukukun üstünlüğünün sağlanmasına, kamu kesiminin etkinliğinin ve hesap verebilirliğinin artırılmasına ve rüşvetin ortadan kaldırılmasına bağlıdır. Global finansal kriz, yönetim problemlerinin sadece gelişmekte olan ülkelerin problemi olmadığını, gelişmiş ülkelerinde bir problemi olduğunu ortaya koymuştur (Rothstein, 2011).

1990'lı yılların ortalarına kadar rüşvet ve iyi yönetim ilkeleri sosyal bilimlerde göz ardı edilmiştir. Ancak rüşvetin ekonomik kalkınma üzerine olan pozitif etkileri konunun önemini arttırmıştır (Rose-Ackerman, 2008); Rothstein, 2011). Diğer yandan verilerin gelişimi⁷ ile birlikte, yapılan çalışmalarda rüşvetin olmadığı ülkelerde ekonominin çıktı düzeyinin arttığı tespit edilmiştir (Holmberg et al, 2008; Pacek and Radcliff, 2008). Diğer yandan bazı çalışmalarda ise rüşvetin artması devlet büyüklüğüne bağlanmıştır. Örneğin, Alesina ve Angeletos'a (2005: 1241) 'e göre, devlet büyüdükçe rüşvet ve rant kollama faaliyetleri artmaktadır.

Dünya bankası verilerine göre regülatörün kalitesi, yönetimi etkileyen temel değişkenlerden bir tanesidir.

Regülatörün kalitesi yada regülasyonun kalitesi, kamu politikalarını desteklemek için mümkün olan en iyi düzenlemenin yapılmasına bağlıdır. Bu

noktada düzenlemenin hazırlanması, uygulanması ve değerlendirilmesi gibi tüm aşamaları ele alınır. Ayrıca, düzenlemenin açıklık, etkinlik ve kabul edilebilirlik koşulları araştırılır. Regülatörün kalitesi için en temel gereklilik şeffaflık ve iletişimidir.

Liberal devlet, karar vericilerin piyasa temelli kurumları desteklediği ve bu kurumları ekonomik liberalizm anlayışına göre yönettiği bir yapıdır. Klasik ve Neoklasik iktisatçılar tarafından benimsenen bu tarz bir ekonomik liberalizm anlayışı piyasa katılımcılarına yeterli bir servet düzeyi sağlamaktadır. Bu görüşün temel dayanak noktası iyi işleyen bir fiyat mekanizmasıdır. Dolayısıyla böyle bir sistemde devlet ve kurumları ekonomik istikrarsızlıklardan sorumlu tutulmamaktadır. Bununla birlikte Birinci Dünya Savaşı ve 1929 bunalımının neden olduğu istikrarsız süreç, liberal ekonomik sistemlere müdahaleci politikaların önünü açmıştır. Ancak öte yandan piyasa güçlerini tamamlayıcı bir şekilde yürütülen ve yüksek ekonomik aktivite düzeyine ulaşmayı amaçlayan devlet müdahalelerinin uygulandığı ülkelerde 1970'li yıllarda bütçe açıkları artmıştır. Bu durum birçok ülkenin kamu harcamalarını azaltmalarına ve regülatif önlemler almalarına neden olmuştur.

Neoklasik monetarist akımın gelişmesi ile birlikte yeni bir kamu yönetimi ve ekonomik globalizasyon anlayışı finansal sektör liberalizasyonunda etkili rol oynamıştır. 1980'li ve 1990'lı yıllarda uygulanan kamu sektörü reformu değişiklikleri, özelleştirme programları ve kamu kesiminin sorumluluklarının azalması ile sonuçlanmıştır. Neoklasik liberalizm ve yeni kamu yönetimi anlayışı hukuki temelli regülasyonların, piyasa temelli regülasyonlara dönüşmesine neden olmuştur (Lee and Strang, 2006). Ancak global finansal kriz sonrasında yaygınlık kazanan görüş, devletin gerektiğinde piyasa mekanizmasının işleyişine müdahale etmesinin toplum için yararlı olacağı yönündedir (Aikins, 2009: 26).

Devlet ile özel sektör kuruluşları arasındaki ilişkilerin tesisinde regülasyonun rolü, temelde iki teorik yaklaşım altında incelenmektedir. Teorik yaklaşımlardan ilki olan kamu yararı teorisine göre pi-

6 Bkz: Minogue and Carino (2006).

7 World Banks Governance Indicators (2012)

yasa aksaklıklarının bulunduğu koşullarda devlet, iktisadi etkinliği ve sosyal refahı arttırmak amacıyla piyasaları düzenlemelidir. Söz konusu teorik yaklaşımda öne çıkan temel husus, regülasyonun kamu yararı ve sosyal refah düzeyini arttırma-ya yönelik olarak yapıldığıdır.

Kamu yararı teorisi, kamu tercihi teorisyenleri tarafından eleştirilmektedir. Buna göre toplumda bazı ayrıcalıklı gruplar toplum yararı gözetmeksizin hükümetleri kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeye zorlamaktadır (Buchanan and Tullock, 1962). Bu çerçevede regülatörü ele geçirme yaklaşımı öne çıkmaktadır ⁸ (Stigler, 1971; Peltzman, 1976; Posner 1974). Virginia Politik iktisat okulu tarafından geliştirilen teoriye göre, devletin uygulamaya koyduğu regülasyonlar özel çıkar gruplarına hizmet etmektedir. Bu kapsamda ele alındığında regülasyon sadece rekabet politikalarını geliştirmeye yönelik olarak kullanılabilir. Söz konusu düşünce akımı 1980’li yıllardan itibaren uygulanan özelleştirme programlarının önünü açmıştır. Bu gelişmelerin regülatif yönetim açısından önemli sonuçları vardır. Piyasaların serbestleştirilmesi mal piyasalarının deregülasyonu ile sonuçlanırken, daha önceleri monopol olan sektörlerin liberalizasyonu ise piyasa bazlı regülatif önlemlere yol açmıştır (OECD; 2011).

