

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİNANSAL GELİŞİM DÜZEYİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ
İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: AZERBAYCAN ÖRNEĞİ

Aytaj JUMAYEVA

Tez Danışmanı

Doç.Dr. Arif SALDANLI

İSTANBUL – 2021

ÖZ

FİNANSAL GELİŞİM DÜZEYİ İLE EKONOMİK BÜYÜME
ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: AZERBAYCAN
ÖRNEĞİ

Aytaj JUMAYEVA

Son yıllarda ülkelerde ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişkiye artan bir ilgi görülmektedir. Araştırmacılar, karşılıklı ilişkilerin etkilerini anlamaya ve bu iki kavram arasındaki ilişkinin yönünü belirlemeye çalışmaktadırlar.

Çalışma 3 bölümden oluşmakta ve ilk olarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme kavramları açıklanmaktadır. Bu noktadan hareketle ilk bölümde finansal gelişme ve finansal sistem kavramları açıklanmış, daha sonra finansal sistemin fonksiyonlarından, finansal gelişimin ölçülmesinden, ekonomik büyüme ve ekonomik büyüme teorilerinden bahsedilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde iki kavram arasındaki ilişki incelenmiş ve literatür taraması yapılarak yıllar boyunca yapılan çalışmalar ortaya konulmuştur. Bu kapsamda 1960'lar finans ve büyüme okulu, 1970'ler McKinnon Show okulu, 1980'ler finansal serbestleşme politikasına yönelik eleştiriler ve 1990'lar Finans ve İçsel büyüme konuları açıklanmıştır.

Son olarak ise konuya ilişkin literatür taraması yapılmış ve 2005-2019 yılları arasında Gayrisafi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) üzerinde finansal gelişmenin etkisi ampirik analizle test edilmiştir. Bağışlı değişken olarak GSYİH, bağımsız değişken olarak ise M3 para arzının GSYİH içindeki yeri ve SDV kredilerinin GSYİH içindeki yeri ele alınmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme, GSYİH, M3 Para Arzı

ABSTRACT
EXAMINATION OF THE RELATIONSHIP BETWEEN
FINANCIAL DEVELOPMENT LEVEL AND ECONOMIC
GROWTH: AZERBAIJAN CASE

Aytaj JUMAYEVA

In recent years, there has been an increasing interest in the relationship between economic growth and financial development in countries. Researchers are trying to understand the effects of mutual relations and to determine the direction of the relationship between these two concepts.

The study consists of 3 parts and firstly the concepts of financial development and economic growth are explained. From this point of view, in the first part, the concepts of financial development and financial system are explained, then the functions of the financial system, the measurement of financial development, economic growth and economic growth theories are mentioned. In the second part of the study, the relationship between the two concepts was examined and the literature was searched and the studies conducted over the years were revealed. In this context, the finance and growth school of the 1960s, the McKinnon Show school of the 1970s, the criticism of the financial liberalization policy of the 1980s, and the finance and internal growth of the 1990s are explained.

Finally, the literature on the subject was searched and the effect of financial development on the Gross Domestic Product (GDP) between 2005-2019 was tested with empirical analysis. GDP is considered as the dependent variable, the place of M3 money supply in GDP and the place of SDV loans in GDP as independent variable.

Keywords: Financial Development, Economic Growth, GDP, M3 Money Supply

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	vi
Tablolar Listesi.....	vii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANS VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİ

1.1. Finans ve Büyüme İlişkisine Yönelik Teorik Tartışmalar	3
1.1.1 Büyüme ve Finans İlişkisini Açıklayan Yaklaşımlar	4
1.2. İçsel ve Dışsal Büyüme Modelleri	15
1.2.1. Dışsal Büyüme Teorisi.....	17
1.2.2. İçsel Büyüme Teorisi	19
1.3. Büyüme ve Finans için Teorik Temeller	21
1.4. Finansal Büyümeyle ilgili Bazı Ampirik Kanıtlar ve Sorunlar	25
1.4.1. Finansal Faktörlü İçsel Büyüme Modelleri	27
1.5. Finansal Piyasalardaki Bilgi Belirsizlikleri	27
1.6. İçsel Modellerde Finansal Büyüme	29
1.6.1. Büyümenin Temel Fikirleri - Finans Modelleri.....	30

İKİNCİ BÖLÜM

AZERBAYCAN'DA FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEYİŞİ

2.1. Azerbaycan Para Politikası.....	34
2.2. Azerbaycan Para Sistemi.....	35
2.3. Finansal Piyasaların İşleyişi	37
2.4. Azerbaycan Döviz Kuru Politikası	40
2.5. Azerbaycan Bankacılık Sektörü	42
2.5.1. Azerbaycan Merkez Bankası	44
2.5.2. Bankalar ve Konsantrasyon Seviyesi.....	45

2.5.3. Banka Kaynakları: Oluşum Kaynakları ve Kullanımı	47
2.6. Kredi Piyasası	50
2.7. Mevduat Piyasası	52
2.8. Merkez Bankası Tarafından Sağlanan Bankalara Finansal Destek	56

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL GELİŞİM DÜZEYİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AZERBAYCAN ÖRNEĞİNDE EKONOMETRİK UYGULAMASI

3.1 Literatür Taraması	58
3.2. Veri ve Yöntem	63
3.3. BİRİM KÖK ANALİZİ	65
3.4. JOHANSEN KOETENGRASYON (EŞBÜTÜLEŞME) TESTİ	68
3.5 HATA DÜZELTME MODELİ (VEC)	72
SONUÇ	74
KAYNAKÇA	78

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ACMB	: Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası
ADF	: Augmented Dickey Fuller
BDDK	: Banka Düzenleme ve Denetleme Kurumu
DPE	: Devlet Petrol Fonu
FIMSA	: Finansal Piyasalar Denetleme Kurumu
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Metodu
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
NBCO	: Non-Bank Credit Organization
OECD	: The Organisation for Economic Co-operation and Development
PP	: Phillips Perron
VaR	: Value at Risk

Tablolar Listesi

Tablo 1: Azerbaycan'ın sahip olduğu ilk 10 bankanın varlıklarındaki değişiklikler, AZN-milyon.....	46
Tablo 2 : GSYİH	67
Tablo 3: M3/GSYİH	67
Tablo 4: SDV/GSYİH.....	67
Tablo 5: Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	69
Tablo 6: Otokorelasyon Testi.....	70
Tablo 7: White Değişen Varyans Testi	71
Tablo 8: Λ_{trace} Değerlerine Göre Hipotezin Değerlendirilmesi.....	71
Tablo 9: Λ_{max} Değerlerine Göre Hipotezin Değerlendirilmesi	71
Tablo 10: Eşbütünleşme Katsayıları	72

Grafikler Listesi

Grafik 1: Yabancı para birimlerine karşı ortalama manatın döviz kuru	41
Grafik 2: Bankacılık varlıklarının yapısı	48
Grafik 3: Bankacılık sektörü varlıkları	49
Grafik 4: Sektörlere göre kredi verme eğilimleri, AZN milyon	51
Grafik 4: Sektörlere göre kredi verme eğilimleri, AZN milyon	51
Grafik 5: Mevduat hacmindeki eğilimler ve bankacılık sektörü yükümlülüklerinin payı	53
Grafik 6: Bölgelere göre mevduat hacmi, milyon.....	56

GİRİŞ

Finansal gelişme, “etkili finansal aracılık ve piyasaların yanı sıra sermaye ve finansal hizmetlere derin ve geniş erişim sağlayan faktörler, politikalar ve kurumlar” olarak tanımlanmaktadır. Bir ekonominin finansal sistemi, finansal piyasalar, finansal araçlar (kurumlar) ve finansal düzenlemeler (Leonardo 2010) olmak üzere üç ana bileşenden oluşmaktadır. Levine (1997) finansal sistemin ekonomide beş önemli işlevi yerine getirdiğini bildirmektedir: tasarrufları harekete geçirmek, kaynakları tahsis etmek, kurumsal kontrol etmek, risk yönetimini kolaylaştırmak, mal ve hizmetlerin ticaretini kolaylaştırmak.

Ayrıca, bir ülkenin finansal sistemindeki yüksek ilerleme seviyeleri, finansal hizmetlerin yüksek erişilebilirliğine de yol açmaktadır. Cihak ve ark. (2012), daha geniş düzeyde finansal gelişme, yatırımlar için bilgi sağlama, yatırımları kontrol etme, çeşitlendirmeyi ve riski kolaylaştırma, tasarrufları harekete geçirme, mal ve hizmet alışverişini iyileştirme açısından önemli finansal işlevlerin kalitesinde iyileşme anlamına gelmektedir. Genel olarak bakıldığında finansal sistemin iyi bir şekilde çalışması, finansal gelişmenin sağlanması durumunda ekonomik büyümenin de sağlanacağı birçok araştırmacılar tarafından ileri sürülmektedir.

Daha hızlı bir ekonomik büyüme ve istikrar elde etmek, makroekonomik politika yapıcılar için en önemli politika hedeflerinden biri olmaya devam etmektedir. Böylece, tüm ülkeler örneğinde ekonomik büyüme ile finansal kalkınma çalışmaları arasındaki ilişkiye artan bir ilgi görülmektedir. Araştırmacılar, uzun yıllar boyunca bu kavramların birbirleri üzerindeki etkilerini anlamaya çalışmış ve bu iki kavram arasındaki ilişkinin yönünü belirlemeyi ve bu ilişki için ekonomik politika tasarımları ve simülasyonları için faydalı olabilecek bir model bulmayı amaçlamışlar.

20. yüzyılın başından itibaren finansal kalkınmanın ekonomik büyüme üzerindeki önemi vurgulanmaya başlanmış, Mckinnon (1973) ve Shaw (1973) ekonomik büyümede finansal kalkınmanın önemine vurgu yapmış, ancak Robinson (1952) finansal gelişmenin ekonomik büyümenin gerisinde kaldığını ve Lucas (1988) aralarındaki ilişkinin fazla vurgulandığına dikkat çekmiştir. Bununla birlikte, çok sayıda ampirik araştırmadan elde

edilen ampirik sonuçlar, ekonomik büyümeyi ve finansal gelişmeyi temsil eden değişkenler arasındaki ilişkinin yönü konusunda da tartışmalara yol açmıştır. Halkos ve Trigoni (2010) 'de belirtildiği gibi, ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi tetiklediği anlamına gelen talebe dayalı hipotezden yana olan araştırmacılar vardır. Öte yandan, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği anlamına gelen arz-öncü hipotezden yana olan araştırmacılar da bulunmaktadır.

Finansmanın ekonomik büyümedeki rolüne ilişkin anlayışımızı netleştiren araştırmalar, politika sonuçlarına sahip olacak ve gelecekteki politika odaklı araştırmaları şekillendirmektedir. Finansmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisine ilişkin bilgiler, politika yapıcılarının ve danışmanların mali sektör politikalarında reform yapmaya verdikleri önceliği etkilemektedir. Ayrıca, finansal sistemin uzun vadeli ekonomik büyümeyi etkilediğine dair ikna edici kanıtlar, finansal kalkınmanın siyasi, yasal, düzenleyici ve politika belirleyicileri hakkında acil araştırma ihtiyacının reklamını yapmaktadır. Aksine, yeterince bol miktarda araştırma, finans sektörünün işleyişinin yalnızca ekonomik kalkınmaya yanıt verdiğini gösteriyorsa, bu, finansal sistemlerin dezenfektanları ve evrimi hakkındaki araştırmaların yoğunluğunu neredeyse kesinlikle azaltacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANS VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİ

1.1. Finans ve Büyüme İlişkisine Yönelik Teorik Tartışmalar

Finansal sektörlerin ekonomik kalkınmadaki rolü, yaklaşık bir asırdır tartışılmaktadır. Schumpeter (1911) genellikle bu ilişkiyi tartışan ilk ekonomist olarak bilinir. Gerschenkron (1962), Patrick (1966) ve Goldsmith (1966) gibi iktisatçılar da teorik veya ampirik yollarla finans sektörlerinin ekonomi içindeki önemli rolünü ifade ettikleri için Schumpeter'i izlemişlerdir. Fakat, bu konu ile ilgili çoğu teori Keynes (1936) ve Tobin (1965)'e dayanmaktadır.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973) bazı geleneksel finansal politikalarına meydan okur nitelikte teoriler geliştirmiştir. Her iki teorisyen tasarrufları artırarak ve ardından teşvikler yaratarak finansal sistemlerin ekonomik kalkınma sürecindeki önemli etki yaratacağına vurgu yapmıştır. McKinnon - Shaw'un teorilerine göre, hükümetler daha fazla yatırım ve tasarruf istiyorsa, faiz oranı tavanları kaldırılmalı ve bu nedenle hükümetler daha enflasyonist para politikaları benimsemeye teşvik edilmelidir. O dönemler McKinnon-Shaw'un önerdiği mali politikaları uygulayan birçok gelişmekte olan ülke, ekonomik kalkınmada dikkate değer büyüme oranları elde etmiştir. Fakat bu durum, bazı ülkelerin aşırı büyümelerinde faiz oranlarının değişken olmayan reel değerinde eksikliklere de neden olmuştur (Rajan, 2008: 559 – 563).

1980'lerin başlarında hızla büyüyen birçok ülke ekonomik gerilemelerle karşı karşıya kaldığından, McKinnon - Shaw modeli neo-yapısalcı bazı ekonomistler tarafından eleştirildi. Bu dönemlerde finansal serbestleşmenin ekonomik gelişmenin büyümesini yavaşlatabileceğine inanan iktisatçılar öne çıkmaya başlamıştır. Joseph (1989) bu iktisatçılardan biri olup finansal serbestleşmenin finansal piyasalarda aksamalara yol açtığını savunmuştur.

Son yıllarda, içsel büyüme modelleri, finansal kalkınma teorileri için tamamen farklı bir yol olduğu düşünülen finansal sektörler ve ekonomik kalkınma arasındaki

nedensellik analizleri için yaygın olarak kabul edilmiştir. Aşağıdaki alt başlıklarda bu ilişkinin yönünü ortaya koymaya yönelik teorik anlatımlara yer verilecektir (Laumas, 1990: 377 – 390).

1.1.1 Büyüme ve Finans İlişisini Açıklayan Yaklaşımlar

Ekonomik kalkınma ve finans arasındaki ilişkinin öncüleri, Keynesyen iktisatçılar olarak kabul edilmektedir. Keynesyenlerin finansal baskıya yönelik argümanları, uzun yıllar akademik tartışmalara hâkim olmuştur. Patrick ve Gerschenkron'un (1878) görüşlerine göre, ekonomide bankacılık sisteminin arkasında sanayileşme dayanmaktaydı. Örneğin, İngiltere'de sanayileşmenin başlangıcında, yatırımlar çok fazla sermayeye ihtiyaç duymayacak kadar küçük olduğu için aktif bir bankacılık sektörüne ihtiyaç yoktu. Ama Almanya için, finans sektörlerinde, sanayileşmeyi desteklemek için yeterli miktarda sermaye olması koşuluyla, teknoloji bu kadar yüksek bir seviyede olduğu için sanayileşme ile bu yatırım büyük ölçekli olmuştur (Jung, 1986).

Patrick ve Gerschenkron tarafından önerilen fikirlerin ardından, ekonomik kalkınma ile finansal büyüme arasındaki görece özelleşmiş nedensellik sorunu üzerine çalışmalar başladı. Bu çalışmalar, ekonomik kalkınma ile finansal büyüme arasındaki ilişkinin iki modele sahip olduğunu belirlemiştir: "öncü modeli besleme" ve "bir sonraki şablonu talep etme". Öncü modelin ilk önerisi, esas olarak ekonomik kalkınmanın ilk aşamalarında veya daha az gelişmiş ülkelerde mevcut olup, öncü model için ikinci talep, ekonomik kalkınmanın daha ileri aşamalarında mevcuttur. Dolayısıyla, nedensellik başlangıçta finanstan büyümeye doğru ilerler ve bir sonraki modelin büyümeden finansa doğru gitmesi beklenmektedir.

Bir sonraki şablonu talep etme modelinde, ekonomik gelişme nedeniyle finansal hizmetlere olan ihtiyaç yaratılmaktadır. Dış fonlar için bu gereksinimler, makroekonomik büyüklüklerde hızlı bir büyüme olarak artacaktır. Ekonomik büyüme tüm sektörlerde çok fazla farklılığa yol açtığından, tasarruf sahiplerinden borç verenlere tasarruf sağlamak için daha fazla finansal hizmete ihtiyaç vardır. Patrick (1996) fikrini ampirik olarak doğrulanmış araştırmalarla kanıtlamıştır (Arestis vd., 2011, 16 – 41).

Çoğunlukla bankalarda sunulan büyümeyi teşvik eden ve büyümeye bağlı finansal sistemler için argüman, ilk olarak Rondo Cameron tarafından duyurulmuş ve araştırma finansal hizmetlerin kalitesinin ve bunların etkililiğinin önemli bir işlevini gösteriyor. Cameron'un fikirleri açısından, finansal sektörler, mudilerden girişimcilik becerisine sahip yatırımcılara dağınık ve küçük paraları aktarabilir, böylece yatırımcılar için fon mevcudiyeti finansal aracılık yoluyla etkin bir şekilde artırılabilir.

Aynı zamanda yatırımcılara yönelik teşvikler finansal sistemler aracılığıyla artırılabilir. Faiz oranlarından dağılım aralıkları, finans sektörlerini genişleterek ve finansal hizmetleri iyileştirerek azaltılabilir. Cameron ayrıca iş akışının finansal sistemlerdeki büyüme yoluyla geliştirilebileceğini savundu. Finansal sistemlere erişim sağlamak için firmalarda teknik yenilik yaratma yoluyla tanıtılabilir. Cameron, bu fikirlerden yola çıkarak, 19. yüzyılda Japonya, İngiltere, Fransa, Almanya ve Rusya gibi en başarılı sanayileşmiş ülkelerde ekonomik kalkınma ve finanstaki etkileşimleri incelemek için deneysel araştırmayı da tasarlamıştır (Cameron, 1967).