Finansal kuruluşların işlediği makroekonomik ve yapısal çerçevenin finansal krizlerin oluşumunda önemli etkileri vardır. Temelde finansal kuruluşların iyi yönetilememeleri, güçlü iç denetimden yoksun olmaları ve zayıf aktif kalitesi gibi unsurlar finansal krizlerin oluşumunu hızlandırmaktadır. Diğer taraftan zayıf hukuksal çerçeve ise yönetsel sorunları şiddetlendirmektedir.

Global finansal kriz öncesinde regülatif çerçeve ağırlıklı olarak mikroihiyati bir yapıda olması ilerlemiştir (Crockett, 2000; Kashyap, Rajan, and Stein, 2008; Brunnermeier et al., 2009). Mikroihiyati yaklaşım içerik olarak kısmi bir yapıda olup, finansal kuruluşlar düzeyindeki başarısızlıkları gi-

derme amacını taşır. Mikro ihtiyati tedbirlere yönelik olarak getirilen en temel eleştiri, finansal kuruluşların sermaye rasyolarını ayarlarken, regülatörlerin sermaye temininin nasıl gerçekleştiği (yeni sermaye yaratımı, ani kredi daralmaları, aktif satışı) ile ilgilenmemeleridir.⁹ Buna karşın makroihtiyati tedbirler, finansal regülasyon sürecinde finansal kuruluşların karşılaştıkları bilanço daralmalarının neden olduğu sosyal maliyetleri kontrol altına alma çabalarının tümünü kapsar. Global finansal kriz sonrasındaki hakim görüş, regülatif sürecin makroihtiyati bir çerçevede ele alınması gerektiğidir. Bu süreç enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı ülkelerde merkez bankalarının amaçları arasına finansal istikrarı dahil etmek ile mümkün olur. Agénor ve Silva (2013)’e göre politika faiz oranları doğrudan doğruya aşırı kredi genişlemesini önlemeye yönelik olarak belirlenmelidir. Bu çerçevede aşırı kredi genişlemesi ile para ve makroihtiyati politikaların bir arada ele alındığı bir düzenleme yapmak gerekir. Ekonomiye etkileyen şokların niteliğine bağlı olarak makroihtiyati tedbir araçlarının bazı türleri (konjonktür karşıtı sermaye tamponları, kredi-zarar karşılıklarının dinamik bir tarzda oluşturulması), para politikalarını tamamlayıcı araçlar olarak kullanılmalıdır. Bu tamamlayıcılık ilişkisinin önemi ani sermaye girişlerinin olduğu ve politika faizleri yükseltilerek makroekonomik istikrarı korumanın mümkün olmadığı koşullarda artmaktadır.

Makroihtiyati tedbir araçlarının belirlenmesinde ekonomik ve finansal gelişmenin hangi aşamasında bulunduğu önemlidir. Yeni gelişen ülkeler genellikle sistemik likidite riskini gidermeye yönelik olarak likidite ile bağlantılı önlemleri (net açık pozisyonlara sınır getirme, para ve vade uyumsuzluklarını giderme, borç/ gelir rasyosuna sınır koyma) daha yaygın olarak kullanırlar¹⁰.

9 Ani kredi daralmaları ve aktif satışları söz konusu olduğunda finansal kuruluşların eğilimleri iki başlık altında toplanabilir; 1. kriz sürecinde varlıkları yeniden sermayeleme yerine küçültmek 2. Zayıf bir sermaye tamponu ile çalışma. Bu süreçte uygulanan makro ihtiyati tedbirlerin amacı, bu iki eğilimi dengelemektir (Hanson, Kashyap and Stein, 2011).

10 Makro ihtiyati tedbir araçlarının gelişmiş ve yeni gelişen ülkelerde kullanımı ile ilgili olarak bkz; IMF (2011). Angelini, Neri and Panetta (2011), Bean et al. (2010), Beau, Clerc and Mojon, (2012), Cecchetti and Kohler (2012) çalışmalarında para politikaları ve makroihtiyati politikalar arasındaki karşılıklı etkileşim araştırılmıştır. Buna göre makroihtiyati önlemler para po-

8 Bu yaklaşıma göre regülasyonun ardında yatan temel gerekçe, etkinlik sağlamak olmayıp, baskı gruplarının mücadelesidir (Stigler 1971). Teorinin yaygın kabul gören versiyonuna göre, endüstri ve diğer baskı grupları organize olarak ve regülatörü ele geçirerek fiyatları yükseltme ve girişleri engelleme yönünde baskı uygularlar.

Regülasyon politikaları ekonomik kalkınma ve sosyal refahın gelişimine katkı sağlamak amacıyla yürütülen politikalarlardır. Diğer yandan regülasyon politikaları hukuki süreci kolaylaştırmaya yönelik önlemlerle hukukun üstünlüğüne de katkıda bulunmaktadır. Hukukun üstünlüğünün sağlanması regülasyon politikalarıyla doğrudan bağlantılı bazı hususların yerine getirilmesini gerektirir. Bu çerçevede hukukun egemenliği için etkin regülasyon politikaları gerekmektedir.