Finans sektörlerindeki kalkınma üzerindeki olumlu etkiler ekonomik büyüme üzerinde Goldsmith tarafından ifade edilmiştir. Araştırma, yatırım hacminin artırılması ve verimlilik seviyelerinin iyileştirilmesi ile ikili bir yaklaşım üzerinde yoğunlaşmaktadır. Goldsmith, büyüme ve finans arasındaki ilişkiye dair daha kesitsel araştırmalarla önemli ampirik kanıtları ortaya çıkaran ilk akademisyen olarak tanınmaktadır (Goldsmith, 1969).

Genel olarak, Gershenkron, Patrick, Cameron ve Goldsmith tarafından yapılan bu çalışmalar, 1970'lerde McKinnon Shaw Okulu'na dayanan gelişmekte olan veya gelişmiş ülkeler için ekonomik kalkınma ve finans arasındaki etkileşim hakkında olan akademik tartışmalarda yer almaktadır. Fikirlerdeki ana eleştiri, nispeten basit olmaları ve ampirik kanıtlara göre çok kaba olmaları, ancak ekonomik kalkınmadan finansal büyümeye kadar alanda ilgi yaratmalarıdır (Gregorio, 2015: 433 – 448).

1.1.1.1. McKinnon - Shaw Büyüme ve Finans Okulu

1970'ler McKinnon - Shaw Okulu'nda büyüme ve finans üzerine araştırmaların ana fikirleri, 1970'lerdeki finansal serbestleşme ve finansal baskıya atıfta bulunur. Hem Ronald McKinnon hem de Edward Shaw ekonomik gelişme ile finansal büyüme arasındaki ilişkiyi açıklamak için baskın argümanları açıklamış ve bu, McKinnon Shaw Okulu olarak tanınmaya başlanmıştır. Tobin ve Keynes hakkındaki çelişkili fikirler, McKinnon-Shaw Okulu hakkındaki tartışmalarla birlikte, faiz oranlarından liberalleşmenin onaylanması ve finansal baskı politikaları için diğer göstergelerden kaldırılması içindi.

McKinnon-Shaw Okulu'nun temel teorik çerçevesi üç önemli aracı içerir: finansal aracılık, riskli geri tasarruf sağlayanlar ve riskli tercih edilen yatırımcı. Bunların modelleri genellikle para - iç modellerdir, çünkü özel sektöre verilen krediler iç borçla desteklenecektir. McKinnon-Shaw Okulu'na göre yatırım fonksiyonları, faiz oranlarının reel vadesi ile negatif, reel faiz oranları ve tasarruf fonksiyonları ile pozitif yönde ilişkilidir. Enflasyon oranı yükseldikçe yatırımdan elde edilen miktar azaltılabilir. Aslında, enflasyonun etkisi hakkında başka bir fikir daha var: Arazi mülkiyeti enflasyon oranlarına karşı korunma sağlayabildiğinde, mevduatlar bireyler için daha az çekici olduğu için bireyler mevduatları bankalardan arazi mülkiyetine kaydırmaya istekli olacak ve bu durumda arazi talebi gerçek zamanlı faiz oranlarında düşürülerek canlandırılabilir (McKinnon, 1989).

Bu değişimler, arazi fiyatlarını normal seviyeden daha hızlı çekecek ve bu da tüketimde bir artışa ve dolayısıyla yatırımda bir düşüşe neden olabilecektir. Aslında, finansal baskı, tahmini değer için piyasada daha düşük bir faiz oranındaki nominal vade nedeniyle ortaya çıkar ve buna bağlı olarak, bir ekonomi olarak iki olası durum olabilir. Yalnızca sabit bir tasarruf oranı varsa, mevduat ve borç verme oranları arasında büyük bir boşluk olması muhtemeldir. Ancak gelişmekte olan ülkeler için daha gerçekçi bir durum, iki ana borç verme ve mevduat oranının aynı anda var olmasıdır. Kredi tahsisleri, teminat kalitesi, işlem maliyetleri, kredi büyüklüğü ve itibar gibi çeşitli kriterlere dayanmalıdır. Düşük kârlı yatırımlar genellikle borç verme oranları yeterince düşük tutulduktan sonra

karlı hale geldiğinden, yatırımlardan kaynaklanan verimlilik azalabilir. Kredi dağıtımı, bir başka önemli bozulma faktörü olarak rastlantısallığa tabi olabilir. Bu nedenle McKinnon-Shaw Okulları tarafından önerilen politika, faiz oranları için nominal olarak kurumsal kısıtlamaları kaldırmak ve böylece enflasyon oranlarını düşürmektir (Neusser ve Kugler, 2008: 638 – 646).

McKinnon ve Shaw'un araştırmaları, ekonomi alanında McKinnon-Shaw Okulu olarak adlandırılmasına yol açan birçok ortak sonuca varmasına rağmen, McKinnon ve Shaw'ın modellerinden bu fikirler arasında hala bazı önemli farklılıklar var. McKinnon modeli, ekonominin kendi kendini finanse etmekle sınırlı olacağı ve yatırımın birçok önemli bölünmezlikle ilişkilendirileceği varsayımına odaklanır. Bu nedenle, bireysel katkıda bulunanlar ve yatırımcılar arasındaki farklar nispeten daha azdır ve hatta göz ardı edilebilir. Bir yatırımcı olarak, sermaye biriktirme aşamaları, örneğin birikim ve diğer finansal varlıklar gibi daha fazla yatırım için gereklidir. Dolayısıyla yatırımcı, aynı zamanda bireysel yatırımcıdır. Dolayısıyla, McKinnon'un modelinde, katkılar ve fiziksel sermaye açısından zamanlar arası tamamlayıcı var. McKinnon modeli, büyümeye parasız bir yaklaşım olarak sınıflandırılır - finansal model, Shaw'ın modeli ise para yaklaşımının iç yüzüdür. Shaw'ın modeli, modelde McKinnon'ın oranını içermiyor ve bu nedenle, yatırımcıların kendi kendini finanse etmeleri gerekmeyeceği için tamamlayıcıya gerek olmadığını bildiriyor (Levine, 2007: 688 – 726).

Shaw modelinde finansal aracılığın temel işlevleri, bireysel mudilerin reel getiri vadesini artırarak mevduat birikimi düzeyini korumak ve buna bağlı olarak kredi aralıklarını genişletmektir. Buna ek olarak, finansal araçlar, kredilendirmede ölçek ekonomileri, artan verimlilik, daha düşük bilgi maliyetleri ve çeşitlendirme riskleri gibi çeşitli yöntemlerden yatırımcının gerçek maliyetlerini düşürebilir.

McKinnon'un tamamlayıcı görüşü ve Shaw'ın borç arabuluculuğu hipotezi birbiriyle çelişmez, çünkü yatırımın hem iç hem de dış faktörlerle aynı anda finanse edilmesi gerekir. Shaw'un modeli, gelişmiş veya sanayileşmiş ülkeler için daha uygunken,

McKinnon'un alışmaları, Shaw'un modeline nispeten karmaşık finansal sistemler içerdiğinden, gelişmekte olan ekonomilerle daha ilgilidir.

McKinnon-Shaw argümanlarını izleyen çalışmaların biroğ, çeşitli özel yaklaşımlar üzerinde genişlemiştir. Resmi makroekonomik modeller, mevduat oranını piyasa tahmini değeriinin altında sınırlamak için hükümet ve organları tarafından finansal baskının kullanıldığı Kapoor, Galbis ve Freight tarafından geliştirilmiştir. Reel paraya olan talep, enflasyon oranını ve dolayısıyla sabit bir nominal faiz oranında para bakiyelerine olan talebi ve ardından enflasyonu artırarak azaltılabilir (Jayaratne, vd., 1996: 639 – 670).

Matheson ve Kapoor'un finansal baskı modeline göre, eğer faiz oranı tavanları gevşetirse, etki zorunlu karşılıklarla sağlanabilir. Sıfır enflasyonun varlığını sürdürürken, bu mevduat faizleri için daha sabit bir rezerv oranı kullanılarak bir tavan belirlenmelidir. Enflasyon arttıkça kredi ve mevduat faizleri arasındaki aralıklar daha uzun olacaktır. Bu modellere ilişkin bu görüşlere göre, ekonomi politikası, belirli bir enflasyon oranında, bu finansal sistemlerin borç verme kapasitesini artıran azaltılmış rezerv gereksinimleri anlamına gelir. Galbis, Harrod-Domar modeline dayalı iki sektörlü bir model sunmuştur: Finansal baskı, sermayeye daha düşük sabit getiri oranına sahip geleneksel bir sektör ve daha yüksek karlılığa sahip modern bir sektör biçiminde bir arada varolmaya neden olur. Nispeten düşük mevduat oranı, geleneksel sektörde yüksek oranda kendi kendini finanse eden yatırımlarla sonuçlanır. Bu mevduat oranındaki bir artış, ek para talebiyle sonuçlanır ve bu nedenle, bu modelde, esas olarak banka kredileriyle finanse edilen daha yüksek miktarda yatırıma izin verilecektir. Yatırımların bileşimindeki bu önemli değışiklik, yatırımların verimliliğini artırmaktadır.

Dinamik modeller, makroekonomik istikrar politikalarına bir yaklaşım olarak faiz oranlarının serbestleştirilmesi üzerindeki etkiyi gösterme olasılığını sağlamak için Kapoor, Matheson ve Freight tarafından geliştirilmiştir. Araştırmalarına göre, faiz oranındaki serbestleşmenin iki yönlü bir avantaj içerdiği sonucuna varabiliriz: (a) uzun vadeli ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olmak; (b) para politikası

programlarını istikrara kavuşturmanın kısıtlayıcı etkilerinin azaltılması (Harrison vd., 2009).