Finansal kuruluşların işlediği makroekonomik ve yapısal çerçevenin finansal krizlerin oluşumunda önemli etkileri vardır. Temelde finansal kuruluşların iyi yönetilememeleri, güçlü iç denetimden yoksun olmaları ve zayıf aktif kalitesi gibi unsurlar finansal krizlerin oluşumunu hızlandırmaktadır. Diğer taraftan zayıf hukuksal çerçeve ise yönetsel sorunları şiddetlendirmektedir.

VERİ VE METODOLOJİ

Bu bölümde kurumsal kaliteyi yansıtan değişkenler ile finansal istikrarsızlık arasında bir ilişki olup olmadığı araştırılacaktır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri Dünya Bankası tarafından 2007'den fazla ülkenin kurumsal kalitesini ölçmede kullanılan değişkenlerdir. Bu değişkenlerin kullanıldığı bir çalışma Khemiri and Jaouadi (2013) çalışmasıdır. Khemiri and Jaouadi (2013) çalışmalarında hükümet etkinliği ve regülasyon kalitesi gibi kurumsal kalite değişkenlerinin finansal istikrar üzerinde etkisi olduğunu bulmuşlardır.

Dünya bankası kaynağında¹¹ 1996-2002 dönemi için veriler iki yıllık ölçülmüş olduğundan, çalışma dönemimiz verilerin yıllık ölçümünün yapılmasına başlandığı 2002-2012 dönemi olarak belirlenmiştir. Dünya Bankası yönetim değişkenleri ülkeler için yönetişimin altı temel boyutunu içermektedir. Bunlar; regülasyon kalitesi, hukukun üstünlüğü, hükümetin etkinliği, politik istikrar, yolsuzluk kontrolü ve hesap verilebilirliktir¹².

litikaları ile birlikte uygulandığında ekonomide daha fazla istikrar sağlamaktadır. Ancak bu sonuç şokun niteliğine göre değişmektedir. Ayrıca bu çalışmalarda ulaşılan diğer bir sonuç koordinasyonun olmadığı koşullarda söz konusu politika araçları arasında oluşabilecek çatışmadır.

11 World Governance Indicators.

12 Kurumsal kalite değişkenlerinin içeriği ve elde edilme yön-

Çalışmamızda, 02/01/2002-31/12/2012 dönemi için finansal istikrarsızlık göstergesi olarak DOLAR kuru ve Borsa İstanbul (BIST)-100 endeksinin yüzde değişimleri kullanılmıştır¹³ (Bilgin, 2007). Bu veriler ile hem DOLAR hem de BIST-100 değişimleri için ARMA modeli kurulduktan sonra her iki zaman serisi verisi için de uygun koşullu değişen varyans modelleri kurulacaktır. Buradan elde edilecek volatilité değişkenlerinin ağırlıklı ortalaması modelin bağımlı değişkeni olan finansal istikrarsızlık göstergesi olarak kullanılacaktır.

Çalışmada kullanılacak model en genel haliyle aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$F\dot{I}_t = \delta_0 + \delta_1 D2008_t + \delta_2 RQ_t + \delta_3 RL_t + \delta_4 GE_t + \delta_5 PS_t + \delta_6 CC_t + \delta_7 VA_t + u_t \quad (1)$$

Burada $F\dot{I}_t$ finansal istikrarsızlık, $D2008_t$ 2008 krizi için 1, diğer yıllarda 0 değeri alan kukla değişken, RQ_t regülasyon kalitesi, RL_t hukukun üstünlüğü, GE_t hükümet etkinliği, PS_t politik istikrar, CC_t yolsuzluk kontrolü, VA_t hesap verilebilirlik değişkenleridir. Ayrıca $u_t \sim iid(0, \sigma_u^2)$ veya zayıf bağımlı olduğu varsayılan hata terimidir.

Modelde $F\dot{I}_t$ ile gösterilen finansal istikrarsızlık göstergesi ölçülürken, ilgili değişkenlerin volatilitesi kullanılmaktadır. Volatilitenin modellenmesinde ise Engle (1982)'nin ARCH(p) veya Bollerslev (1986)'nin GARCH(p,q) kullanılmaktadır. Engle tarafından önerilen ARCH regresyon modeli şu şekildedir (Engel, 1982: 988).

$$y_t | \Psi_{t-1} \sim N(x_t b, h_t) \quad (2a)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 \varepsilon_{t-2}^2 + \dots + \alpha_p \varepsilon_{t-p}^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 \quad (2b)$$

$$\varepsilon_t = y_t - x_t b \quad (2c)$$

Burada (2a) ortalama modeli ve (2b) ise varyans

*temi ile ilgili açıklamalar için bkz, (Kaufmann, Kraay and Mast-
ruzzi, 2011: 223)*

13 Literatürde döviz ve hisse senedi piyasası verilerinin dışında, bankacılık sektörü, ülkenin borçlanma piyasalarındaki durumu, dış ticaret verileri gibi değişkenler de sıkça kullanılan diğer finansal istikrarsızlık göstergeleri arasında yer almaktadır.

modeli olarak adlandırılır. h_t ARCH modelinde kullanılan koşullu varyans; p ARCH sürecinin derecesini; α ise bilinmeyen parametrelerin vektörünü gösterir (Engel, 1982: 989).

Yukarıda verilen denklem (2b)'deki ARCH sürecinde yer alan parametrelere ilişkin bazı kısıtlar konulmuştur. Koşullu varyans (h_t), ε_t 'nin gerçekleştiren bütün değerleri için pozitif olmak zorundadır. Böylece; $\alpha_0 > 0$ ve $i=1,2,\dots,p$ olmak üzere $\alpha_i \geq 0$ kısıtları söz konusudur. Denklem (2b)'deki ARCH sürecinde $\varepsilon_{t-1}^2, \varepsilon_{t-2}^2, \dots, \varepsilon_{t-p}^2$ değerleri negatif olmayacağından, bütün ε_t değerleri için koşullu varyans denklemi de negatif değer alamayacaktır. ARCH süreci ile ilgili ikinci bir kısıt ise, α parametrelerinin sabit terim hariç her birinin veya toplamalarının 1'den küçük ($\sum_{i=1}^p \alpha_i < 1$) olması gerekliliğidir.

ARCH modeli kısıtlarının sağlanamaması durumunda ARCH modelleri genişletilerek geliştirilmiş ARCH (kısaca GARCH) modeli geliştirilmiştir (Bollerslev, 1986: 308). Buna göre GARCH(p,q) modeli

$$y_t | \Psi_{t-1} \sim N(0, h_t) \quad (3a)$$

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j h_{t-j} = \alpha_0 + \alpha(L) \varepsilon_t^2 + \beta(L) h_t \quad (3b)$$

$$\varepsilon_t = y_t - x_t b \quad (3c)$$

şeklinde gösterilebilir. GARCH(p,q) modeli aşağıdaki koşulları sağlamalıdır:

$$p > 0, \quad q \geq 0$$

$$\alpha_0 > 0, \quad \alpha_i \geq 0, \quad i = 0, 1, 2, \dots, p \quad (4)$$

$$\beta_j \geq 0, \quad j = 0, 1, 2, \dots, q$$

Yukarıdaki kısıtlara ek olarak, α_1 ve β_1 toplamaları birden küçük olmalıdır (Bollerslev, 1986: 311).

Yani GARCH(p,q) modeli için $\sum_{i=1}^p \alpha_i + \sum_{j=1}^q \beta_j < 1$ koşulu sağlanırsa artıklar zayıf durağan olacaktır (Cao and Tsay, 1992: 167).

AMPİRİK BULGULAR

Çalışmada finansal istikrarsızlık ile kurumsal kalite arasındaki ilişki belirlenirken, ilk olarak lite-

ratürde de sıkça üzerinde durulan finansal istikrarsızlık göstergesini oluşturmak için hem DOLAR kuru hem de BIST-100 serileri için alternatif model yapıları arasından AIC, SIC ve LM testleri kullanılarak en uygun modelin ARMA(4,4) olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla kullanılacak ARMA(4,4) modeli gecikme polinomu yardımıyla şu şekilde gösterilebilir:

$$\Phi(L)Y_t = \mu + \Theta(L)\varepsilon_t \quad (5)$$

Burada, $\Phi(L) = 1 - \phi_1 L - \phi_2 L^2 - \phi_3 L^3 - \phi_4 L^4$ ve $\Theta(L) = 1 + \theta_1 L + \theta_2 L^2 + \theta_3 L^3 + \theta_4 L^4$ ayrıca $\varepsilon_t \sim iid(0, \sigma_\varepsilon^2)$ veya zayıf bağımlı olduğu varsayılan hata terimidir.

Tahmin edilen ARMA(4,4) modeli sonuçları açısından parametrelerin istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu aşamada, en küçük kareler artıkları için Brusch-Godfrey serisel korelasyon testi farklı gecikmeler için hesaplanmış ve hesaplanan tüm gecikmelerde 0.01 anlamlılık düzeyinde otokorelasyon probleminin olmadığını sonucuna ulaşılmıştır. Fakat artıklardaki değişen varyans testi için White testi uygulanmıştır. Artıklarda değişen varyanslılığın olmadığını savunan sıfır hipotez 0.01 anlamlılık düzeyinde red edilerek modelde güçlü bir değişen varyanslılığın olduğuna karar verilmiştir. Son olarak Engle (1982) tarafından geliştirilen LM sınaması için ARMA(4,4) modelinden elde edilen kalıntılar ile

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 \varepsilon_{t-2}^2 + \dots + \alpha_p \varepsilon_{t-p}^2 + v_t \quad (6)$$

yardımcı regresyonu tahmin edildikten sonra R^2 yardımıyla $LM = (T - p)R^2$ test istatistik değeri hesaplanmıştır. Uygulamada test işlemine başlanırken ön bilgiler dikkate alınmaksızın birinci mertebe ARCH testi ile başlanarak gecikme sayısı ardışık olarak arttırılmıştır. Testin uygulandığı bütün gecikmelerde $LM(Prob) = 0.0000$ olarak hesaplanmış ve %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde anlamlı bulunmuştur. Dolayısıyla artıkların ARCH etkisine sahip olmadığını gösteren sıfır hipotez red edilmiştir. Daha sonra alternatif koşullu değişen varyans modelleri içerisinde gerekli kısıtları sağlayan en uygun modelin GARCH(1,1) olduğu belirlenmiştir.¹⁴

14 İstenildiğinde tüm sonuçlar verilebilir.

Tüm bu açıklamalar ışığında tercih edilecek değişen varyans modeli, ortalama ve değişen varyans modellerindeki parametrelerin anlamlılığına, varyans modellerindeki parametrelerin negatif olma koşulu ile toplamalarının birden küçük olma ko-

şuluna, artıkların serisel korelasyonuna, log olabilirlik ve SIC bilgi kriterlerine bakılarak değerlendirilmiştir. Buna göre GARCH(1,1) modeli tahmin sonuçları Tablo 1’de gösterilmektedir.