1.1.1.2. Kritik Finansal Serbestleşme Okulu (1980)

McKinnon-Shaw Okulu'ndan sonra büyüme ve finans üzerine ilk önemli okul, makroekonomik istikrar açısından finansal deregülasyondaki en kritik konulara odaklanan Neo-yapısalcı bir okuldur. Taylor (1983), Neo-yapısalcı okul hakkındaki araştırmayı iki ana argümanda birleştirmiş ve özellikle gelişmekte olan ekonomiler için özel bir model geliştirmiştir. Birincisi, Taylor'un modeline göre, enformel finansal piyasalar, finansal liberalleşmenin ekonomik büyümeyi hızlandırmak için bir fırsat olup olmadığını belirlemede bazı önemli etkilere sahiptir. Mevduat faiz oranlarından gerçek zamanlı bir artış, finansal varlıkların kredi piyasasından transferine neden olduğundan, finansal aracılık gereklilikleri, zorunlu karşılıkların varlığı nedeniyle reddedilecek ve organize olmayan para piyasasında rezerv için bu şartlar geçerli değildir. Ayrıca, kredi arzı üzerindeki en caydırıcı etkilerin kapsamı, finansal varlıkların kaldırım piyasasının dışına ne ölçüde çıktığına veya korumaların enflasyonundan ne ölçüde uzaklaştığına bağlıdır (Demirgüç, 2006).

Başka bir argüman, Taylor'un yüksek faiz oranlarından kaynaklanan ve efektif talebin daha fazla çökmesine yol açan basınçlı enflasyonun maliyeti hakkındaki görüşmelerinin sonucuna varıyor. Aslında bu argüman, finansal sistemler küçülmese bile her zaman geçerlidir, çünkü etkin talebi zayıflatmak için tasarruf eğilimi artırılabilir. Neo-yapısalcı argümanı destekleyen birkaç önemli varsayım vardır: Birincisi, örgütlenmemiş para piyasalarının tam rekabet içinde olmasıdır; ikincisi, yatırım performansından değil, yatırımdan elde edilen kümülatif tutarın dikkate alınmasıdır.

Finansal serbestleşmede kritik okul için bir başka zorluk, makroekonomik politikanın mikro ekonomik takviyesidir. Weiss ve Stiglitz (1981) tarafından yapılan araştırmalar, kredi piyasasındaki dengesizliklerin hükümet müdahalesinden çok etkileneceğini göstermektedir. Onların argümanlarına göre, işlemin niteliği kredinin fiyatından etkilenebilir ve takas dışı bir piyasa ile sonuçlanabilir. Yüksek oranda

temizlenmiş bir piyasadaki faiz oranı, kötü borçlular için çok çekici olabilir ve daha fazla yatırımcının görece daha yüksek yatırım projeleri riskini tercih etmesine yol açabilir ve bu nedenle borçluların temerrüde düşme olasılığı daha yüksektir. Bankacılık sektörünün takas seviyesi piyasasına girmesiyle faiz oranının artması daha az olasıdır. Mikro ekonomik düzeydeki amaçlar açısından, bu olumsuz sonuçlar tek bir serbest kredi piyasasının eksikliklerinden kaynaklanmaktadır (Beck ve Torre, 2006).

Mankiw (1986), faiz oranındaki bazı küçük değişikliklerin kredi verenlerle grupların risklerini değiştirebileceği bir finansal çöküş modeli sunmaktadır. Kredi başvurusu sahipleri beklenen getirileri için finansal aracılık sağlamak konusunda çok riskliyse, serbest kredi piyasasının çökme olasılığı daha yüksektir. Olağanüstü sonuç ciddi bir mali krizi temsil eder.

Stiglitz (1985) ve Schleifer (1986), daha az sayıda yatırımcıya sahip bir şirket biçiminde yönetişimi denetlemek için bunlardan hiçbirine ödeme yapmayabileceğini öne sürdükleri ana vekil sorunlarını araştırdılar. Piyasada bahsedilen bu çalışmaların bir diğer grubu, mevduat sahipleri ile kredi verenler arasındaki bu asimetrik bilgi nedeniyle gelişmekte olan bankalara yol açabilecek kredi piyasalarında yer alan asimetrik bilgiler hakkında sorular yönelterek başarısız olmuştur. Diamond'ın (1984) maliyetli test fikirleriyle tutarlı olarak, bankacılık sektörleri sadece izleme maliyeti nispeten düşük olan yatırım projelerinde başarı veya başarısızlığı test edebilir. Bilgi asimetrisi, diğer piyasa aksaklıkları ortaya çıkarmasa bile, denge kredisi tayinlemesine yol açabilecek irrasyonel sermaye ve maliyet kontrolü sorunlarına yol açar. Sigorta piyasaları için ahlaki tehlike, ekonomik gelişme ve finansal aracılık için önemli bir konudur. Pyle Research'e (1991) göre, mevduat sigortası ile daha sıkı sermaye gereksinimlerinin getirilmesi, varlığın riskinde bir artışa yol açabilir (Berthélemy vd., 2016: 300 – 328).

1.1.1.3. İçsel Büyüme ve Finans (1980 – 1990)

Finansal büyüme ile ekonomik kalkınma üzerine araştırmalar, 1970'lerdeki öncü çalışmaları, 1970'lerde McKinnon-Shaw Okulu ve 1980'lerde Critical-School of Financial Liberalization'ı takiben daha gerçekçi, kapsamlı ve bilimsel hale geldi. 1980'lerin

sonlarında, özellikle 1990'larda izlenen teorik araştırmalardan elde edilen ana fikirler, esas olarak, içsel büyüme yapılarının bulunduğu bir ortamda uzun vadeli ekonomik gelişme ile finansal büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmakla ilgiliydi ve bu okul, endojen büyüme ve finans okulunda olduğu gibi tanınır. Temel soru, finansal kalkınmanın esas olarak kişi başına çıktı veya gelir olarak tanımlanan sürdürülebilir ekonomik büyümeyi destekleyip destekleyemeyeceğidir ve ayrıca temel fikir, finansmanın bir ekonomi olarak bu toplam yatırımların verimliliği üzerinde dışsalılıkları olduğudur. İçsel büyüme ve finans okullarına göre, ölçeğe göre azalan getiri (DRS) nedeniyle sermayeden kaynaklanan marjinal üründeki (MPK) düşüş, finans sektörlerindeki gelişmeyle dengelenebilir. Sanayileşmiş ülkelerle ilgili bazı araştırmalar için, sadece borsa dikkate alınırken, yükselen ekonomiler için borsalar hakkında daha az araştırma bulunmaktadır (Bencivenga ve Smith, 1991).

Bencivenga ve Smith (1991), içsel büyüme ve finans okulu için ilk yayınlanan argüman, mevcut tasarrufların yatırımcıların varlıklarını daha akışkan ve büyümeye kaydırmalarına izin verilen daha verimli projelere yatırılabilirdiği bir model olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle yatırımcılar belirsizlik nedeniyle gelecekteki likidite gereksinimlerini karşılar, bu da bireysel yatırımcıların iki tür varlığa sahip olabileceğini düşündürür: likit varlıklar ve likit olmayan varlıklar. Likit olmayan varlıklar daha üretken ama aynı zamanda riskli iken likit varlıklar güvenlidir ancak daha az üretkendir. Finansal araçlar gibi finansal temsilcilerin ortaya çıkması, daha riskli ve yüksek üretken varlıklara yatırım yapma eğilimindedir ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi hızlandırır. Bireysel yatırımcıların gelecekte likidite gereksinimleri olduğundan, bankalar gibi finansal araçlar, büyük miktarlarda yürürlükte olan düzenlemeler nedeniyle mevduat sahiplerinden gelecek öngörülebilir likidite gereksinimleriyle karşı karşıya kalmaktadır. Böylelikle bankalar, yatırım fonlarını verimli bir şekilde tahsis etme kabiliyetine sahiptir ve bu durumda, finansal araçların varlığı nedeniyle insanların artık likit yatırım projeleri ile karşılaşmaları gerekmemektedir. Yukarıdaki argümanlara benzer bir şekilde, Starr ve Smith (1995) likit riskin uzun vadede bir dizi farklı yatırım projesini azaltan finansal kurumlar tarafından azaltılabileceğini söylüyor (Bencivenga ve Smith, 1997: 97 – 122).

İçsel büyüme modelleriyle ilgili başka bir çalışma grubu, çoklu denge noktaları ve yoksulluk tuzakları hakkında bazı tartışmalar da dahil olmak üzere, ekonomik kalkınma ve finans arasındaki ilişki olasılığı ile ilgilidir. Greenwood ve Jovanovitch (1990) tarafından oluşturulan içsel modellere göre, ekonomik gelişme ve finansal büyüme arasında pozitif bir çift yönlü ilişki olmaktadır: (a) finansal araçların en önemli işlevlerinden biri, az yatırım ile maksimum kar elde ederek çalışmak için bilgi toplamak ve analiz etmektir. Mevcut fonlar, daha üretken projelerde bir finansal aracıya yönlendirilebilir ve bu nedenle yatırımların etkinliğini artırarak ekonomik büyümeyi canlandırabilir; (b) ekonomik kalkınma, maliyetli mali yapılar geliştirmek için gerekli araçları sağlar.

Saint-Paul (1992), finansal büyümenin teknolojik seçenekler ve işgücü piyasaları üzerindeki etkisine katılan bir model geliştirmiştir. Bu modelde her kişi için iki teknoloji seçeneği vardır: İlk teknoloji düşük üretkenlik içerir, ancak çeşitlendirmeye izin verir; ikincisi daha üretken ve uzmanlaşmıştır. Finansal piyasaların olmadığı durumlarda riskli, titiz ajanlar yüksek verimlilik yerine teknolojik esnekliği tercih eder. Finansal kurumlar, bu olumsuz talep şoklarından korunan insanların olmasını sağlamak için araçların daha çeşitli bir portföye sahip olmasına izin verir. Bu, işgücü piyasalarında daha fazla bölünmeye neden olacaktır (Saint-Paul, 1992: 763 – 769).

Birçok denge noktasının olası varlığı, içsel büyüme teorilerindeki en önemli özelliklerden biridir. Bu, Saint-Paul modelindeki (1992) mali gelişme ile bağlantılı olarak görülmektedir. Düşük denge noktalarında, finansal kurumlar daha az gelişmiştir ve bu nedenle insanlar daha az üretken ama daha az riskli olmayı seçerken, finansal kurumları geliştirmek için daha az teşvik vardır. Bu ekonominin daha az gelişmiş bir devlette sıkışıp kalması daha olasıdır. Daha yüksek denge noktalarında, finansal kurumlar nispeten yüksek düzeyde gelişmiştir, teknoloji daha risklidir, uzmanlaşmıştır ve bu nedenle daha az esnektir. Sonuç olarak, büyümeyi artırmak için daha modern finansal piyasalara ihtiyaç duyulacaktır. Dahası, bazı benzer çalışmalar, ülkeler arasında koşullu yakınlaşmanın yanı sıra çoklu büyüme yollarından da bahsediyor. Yakınsama kavramlarının, endojen büyüme

yapılarının bir başka önemli özelliği olduğu unutulmamalıdır (Saint-Paul, 1992: 772 – 781).

Diğer bir içsel büyüme türü - Berthélemy ve Varoudakis (2016) tarafından finansal sistemlerden gelen bu olumlu etkilerin sermaye verimliliğini artırdığı ve sonuç olarak tasarruf yoluyla ekonomik kalkınmayı artırdığını sunan finansal modeldir. Bu model, ekonomik gelişme ile finans arasındaki nedenselliğin iki yönlü açıklamasına odaklanmaktadır. Birincisi, bu tasarruflar, finansal sistemlerle ilgili bilgilerin toplanması ve incelenmesi yoluyla daha verimli projelere yönlendirilebilir. Öte yandan, imalat ve tarım gibi reel sektörlerdeki gelişme, tasarruf hacminin artmasına yardımcı olur. Mali sektörlerden genişleme, mali piyasalarda çalışma sürecine dayanmasına rağmen, daha yüksek teknik verimlilikle sonuçlanır (Varoudakis, 2016). Dahası, Yoksulluk Tuzağı'nın finansal sistemlerdeki az gelişmişlikten kaynaklanması oldukça olasıdır (Berthélemy ve Varoudakis, 2016: 300 – 328).

King ve Levine (1993a, 1993b) Romer (1990), Grossman ve Helpman (1991) 'deki araştırmaya benzer bir Schumpeter'ci Büyüme Modeli geliştirmişler. Bazı belirli girişimciler, finansal araçlarda ve piyasalarda, verimlilik iyileştirmeleriyle büyümenin artırılacağı, daha yenilikçi müdahaleleri teşvik edilmesinin gerekli olduğunu düşünmektedir. Bu teşvikler, finansal sistemlerden risk çeşitlendirmesi, kaynak havuzlaması vb. gibi çeşitli temel işlevler aracılığıyla çalışmaktadır.

Modern finansal sistemlerin başarılı inovasyon fırsatlarını artırma olasılığının daha yüksek olduğuna inanmak zor değildir. Bu tezdeki finansal sistemleri sağlama işlevi, esas olarak bu tezin başka bir bölümünde sunulan Levine (1993, 1997) tarafından yapılan araştırmaya atıfta bulunmaktadır. Ekonomik kalkınma ve finans arasındaki kanalların aktarımı bu tezin başka bir bölümünde tartışılacak ve sunulacaktır. Hükümet önlemleri büyümede incelenecek - kredi piyasası veya piyasaların reddedilmesi yoluyla Roubini ve Sala-i-Martin (1992) tarafından finansal modeller incelenecek ve bu hükümet önlemleri, içsel büyüme teorilerinde yeni bir fikir olarak görülecektir (Roubini, 1992). Örneğin, finansal baskının, bu içsel büyüme teorilerinde ölçeğe göre azalan getirilerden yoksun

olduğuna karar verilebilir. Bu modelde, hükümetler, kolayca enflasyonist gelirler ürettikleri için finansal baskıda ekonomik politikayı tercih edebilirler. Finansal baskı, bir kişinin enflasyon vergisi için önemli olan büyük miktarda nominal parayla harcama yapmasına neden olabilir. Yüksek gelir vergilerinin varlığında, hükümetler enflasyon seviyelerini artırmak için finansal sistemleri bastırabilir ve daha sonra sermaye verimliliği ve tasarruflardan kaynaklanan miktarlardaki finansal baskı üzerindeki en olumsuz etkiler açısından büyüme azaltılabilir. Mattesini (1996) tarafından açıklanan başka bir model, kredi piyasasının, örtüşen bir teorik temele dayanan asimetrik bilgi nedeniyle karakterize edilmesine izin verdiğini göstermektedir. Mali aracılar tarafından maliyetleri izleme yeteneği, ekonomik büyümeyi artırmada baskın bir faktör olarak görülürken, gerçekte maliyetlerin mali kurumlar tarafından izlenmesi, mali sistemlerin etkinliğinin iyi bir göstergesi olarak kabul edilecektir. Harcamaları izleme göstergesi, ampirik çalışmaları izleyenler için borçlanma ve borç verme oranları arasındaki aralık üzerinden tahmin edilecektir. Yüksek maliyet kontrolü ile ekonomik büyüme azalacak, bu da bu uçurum ile ekonomik kalkınma arasında negatif bir ilişki olduğu anlamına gelir. Bencivenga ve Smith'in (1993) bu modelleri burada tartışılmaya değerdir, çünkü bu model ekonomik büyümeyi ortaklaşa belirleyen ancak ekonomik kalkınmayı olumsuz etkileyen kredi tayinlamasını içerir (King ve Levine, 1993 a).

Finans okullarının 1990'lardaki gelişiminden son noktalar, bu büyüme teorilerinde borsaların varlığı ile ilgilidir. Bu  alı malar genellikle sanayile mi  ülkelerde etkili olup gelişmekte olan ekonomilerde daha az önemlidir. Bu çalışmaların tartışmasını borsalarla ayırmanın temel nedeni, borsaların finansal aracılar veya kuruluşlarla klasik ekonomik kalkınma tartı malarından farklı sonuçlar verme eğiliminde olmasıdır. Atje ve Jovanovitch (1993) borsalarda endojen modellere uygulanan bir model sunmaktadır. Hisse senedi piyasalarının temel işlevi, yatırımcıları özel risklere karşı kötü dış etkenlere karşı sigortalamak, yatırımcıların yatırım projeleri hakkında daha fazla bilgi edinmelerine yardımcı olmak ve böylece risklerini azaltmaktır. Levine (1991) ayrıca, borsanın ekonomik büyümeyi iki yolla arttırabildiği içsel büyüme teorileri üzerine yaptığı önceki araştırmasına dayanarak daha basit bir model geliştirmiştir: likit risk d    leri ile

Üretkenlik ve risk. Hisse senedi piyasalarının olmaması durumunda sağlanan destek, riskli yatırımcıların performans dalgalanmaları nedeniyle şirketlere yatırım yapmaktan men edilebileceğidir. Yatırımcılar, daha çeşitli yatırım portföylerini takip etmelerine izin vererek bu riskleri azaltmak için hisse senedi piyasalarını etkin bir şekilde kullanabilirler. Öte yandan, likit dalgalanmalar, bir kişinin varlıklarını düşük bir getiri oranıyla satmasını gerektirebilir. Mülkiyet daha kolay devredilebilir, böylece borsalar riski azaltabilir. Riskin ortadan kaldırılmasındaki bu azalma, firmaların daha fazla yatırım yapmasına ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi hızlandırmasına olanak tanır. Bu alışma aynı zamanda finansal piyasalardaki yüksek vergilerin uzun vadeli ekonomik kalkınma üzerinde önemli bir olumsuz etkisi olduğunu göstermektedir (Demetriades ve Luintel, 1996: 359 – 374).