TABLO 1: GARCH(1,1) MODELİ TAHMİN SONUÇLARI

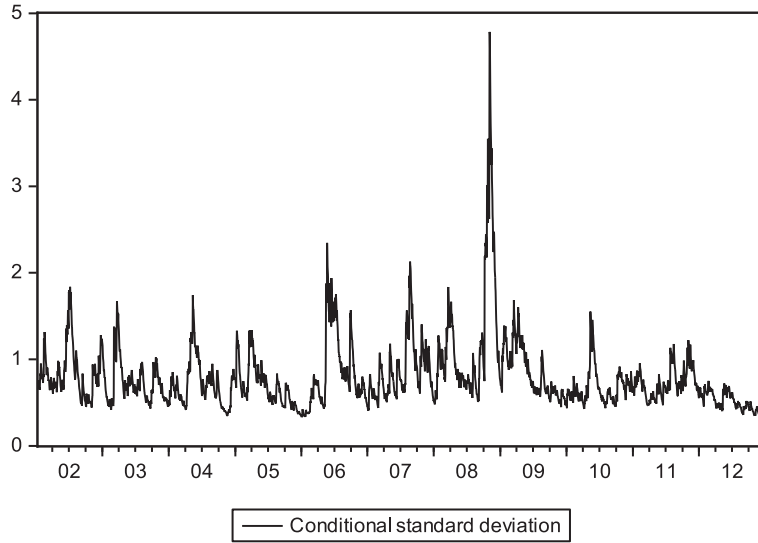
PARAMETRELER	DOLAR	BIST-100
μ	-0.0099 (0.0101)	0.1360*** (0.0305)
ϕ_1	0.0892 (0.0656)	-1.6222*** (0.0295)
ϕ_2	1.6313*** (0.0683)	-1.3414*** (0.0596)
ϕ_3	0.0810 (0.0637)	-1.5355*** (0.0549)
ϕ_4	-0.8061*** (0.0609)	-0.9342*** (0.0258)
θ_1	-0.0607 (0.0651)	1.6388*** (0.0308)
θ_2	-1.6455*** (0.0660)	1.3602*** (0.0634)
θ_3	-0.1048* (0.0625)	1.5414*** (0.0591)
θ_4	0.8146*** (0.0610)	0.9406*** (0.0274)
VARYANS DENKLEMLERİ		
α_0	0.0123*** (0.0016)	0.0568*** (0.0114)
α_1	0.1308*** (0.0083)	0.0886*** (0.0066)
β_1	0.8600*** (0.0055)	0.8989*** (0.0071)
ARCH_LM	0.4328	1.4503

Not: *** %1’de anlamlıdır, ** %5’te anlamlıdır, * %10’da anlamlıdır.

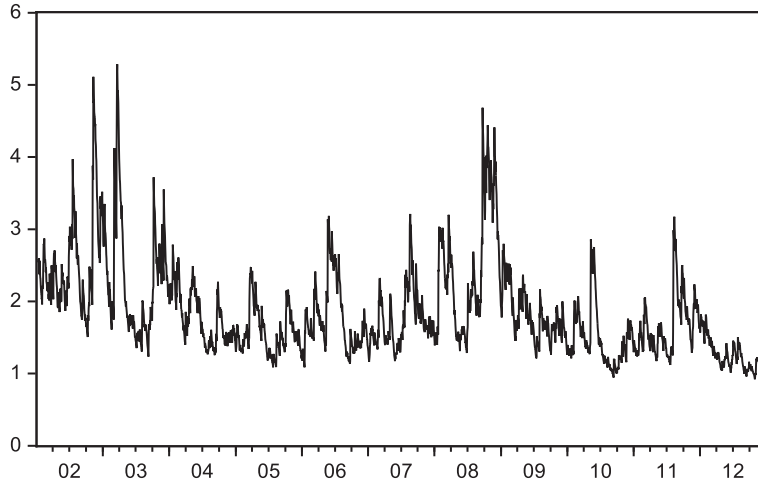
DOLAR ve BIST-100 serileri için GARCH(1,1) modeli tahmin sonuçları sonucunda her iki seride de koşullu değişen varyans etkisinin ortadan kalktığı bulunmuştur. Koşullu değişen varyans modellerinin kullanılması, volatilitenin tahmin edilmesinin güvenilir olarak bulunmasına olanak sağla-

maktadır. Daha önce farklı kriterler kullanılarak başarısı ölçülen GARCH(1,1) modelindeki koşullu varyans denklemleri kullanılarak her iki seri için de volatilité serileri elde edilerek Şekil 1 ve Şekil 2’de gösterilmiştir.

Şekil 1:Dolar Kuru için Volatilite Tahmini



Şekil 2: BIST-100 için Volatilite Tahmini



Şekil 1 ve Şekil 2’de gösterilen volatilite serileri incelendiğinde finansal serilerin özelliği olarak beklendiği üzere her iki serinin yapısında da belirli aralıklarda düzenli olmayan oynaklıklar meydana gelmektedir. Bu durum açık bir şekilde siyasi ve/veya ekonomik belirsizlik meydana geldiği dönemlerde riskin arttığını ve bu da hem dolar kurunda hem de borsada bir oynaklığa neden olduğunu ortaya koymaktadır. Örneğin 2002 sonunda Türkiye genel seçimlerinin hem BIST100 üzerinde hem de dolar kurunun oynaklığının artmasında önemli bir etken olduğu söylenebilir. Fakat bu etki dolara nazaran BIST100 üzerinde daha açık ve hissedilir bir etki yaratmıştır. Benzer şekilde 2003-2004 döneminde Irak savaşı, 2006’da başta ABD gibi gelişmiş ekonomiler olmak üzere Türkiye’de dahil birçok ülkede faiz artırımının etkisini göstermektedir. Bunların yanında hem BIST100 serisi hem de dolar serisi için 2008 yılında ABD’de

varlık piyasalarındaki balonun patlaması sonucu meydana gelen küresel krizin etkileri açık bir şekilde gözlenmektedir. Bu etki ise doların oynaklığını, BIST100’e göre daha fazla etkilemiştir.