İçsel büyüme modelleri ile ilgili çalışmalardaki en önemli özellik, ekonomik kalkınmanın büyüme hızındaki artışın srdrlebilmesidir, bu da teknolojik ilerleme hızının hesaplamalı modeller aralığında içsel olarak belirlenebileceğini ortaya çıkarmaktadır. McKinnon-Shaw okuluna göre ise ekonomik kalkınmada kısa vadeli büyümeyi düşünmek, sadece fiziksel sermaye birikimine bağlı olmaktaydı. İçsel büyüme teorileriyle ilgili birçok literatüre dayanarak, sermaye birikimini geliştirmek ve üretken büyümeyi teşvik etmek için finansal sistemlerin temel işlevleri aşağıdaki noktalarda özetlenebilir: (a) finansal sistemler çeşitlendirmeyi, riskten korunmayı, risk havuzunu ve ticareti teşvik etme yeteneğine sahiptir; (b) finansal sistemler, bir toplumun kaynakları verimli bir şekilde tahsis etmesine yardımcı olabilir; (c) finansal sistemler, yöneticileri ve kontrolleri bağımsız olarak kontrol edebilir; (d) tasarruflar, finansal aracılık ve aracılar aracılığıyla etkin bir şekilde seferber edilebilir; (f) mal ve hizmet alışverişi finansal sistemler tarafından kolaylaştırılabilir (Levine, 1993, 1997 ve 2004).

1.2. İçsel ve Dışsal Büyüme Modelleri

Finansal ve ekonomik kalkınmanın dinamik yapısı, hem dışsal hem de içsel büyüme modeli kullanılarak en iyi şekilde analiz edilir. Ancak, finansal sektöre çok yönlü katkılar üzerine modellemedeki karmaşıklığın (doğrudan performans etkilerinden ekonomideki sinyal gücüne, arabuluculuk ve risk yönetimine kadar) teorik olarak

kapsayıcı herhangi bir modele dahil edilmesi zordur. Bazı iktisatçılar, finansal büyümenin ölçülmesinden kaynaklanan kritik faktörleri içeren çeşitli büyüme modelleri geliştirmiş olsa da, bunların hiçbiri hem büyüme fikirlerini hem de finansal faktörleri aynı anda tam olarak yakalayan kapsamlı bir model olarak kabul edilemez.

Genel olarak, teorik büyüme modellerinin geliştirilmesinden finansmana kadar olan süreçte birkaç temel zorluk vardır. Birincisi, ekonomistler arasında dışsal bir büyüme modeline mi yoksa içsel bir büyüme modeline mi ihtiyacımız olduğu gibi en temel teorik temeller hakkında hala bazı tartışmalar var. Aslında, aynı çerçeveden iki farklı yaklaşım, bu finansal faktörlerin teorik çerçevemiz içinde içsel olarak baskın faktörlerden biri olarak kabul edilip edilemeyeceğini ileri sürmektedir. Ancak son yıllarda, bu içsel modellerin büyüme ve finans arasındaki ilişkiyi açıklamada nispeten daha iyi olduğu kabul edilmektedir. İkinci olarak, ekonominin kalitesi açısından reel sektörler ile bu teorik çalışmalarda ortaya çıkan finansal faktörler arasındaki farklılıklar ile ilgili bir soru var. Ekonomi olarak reel sektörler (imalat, tarım, yatırım, ticaret gibi) ile finansal faktörler arasında bazı farklılıklar olması gerekir, ancak soru bu farklılıkların finansal faktörlerle yapılan büyüme çalışmalarında önemli olup olmadığıdır. Diğer bir deyişle, temel argüman, finansal sektörlerin ekonomik kalkınmada reel sektörlerle aynı rolleri oynayıp oynayamayacağıdır. Üçüncüsü, teorik modellerde finansal büyümenin ölçümleri her zaman tartışmalıdır. Ampirik araştırmada, finansal büyüme göstergeleri çok çeşitlidir, ancak bu ölçümler yerel ekonomik durumlara veya diğer pratik koşullara dayanma yeteneğine sahiptir. Finansal büyümeyi ölçmek için doğru göstergeyi seçme sorunu, reel ekonomik değişkenlerden bağımsız olması gereken teorik modellerde daha da önem kazanmaktadır (Fry, 1978).

Bu nedenle, bu teorik görüşler açısından büyüme ve finans arasındaki ilişkilerin daha iyi anlaşılmasını sağlamak için finans ve kalkınmanın ilişkisine ve etkisine bakmak için üç ayrı büyüme modeli oluşturulmuştur. Ek olarak, dışsal ve içsel büyüme yapıları arasındaki bu farklılıkların bir açıklaması da sunulacaktır.

Finansal ve ekonomik karşılıklı ilişkilerden sistematik olarak yararlanmak için, finansal sektörlerin ekonomik kalkınmadaki kritik rolüne teorik destek sağlaması gereken bazı temel teorik tartışmaları araştırmak gerekir. Yapının finansal faktörlerle büyümesine atıfta bulunulduğunda, ilişkilerini yorumlamak için farklı teorik yaklaşımlar ve ekonominin gelişimi ışığında, yani uzun vadeli ekonomik büyümede ekonomik davranış üzerindeki etkiyi analiz etmek için iki farklı yaklaşım vardır: dışsal yaklaşım ve içsel yaklaşım. Bu bölüm, temel teorik fikirlerden dışsal ve içsel büyüme yapılarına bazı genel girişlere odaklanmaktadır (Galbis, 1977).

1.2.1. Dışsal Büyüme Teorisi

Bu teorinin kurucusu, Solow (1956) büyüme oranının nüfus artış hızı ve teknolojik ilerleme tarafından belirlendiğini öne sürmüştür. Her ikisi de sürdürülebilir büyümenin bir dış faktörü olarak görülüyor. Solow modeli, ölçeğe göre sabit getiri açısından bir üretim fonksiyonu ile uzun vadede ekonomik büyüme teorilerini ifade eder. Bu model, üretimin tüketime ve yatırıma bölünmesini ve bunun sermaye oluşumu üzerindeki etkisini inceler. Ek olarak, Solow modeli, uzun vadeli büyüme oranlarının nüfus artış oranları, verimlilik artışı, işgücü yapısı ve teknoloji gibi dış faktörlerle yakından ilişkili olduğunu savunuyor. Bu dış faktörler istikrarlı gelir düzeyini açıklar. Solow modelindeki Cobb-Douglas üretim işlevi aşağıdaki gibi tanımlanmıştır (Solow, 2001: 283 - 288):

$$Y = A e^{mt} K^a L^{1-a}, 0 < a < 1 \quad (1)$$

Yukarıdaki denklemde, Y, K, L, A, e^m ve a, dış büyüme oranları için sırasıyla çıktı, sermaye, emek, "verimli emek", teknoloji ve emeğin paylarını ifade eder (Pack, 1994).

Solow (1956), farklı ülkelerdeki farklı ekonomik büyümenin nedenlerini incelemiş ve teknolojik ilerlemenin bir dış fenomen olarak görüldüğü bir dış büyüme planı önermiştir. Bu çerçeve özellikle önemlidir, çünkü altyapının birikim işlevini açıklamaya yardımcı olur ve teknolojideki ilerlemelerin değerini vurgulayarak, büyümeyi sürdürmek için ekonominin arkasındaki itici güç olduklarını varsayar. Solow (1956), 1950'lerde yaygın olarak kullanılan bir model geliştirmiştir. Bu çerçeve, emek ve sermayenin azalan getirileri olduğu fikrini benimsemekteydi. Ülkedeki sermaye birikim miktarı kadar artar.

Nüfus artışı ve değer kaybı, her işçinin üretim düzeyini düşürür ve dolayısıyla sermaye miktarı da azalır. Bu büyüme, sürdürülebilir ekonomik büyümeye yol açar. Solow'un modeli, bu ülkelerin yeni teknolojileri kullanarak sürdürülebilir büyümeyi geride bırakabileceklerini gösteriyor. Model aynı zamanda uzun vadede kişi başına üretimin ülkenin tasarruf oranından büyük ölçüde etkilendiğini vurgulamaktadır.

Model, bir ulusun büyümesi için, geri dönüşlerde bir düşüş olsa bile, dış etkinin olması gerektiğini vurgulamaktadır. Dışsal faktör, kaynaklar kıt olduğunda bile üretimi mümkün kılan yeni bir teknolojinin formülasyonudur. Bir ülkede teknoloji geliştiğinde ülke büyümeye ve yatırım yapmaya başlar. Model aynı zamanda az gelişmiş ülkelerin hızla büyümesi için gelişmiş ülkelere benzer teknoloji ve tasarruf oranlarına sahip olmaları gerektiğini savunuyor. Grafts ve Toniolo (1996), bu teoremin büyüme oranları ile kişi başına gelir arasında ters bir ilişkiye işaret ettiğini belirtmiştir. Yani kişi başına düşen gelir arttığında büyüme hızı düşüyor. Sonuç olarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında gelir yakınsaması, yabancı ve yerli yatırımların ortaya çıkmasıyla ortaya çıkmaktadır (Obsfeld, 2008). Solow modeli, gelişmekte olan ülkelerde değil, gelişmiş ülkelerde başarıyla uygulanmıştır (Tawiri, 2010).

Dışsal büyüme teorisi yaklaşımı, uzun vadede ekonomik büyümenin teknolojik ilerleme gibi dışsal olarak tanımlanan değişkenlere bağlı olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, içsel büyüme modeli, uzun vadeli büyüme oranının beşeri sermaye bileşimi gibi bazı içsel değişkenlerden etkilenebileceğini savunmaktadır. Dışsal büyüme teorilerindeki kilit faktör, sabit durum dengesinde dışsal olarak tanımlanmış bir büyüme oranına yol açan sermaye getirilerinde bir düşüşün varlığıdır. Diğer bir deyişle, dışsal büyüme teorileri, kararlı durum dengesinde sadece etki düzeyi olduğunu, ancak uzun vadede büyüme etkilerinin ekonomik büyümeyi tetiklemediğini göstermektedir. Dışsal büyüme modelinin daha iyi olduğunu anlamak için, burada kararlı durum dengesinde sabit büyüme oranını açıklamak için Soya modelinin basit bir versiyonu gösterilmektedir. Dışsal modellerde, ekonomik davranışın uzun vadede bir etkisi vardır. Bununla birlikte, endojen modellerin aksine, istikrarlı durumda ekonomik büyüme seviyesinin büyümesi üzerinde herhangi bir etkisi olmamaktadır (Greenwood ve Jovanovic, 1990).

1.2.2. İçsel Büyüme Teorisi

Genel olarak, ekonomik büyüme kavramı üç faktöre atfedilir: emekte büyüme, sermayede büyüme ve teknolojik ilerlemede büyüme. Bu dışsal büyüme teorilerinin ışığında, uzun vadede ekonomik büyüme, dışsal teknolojik ilerleme gibi dışsal olarak önemli değişkenlere göre bir avantajdır. Bu nedenle, insan sermayesi, teknolojik faktörler, tasarruflar ve yatırım gibi bazı ekonomik davranışlar, istikrarlı durum büyüme oranlarını etkileyemezken, içsel büyüme teorisi, politikaların uzun vadeli sabit durum perspektifinde büyümesini etkileyebileceğini öne sürmektedir. Harrod-Domar teorisinin basit bir versiyonu, içsel büyüme teorilerinin genel özelliklerini açıklamak için burada tanıtılacaktır. Harrod - Domar modeli, sabit durumdaki büyüme oranının politika üzerinde bir etkisi olabileceğinden, tipik ve basit bir içsel büyüme modelini temsil eder (Gupta, 1996).

Harrod - Domar modelinde, bazı politikacılar ekonomik büyümede önemli bir rol oynarlarken, bu, klasik Solow modeli gibi dışsal büyüme modellerine şiddetle karşı çıkar. Uygulamada, ekonominin merkezi planlaması, 1980'lere kadar ve önceki Sovyetler Birliği'nde Hindistan ve Çin gibi Harrod-Domar tarzı modellerden derinden etkilenmiştir.

Yatırım ve tasarruf, bu modelde kullanılan en önemli faktörlerdir. Harrod (1939) ve Domar (1946), yüksek milli gelirin, toplam talebin desteklenmesine yol açan artan yatırımın sonucu olduğunu belirtmiştir. Dahası, üretkenlikteki artış, toplam arzın sonucudur. Milli gelirin geri dönüşü artarsa, üretkenliğe yapılan yatırım artar, bu da daha fazla yatırıma yol açar, bu da büyüme sürecinde sermaye birikimini, fonların yönünü etkiler, bu da yüksek bir marjinal tasarruf oranına ve ekonomik gelişmeye yol açar. Ayrıca Harrod-Domar, tasarruf oranını izleme ve büyümeyi desteklemek için yabancı sermayeyi çekme ihtiyacını analiz etmiştir (Liu, 2011). Öncelikle ekonomik büyüme oranını hesaplamak için matematiği uygulayıp, üç temel büyüme oranı belirlediler: önceki yılların büyümesi ve geri yüklenen sabit bir marjinal trendle gelecek yıl için garantili bir başarı sağlayan, güvenli büyüme oranlarına ek olarak verimlilik artış oranları, gerçek büyüme oranları ve çalışanların büyüme oranlarına eşdeğer doğal büyüme oranları (Thirlwall, 1999).

Harrod-Domar modeli, toplam üretim fonksiyonunun sabit teknolojik katsayılara sahip olduğunu varsaymaktadır:

$$Y = F(K; L) = \min \{AK, BL\}, \quad (2)$$

burada A ve B sabit katsayılarıdır. Bu teknolojiye göre, bir birim çıktı üretmek için $1/A$ birim sermaye veya $1/B$ birim emek gerektirir; girişlerden herhangi biri bu minimum gereksinimin altına düşerse, diğer girdiyi ikame ederek telafi etmenin bir yolu yoktur.

Sabit katsayılı bir teknoloji ile, sermaye arzının tarihsel olarak dış emek arzının (B/A) katından daha fazla veya daha az olmasına bağlı olarak, ekonomi ya fazla sermayeye ya da fazla emeğe sahip olacaktır. $AK < BL$ olduğu durumda; Harrod ve Domar'ın vurguladığı durum, sermaye için de sınırlayıcı bir faktördür. Firmalar $Y = AK$; miktarında üretim yapacak ve bunun için $(1/B) Y = (1/B) AK < L$ emek miktarını kullanacaktır.

Sermayenin büyüme oranı formülü aşağıdaki gibi olmaktadır:

$$g = \dot{K} / K = sA - \sigma \quad (3)$$

Çıktı, sermaye ile kesinlikle orantılı olduğundan, g aynı zamanda çıktının büyüme oranı olacaktır. Hemen ardından çıktı büyüme oranlarının tasarruf oranlarına göre arttığı görülüyor: Harrod-Domar modelindeki sorun, sanayi devriminden bu yana dünya ekonomisinde meydana gelen kişi başına çıktıdaki istikrarlı büyümeyi açıklayamamasıdır. Bunu görmek için v nüfus artış hızı olsun. O halde kişi başı üretimin büyüme hızı $g - v$ 'ye eşittir. Ancak bu pozitif bir değer ise, kişi başına sermaye büyüme oranı K/L 'dir; çünkü K değeri de g oranında artmaktadır. Sonunda, sermayenin artık üretim fonksiyonunun sınırlayıcı faktörü olmayacağı an gelecektir. Yani, emeğin sınırlayıcı faktör olduğu durumda, K/L eninde sonunda B/A sınırını aşacaktır. Bu andan itibaren, $Y = BL$; Y'nin L ile aynı oranda büyüyeceğini duruma gelecek; yani, kişi başına yıllık üretim büyümeyi durduracaktır (Levine, 2005).

Başka bir deyişle, dışsal büyüme teorileri, yalnızca iç çıktılar veya uzun vadeli sabit durum girdileri üzerinde etki düzeyleri olduğunu, ancak büyüme etkilerinin hiçbirinin olmadığını savunur; İçsel büyüme modeli, uzun vadede istikrarlı durumda hem büyüme etkileri hem de iç çıktılar üzerinde bir etki seviyesi olacağını söylüyor. Bu temel

farkın ana nedeni, sırasıyla iki modelde DRK'nin varlığı veya yokluğudur. DRK'de mevcudiyet, sermayedeki marjinal üretkenliğin, sermayenin artmasıyla daha fazla azalacağı anlamına gelmelidir; bununla birlikte, buradaki sermaye alanı genellikle, üretim makineleri gibi yalnızca fiziksel sermayeyi içerir. Sermaye hem fiziksel sermayeden hem de beşeri sermayeden oluşacaksa, sermayedeki marjinal üretkenlik, sermayedeki bir artıştan daha fazla artacaktır veya sabit kalacaktır. Uzun vadeli sürekli doygunlukta yükselen oranlar, içsel büyüme teorileri açısından politika üzerinde bir etkiye sahip olabilir. Pratik durumlarda, bu teorik modellerde ele alınacak temel faktörler koruma oranı ve öz sermaye çıktı oranıdır. Hükümet, içsel büyüme teorileri açısından koruma oranlarındaki artışta bazı değişiklikler yapabilir ve daha sonra uzun vadede istikrarlı durumdaki büyüme hızı bu ekonomik politikalardan etkilenebilir.

Dışsal ve içsel büyüme teorileri üzerine tartışmanın bu bölümü, teorik temellerden farklı yaklaşımların ekonomik kalkınmayı analiz etmek için farklı metodolojilere yol açacağını göstermektedir. Finans ile ekonomik kalkınma için bu tezdeki aşağıdaki modeller iki yaklaşımdan oluşacaktır: bir dış büyüme modeli ve bir içsel büyüme modeli (Morck ve Steiler, 2005: 1 – 46).

1.3. Büyüme ve Finans için Teorik Temeller

Finansal aracılık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin nedenselliğini tanıtmak, Goldsmith (1969), Shaw (1973) ve McKinnon (1973) gibi birçok bilim insanı tarafından uzun yıllar araştırılmıştır. Mali ve ekonomik kalkınma arasındaki ilişkiyi gösteren bazı kanıtlar halihazırda üretilmiş olsa da, çalışmaları özellikle vakıflar için daha az analitik görünmektedir. Geleneksel büyüme teorilerine göre, istikrarlı durumdaki ekonomik büyüme oranı, eğitim veya finansal faaliyet gibi herhangi bir ekonomik davranıştan etkilenebilir. Bununla birlikte, uygun seviyenin ekonomik davranış üzerinde bir etkisi olabilir. Bu nedenle, teorik büyüme modeli bir ekzojen büyüme modeli olarak görülmektedir. Ancak dışsal büyüme modeliyle ilgili bir ek nokta, geçiş aşamasında, büyüme oranı ekonomik davranıştan etkilenebilmesidir ve bu sadece geçiş aşaması içindir.