Son olarak 2010-2011 dönemi Avrupa borç krizi etkisini yansıtmaktadır. O halde ilgili dönemlerin Türkiye’deki finansal istikrar üzerinde negatif yönde etkili olduğu bulunmuştur. Bu sonuçlar belirsizliğin hakim olduğu dönemlerde finansal istikrarın bundan olumsuz yönde etkilendiğini göstermektedir.

Her iki volatilite değişkeni arasında hesaplanan korelasyon katsayısı 0.6122 ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Yani iki volatilite değişkeni pozitif yönlü ve güçlü bir birlikteliğe sahiptir.

TABLO 2: KORELASYON KATSAYILARI

DEĞİŞKENLER	BIST_VOL
DOLAR_VOL	0.6122***
	(0.0000)

Not: Parantez içerisindeki değer probability değerini göstermektedir.

*** %1'de anlamlıdır.

Hem dolar hem de borsadaki volatilité belirlendikten sonra finansal istikrarsızlığın bir göstergesi olarak döviz kuru ve borsa oynaklığının eşit ağırlıklı ortalaması şu şekilde elde edilmiştir (Bilgin, 2007: 125-127):

$$\text{Finansal İstikrarsızlık} = 0.5 * \text{Dolar_Vol} + 0.5 * \text{Bist_Vol} \quad (8)$$

Buradan elde edilen finansal istikrarsızlık değişkeninin yıllık ortalamaları alınmıştır. Son olarak fi-

nansal istikrarsızlık ve kurumsal kaliteyi ölçen değişkenler arasında üç farklı çoklu regresyon modeli tahmin edilmiş ve sonuçlar Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 3 sonuçları incelendiğinde her üç modelde de 2008 küresel krizinin Türkiye'de önemli bir etki yarattığı görülmektedir. 2008 krizini temsilen kullanılan kukla değişken istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Buna göre 2008 yılında finansal istikrarsızlık artmıştır.

TABLO 3: REGRESYON MODELİ TAHMİN SONUÇLARI

PARAMETRELER	MODEL 1	MODEL 2	MODEL 3
δ_0	1.6795*** (0.1117)	1.4379*** (0.3006)	1.2848*** (0.0886)
δ_1	0.6270*** (0.1449)	0.6570*** (0.1865)	0.6848*** (0.1583)
δ_2	-1.2333*** (0.3399)	-	-
δ_3	-1.3684* (0.6996)	-	-
δ_4	-	-1.2004* (0.5118)	-
δ_5	-	-0.0955 (0.3978)	-
δ_6	-	-	-0.7845** (0.2250)
δ_7	-	-	0.5354 (0.6091)
R^2	0.826	0.717	0.800
$\bar{R}^2$	0.751	0.596	0.715
DW	2.2741	1.7024	2.2522
ρ	-0.5775	-0.0242	-0.2337
F-İSTATİSTİĞİ	11.0498***	5.9192**	9.3646***
VIF_1	1.006	1.5032	1.4028
VIF_2	1.004	1.4847	1.4015
Q(1)	1.6676	0.0056	0.5689
Q(2)	2.2241	0.3091	0.5942
Q(5)	4.8336	4.4399	2.1400

JARQUE-BERA	1.2788	0.9950	1.1772
BG_LM(1)	1.7391	0.0071	0.3509
BG_LM(2)	0.7833	0.1047	0.1636
BG_LM(3)	0.6322	0.9759	0.3134
ARCH_LM	0.1941	0.9563	1.4229
WHITE	0.6858	1.0209	2.5539

Not: Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir.

*** %1'de anlamlıdır, ** %5'te anlamlıdır, * %10'da anlamlıdır.

Ayrıca tahmin edilen her üç regresyon modelinin de; genel olarak anlamlı olduğu, otokorelasyon, değişen varyans, çoklu doğrusal bağlantı sorunun olmadığı ve kalıntıların normal dağıldığı görülmektedir. Dolayısıyla tahmin edilen regresyon modelleri ekonometrik varsayımları sağlamaktadır.

Model 1'de regülasyon kalitesinin etkisini gösteren δ_2 parametresi beklentiler yönünde negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Yani regülasyon kalitesi arttığında finansal istikrarsızlık azalmaktadır. O halde hükümetin özel sektörün gelişimini teşvik edici politikalar formüle edip uygulaması finansal istikrarın azalması üzerinde olumlu etki yaratmaktadır. Benzer şekilde Model 1'de hukukun üstünlüğü etkisini gösteren δ_3 parametresi beklentiler yönünde negatif ve %10 düzeyinde anlamlıdır. Buna göre, kurumsal sözleşmelerin uygulanması, mülkiyet hakların korunması, mahkemelerin kalitesinin iyileştirilmesi gibi faktörler, finansal istikrarsızlık üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.

Model 2'de hükümet etkinliğini gösteren δ_4 parametresi beklentiler yönünde negatif ve istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Yani hükümet etkinliği arttığında finansal istikrarsızlık azalmaktadır. Buna göre gerek kamu hizmetinin kalitesinin artması gerekse kamu hizmetlerinin yürütülmesinde politik baskıların azalması finansal istikrarı olumlu yönde etkilemektedir. Buna karşın, politik istikrar δ_5 parametresi istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Model 3'te rüşvet kontrolünü gösteren δ_6 parametresi negatif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Yani rüşvet kontrolü arttığında finansal istikrarsızlık azalmaktadır. O halde yolsuzlukların önlenmesi, özel çıkarlar için devletin zarara uğratılmaması finansal istikrarsızlığın

azalması üzerinde olumlu etki yaratmaktadır. Hesap verilebilirlik değişkenini temsil eden δ_7 parametresi istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

SONUÇ

Global finansal kriz sonrasında literatürde, para politikalarının yürütülmesinde finansal istikrarın da dikkate alınması gerektiği öne çıkmıştır. Buna göre, fiyat istikrarın sürdürülmesi için finansal istikrarın sağlanması gerekmektedir. Bu iki politika aracı arasındaki karşılıklı etkileşim, kurumsal düzenlemelerin önünü açmıştır.

Düzenleyici ve denetleyici organlar, merkez bankalarının finansal istikrar amaçlarına uygun olarak yürüttükleri politikaları tamamlayıcı bir işlev yüklenirler. Bu süreçte denetleyici kurumun temel amacı, denetimleri altındaki kuruluşların finansal sağlamlığını korumaktır. Finansal sistemin sağlamlığı finansal istikrardan daha geniş bir kavramdır. Bu kapsamda düzenleyici yönetim kavramı öne çıkmaktadır. Düzenleyici yönetim, yönetenler ile yönetilenler arasındaki ilişkilerin belirlenmesi konusunda en etkin ve en verimli yönetim şeklinin tespit edilmesini ve sözleşmelerle düzenlenmesini kapsayan bir kavramdır. Finansal sistemler tüm paydaşları (piyasa katılımcıları, regülatör ve denetimciler) kapsayan yönetim anlayışı çerçevesinde güç kazanırlar. Yönetişim kalitesinin artması ve güçlü hükümet ve denetim kurumlarının varlığı, ülkelerin krizlere açıklığını azaltmaktadır.

Bu çalışmada finansal istikrarsızlık ile kurumsal kaliteyi yansıtan değişkenler (regülasyon kalitesi, hukukun üstünlüğü, rüşvetin kontrolü, politik istikrar, hükümetin etkinliği, hesap verilebilirlik) arasındaki ilişkiler ortaya konulmuştur. Çalışmamızda ilgili dönemde Türkiye'de kurumsal kalite değişkenlerinin (regülasyon kalitesi, hukukun

üstünlüğü, rüşvetin kontrolü, hükümetin etkinliği) finansal istikrarsızlığı etkilediği yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Bulgularımıza göre, Türkiye ekonomisi için finansal istikrarsızlığın azaltılmasında kullanılabilecek en etkili değişken, regülasyon kalitesidir. Buna karşın politik istikrar ve hesap verilebilirlik değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Kaynakça

- ACEMOGLU, D., S. JOHNSON, J. ROBINSON, Y. THAICHAROEN; (2003) "Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth", *Journal of Monetary Economics*, 50(1), pp. 49-123.
- ACEMOGLU, D. and J. ROBINSON; (2010) "The Role of Institutions in Growth and Development", *Review of Economics and Institutions*, 1(2), pp. 1-33.
- AGÉNOR, P-R and A. L. P. A. SILVA; (2013), "Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing", *World Banco Central do Brasil Working Papers*, No. 324.
- AIKINS, S. K.; (2009), "Global Financial Crisis and Government Intervention: A Case for Effective Regulatory Governance", *International Public Management Review*, 10(2), pp. 23-43.
- ALFARO, L., Ş. KALEMLİ-OZCAN, and V. VOLOSOVYCH; (2008), "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation", *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), pp. 347-368.
- ALLEN, W. and G. WOOD; (2006), "Defining and Achieving Financial Stability", *Journal of Financial Stability*, 2(2), pp. 152-72.
- ALESINA, A. and G-M. ANGELETOS; (2005), "Corruption, Inequality, and Fairness", *Journal of Monetary Economics*, 52, pp. 1227-1244.
- ANGELINI, P., S. NICOLETTI-ALTIMARI and I. VISCO; (2012), "Macroprudential, Microprudential and Monetary Policies: Conflicts, Complementarities and Trade-offs", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)*, No. 140.
- ANGELINI, P., S. NERI and F. PANETTA; (2011), "Monetary and Macroprudential Policies" *Banca d'Italia Working Paper*, No. 801.
- BEAN, C., M. PAUSTIAN, A. PENALVER and T. TAYLOR; (2010), "Monetary Policy after the Fall", *The Federal Reserve Bank of Kansas City, Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming*.
- BEAU, D., L. CLERC, and B. MOJON; (2012), "Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy", *Banque de France Working Papers*, No. 390.
- BILGIN, C.; (2007), "Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye", *Çukurova University Unpublished Ph. D. Thesis*, Adana.
- BOLLERSLEV, T.; (1986), "Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity", *Journal of Econometrics*, 31, pp. 307-327.
- BORIO, C. and P. LOWE; (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Papers*, No. 114.
- BORIO, C. and M. DREHMANN; (2009), "Towards an Operational Framework for Financial Stability: 'Fuzzy' Measurement and Its Consequences", *BIS Working Paper*, No. 284.
- BOYD, J. H., G. DE NICOLO, and E. LOUKOIANOVA; (2009), "Banking Crises and Crisis Dating: Theory and Evidence", *IMF Working Paper*, No. 141.
- BRUNNERMEIER, M., A. CROCKETT, C. GOODHART, A. D. PERSAUD, and H. SHIN, (2009), "The Fundamental Principles of Financial Regulation", *Geneva Reports on the World Economy*, No. 11.
- BUCHANAN, J. and G. TULLOCK; (1962), "The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy", *Ann Arbor: University of Michigan Press*.
- CAO, C. Q. and R. S. TSAY; (1992), "Nonlinear Time Series Analysis of Stock Volatilities", *Journal of Applied Econometrics*, 7, pp. 165-185.
- CECCHETTI, S. G. and M. KOHLER; (2012), "When Capital Adequacy and Interest Rate Policy are Substitutes (and When They are not)", *BIS Working Papers*, No. 379.
- CIHÁK, M.; (2007), "Systemic Loss: A Measure of Financial Stability", *Czech Journal of Economics and Finance*, 57(1-2), pp. 5-26.
- CIHÁK, M. and K. SCHAECK; (2010), "How Well Do Aggregate Prudential Ratios Identify Banking System Problems?", *Journal of Financial Stability*, 6(3), pp. 130-144.
- CROCKETT, A.; (2000), "Marrying the Micro and Macroprudential Dimensions of Financial Stability", *BIS Speeches*.
- DAS, U. S., M. QUINTYN, and K. CHENARD; (2004), "Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis", *IMF Working Paper*, No. 89.
- DATTELS, P., R. MCCAUGHRIN, K. MIYAJIMA, and J. PUIG; (2010), "Can You Map Global Financial Stability?", *IMF Working Paper*, No. 145.
- ENGLE, R. F.; (1982), "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation", *Econometrica*, 50, pp. 987-1007.
- European Central Bank (2005), "Measurement Challenges in Assessing Financial Stability", *Financial Stability Review*, pp. 131-141.
- GADANEZ, B. and K. JAYARAM; (2009), "Measures of Financial Stability – A Review", *IFC Bulletin*, No. 31.
- HALDANE, A.; (2004), "Defining Monetary and Financial Stability", *Unpublished*, London, Bank of England.
- HOLMBERG, S., B. ROTHSTEIN, and N. NASIRITOUSI; (2008), "Quality of Government: What You Get", *Gothenburg: Quality of Government Institute Working Paper*, No. 21.
- HANSON, S. G., A. K. KASHYAP, and J. C. STEIN; (2011), "A

- Macprudential Approach to Financial Regulation*, *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), pp. 3–28.
- IMF, (2003), “Growth and Institutions”, *IMF World Economic Outlook*, April, .pp. 95–128.
- IMF, (2005), “The IMF’s Approach to Promoting Good Governance and Combating Corruption: A Guide”. Available at: www.imf.org/external/np/gov/guide/eng/index.htm.
- IMF, (2011), “Macprudential Policy: What Instruments and How to Use them”, *IMF Working Papers*, No. 238.
- KASHYAP, A. K, R. G. RAJAN and J. C. STEIN; (2008), “Re-thinking Capital Regulation”, (in) *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 431–71.
- KAUFMANN, D., A. KRAAY, and M. MASSIMO; (2011), “The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues”, *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(2), pp. 220-246.
- KHEMIRI S. and S. JAOUADI; (2013), “Financial Instability in Tunisia (April 2012)”, *Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies*, 2(1), pp. 44-49.
- LEE, C, K. and D. STRANG; (2006), “The International Diffusion of Public Sector Downsizing: Network Emulation and Theory-driven Learning”, *International Organization*, 60, pp. 883-909.
- MINOGUE, M. and L. CARINO; (2006), *Regulatory Governance in Developing Countries*, Northampton: Edward Elgar Publishing Limited.
- MISHKIN, F. S.; (1999), “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), pp. 3-20.
- OECD, (2011), *Regulatory Policy and Governance: Supporting Economic Growth and Serving the Public Interest*, OECD Publishing.
- PACEK, A. C. and B. RADCLIFF; (2008), “Welfare Policy and Subjective Well-being Across Nations: An individual-level Assessment”, *Social Indicators Research*, 89(1), pp. 179-191.
- PADOA-SCHIOPPA, T.; (2003), “Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between”, in *The Transmission of the European Financial System*, V Gaspar, P Hartmann and O Sleijpen (eds), European Central Bank, Frankfurt.
- PELTZMAN, S.; (1976), “Toward a More General Theory of Regulation” in *Chicago Studies in Political Economy* (ed) Stigler G, The University of Chicago Press, pp. 234-267.
- POSNER, R. (1974), “Theories of Economic Regulation”, *NBER Working Papers*, No. 41.
- ROTHSTEIN, B.; (2011), *The Quality of Government: Corruption, Social Trust and Inequality in a Comparative Perspective*, Chicago: University of Chicago Press.
- ROSE-ACKERMAN, S.; (2008), “Corruption and Government”, *International Peacekeeping*, 15(3), pp. 328–343.
- SCHINASI, G.; (2004), “Defining Financial Stability”, *IMF Working Paper*, No. 187.
- STIGLER, G.; (1971), “The Theory of Economic Regulation” , in *Chicago Studies in Political Economy* (ed) . Stigler G, The Uni of Chigago Press, pp. 209-234.
- United Nations Development Programme (2011), *Governance Principles, Institutional Capacity and Quality*, pp. 268-293. in *Towards Human Resilience: Sustaining MDG Progress in an Age of Economic Uncertainty*.
- Worldwide Governance Indicators (2012), Available at: <http://data.worldbank.org/data-catalog/worldwide-governance-indicators>