Ancak finansal-ekonomik bağlayıcıyla ilgili son literatür, en çok içsel büyüme modeli olarak anılacak olan diğer büyüme modellerinden gelen teknik fikirlerden gelmektedir (Arestis, 2001). İçsel Büyüme Modeli, durağan ekonomik büyümenin bir tür ekonomik davranıştan etkilenebileceğini, böylece büyüme oranının kendi başına pekiştirici olabileceğini zaten göstermiştir. Bu nedenle, finansal aracılık gibi ekonomik davranış, ekonomik büyümede yalnızca belirli bir etki düzeyine sahip olmakla kalmaz, aynı zamanda bu içsel büyüme modellerinde etkilerde bir artışa da sahipken, dışsal bir büyüme modeli, uzun vadeli bir istikrarlı durum perspektifi için etkide bir artıştan ziyade, yalnızca önemli bir etki düzeyi göstermektedir (Nolan ve Trew, 2007).

İçsel büyüme modeli, finansal sektör büyümesi ve ekonomik kalkınma arasındaki bu potansiyel ilişkileri yakalamak için daha iyi - bilgiye yönelik iç görüler sağlar. Kalkınma ekonomisi alanında, Harrod-Domar modeli, Solow ile artırılmış model (insan sermayeli) ve AK modeli gibi içsel büyüme modellerinden pek çok iyi örnek vardır ve bunların tümü uzun vadeli ekonomik büyümenin ekonomik davranış üzerindeki etkisi hakkında mükemmel açıklamalar sağlar. Bununla birlikte, en basit içsel büyüme modeli olan AK modelinin, finansal kalkınmanın ekonomik büyüme üzerindeki bazı etkilerini yakalamak için burada olduğu düşünülmektedir.

Finans ve ekonomik kalkınmanın kapsamlı incelemeleri AK modeline dayanmaktadır. AK modeli, toplam sermaye faktörü ile ekonomi çıktısı arasında doğrusal bir fonksiyon olduğunu ileri sürülmektedir. Romer (1989) ve Lucas (1988) tarafından ileri sürülen AK içsel büyüme modeli teorik olarak kullanılarak iki ana mekanizmanın bir kombinasyonu olarak görülebilir. Böylece, üretkenliğin toplam sermaye stoku K ile pozitif olarak ilişkili olacağını, modeldeki bireysel firmanın ise ölçeğe göre sabit getiri sağlayan teknoloji ile karşı karşıya olduğunu öne sürüyor. Bu durumda, B 'nin her firma için bir parametre olduğu varsayılır, ancak B gerçekte ortalama öz sermaye ile ilgilidir. Lucas'a (1988) dayanan başka bir çerçeve, K 'nin tek bir sermaye yerine iki tür sermayenin (beşeri sermaye ve fiziksel sermayenin) bir birleşimi olduğunu ve bunun nasıl olduğunu öngören AK çıkarım modelinde açıklamanın başka bir yolunu sağlamaktadır (Romer, 1990).

İçsel büyüme teorisinin ilk versiyonu, sermaye birikimi ve teknolojik ilerleme arasında açık bir ayrım yapmayan AK teorisi olmaktadır. AK modeli gerçekte, neoklasik teori ile birikimi incelenen fiziksel ve beşeri sermayeyi, yenilikler ortaya çıktığında biriken entelektüel sermaye ile bir araya getirdi. AK teorisinin erken bir versiyonu, toplam üretim fonksiyonunun sermayenin sabit veya hatta artan marjinal ürününü sergileyebileceğini iddia eden Frankel (1962) tarafından üretilmiştir. Bunun nedeni, firmalar daha fazla sermaye biriktirdiklerinde, bu artan sermayenin bir kısmının teknolojik ilerlemeyi yaratan entelektüel sermaye olacağı ve bu teknolojik ilerlemenin, sermayenin marjinal ürününün azalma eğilimini telafi edeceğidir. Sermayenin marjinal ürününün tam olarak sabit olduğu özel durumda, toplam Y çıktısı, toplam sermaye K stokuyla orantılıdır:

$$Y=AK \quad (4)$$

A'nın, teknoloji düzeyini yansıtan pozitif bir sabit olduğu ve burada "K", fiziksel ve beşeri sermayeyi içerdiği için daha geniş bir anlamda ele alınır. Bu model, sermayeye sabit marjinal ürünü ($MP_k = dY / dK = A$ olarak) göstererek uzun vadeli büyümenin mümkün olduğunu gösterir. Bu nedenle, AK modeli, endojen büyümeyi göstermenin basit bir yoludur. Kapalı bir ekonomi varsayıldığında, tasarruflar, tam istihdam koşullarında yatırıma eşit olmaktadır.

Bu modelleri uygulamada profösyeneller ve daha çok finansal araçlar kullanarak önemli işlevler yerine getirmektedir. Finansal aracılığın önemli işlevlerinden biri, sermayeden elde edilen marjinal ürünün nispeten daha yüksek olduğu yatırımlar için fon tahsisini arttırmaktır. Bu fonksiyon, daha yüksek bir endojen çerçeve ile A'nın değerinde bir artış olarak temsil edilebilir, bu nedenle, kararlı durum ekonomik büyüme oranı kolaylaştırılabilir; bu hizi genellikle iki yol izler: (a) daha riskli ancak daha verimli yatırımlarda kişiyi riskten pay almaya ikna etmek; (b) alternatif yatırım projelerini değerlendirmek için bilgilendirici bir rol oynar (Patrick, 1996).

Finansal araçlar, bazı yatırımlar için risk paylaşım rolü oynayabilir, bu da bireylerin yatırım tercihlerini ve tasarruf davranışlarını etkilemektedir. Aslında, bu rol sadece sigorta piyasalarında değil, aynı zamanda yatırımcıların gözlemlenemeyen likidite

şokları gibi sigortalanmamış şok riskini paylaşmalarına olanak tanıyan bankalar ve menkul kıymet piyasalarında da oynanmaktadır. Banka olmadığını varsayarsak, bireyler ancak hızlı bir şekilde tasfiye edilebilen üretken varlıklara yatırım yaparken bir tür likidite şokuna karşı olabilirler, bu nedenle genellikle daha üretken ama aynı zamanda daha akıcı yatırımları reddederler. Bankadaki önemli bir rol, bu verimsizlikleri azaltmaktır ve bankalar mevduat sahiplerinin likidite risklerini bir araya getirebilir ve fonlarının çoğunu daha likit olmayan ve daha verimli projelere yatırabilir. Ayrıca likit varlıkların miktarı, likidite şoklarından etkilenen hane halklarından beklenen çekimleri aşmamalıdır.

Finansal araçlar, büyüme performansı ile zaten ilişkili olan farklı bir bilgi rolüne sahiptir. Sermaye, daha az riskli ve düşük getirili bir projeye veya riskli, yüksek getirili bir projeye yatırılabilir. Riskli yatırımların getirilerinde iki rastgele koşul vardır: birim ve projede belirli bir şok. Finansal araçlar, geniş portföyleri nedeniyle şokun kümülatif performansını tam olarak deşifre edebilir ve böylece şoktaki mevcut uygulamalara en uygun projeleri seçebilirler. Böylece, finansal araçlardan kaynaklanan tasarruflar daha verimli bir şekilde tahsis edilirken, sermayeden elde edilen yüksek verimlilik, daha yüksek ekonomik büyümeye yol açacaktır. Artmış tasarruf oranı (özel hız tasarruflarında daha yüksek bir seviyeden etkilenir) finansal sektörlerin büyümesinde, AC fonksiyonundaki parametrelerin korunması yoluyla ekonomik büyüme oranını etkileyebilir, ancak sonuç belirsizdir. Finansal aracılık alanındaki gelişmeler, hanehalklarından alınan faiz oranları ile firmalar tarafından ödenen faiz oranları arasındaki farkı da daraltmaktadır. Sermaye piyasaları geliştikçe, bireyler başlı şoklarına karşı daha iyi sigorta ve risklerden daha iyi çeşitlilik elde edebilir ve tüketici kredisi daha uygun hale gelir. Bu ekonomik davranışların herhangi birinde parametrelerin korunmasını etkileyebilir, ancak her durumda etkinin belirsiz olduğu fark edilmektedir. Finansal piyasalar, hane halkları arasında fon aktarabilir, tasarruf etmeyi tercih eden hanelerden tasarruf etmeyen hanelere yönlendirme yapabilir ve tipik olarak bu süreç tüketici ipotekleri ve kredileri şeklinde olacaktır. Krediden sağlanan arz talepten düşükse, bazı haneler likidite kısıtlı hale gelir: tüketimleri sabit bir gelirden ziyade mevcut kaynaklara dayanır. Aşırı üretim modeliyle (üç dönemli hane halkı vadesi), genellikle gençlerin istedikleri kadar tasarruf edemeyecekleri

düşünüldüğünden, likidite kısıtlamalarında bürünerek tasarruf oranı artırılabilir. Bu, c parametresini koruyarak genel hız tasarrufunda bir artışa yol açacak ve bu da hızda daha yüksek bir artışa neden olacaktır. Belirsiz etkileri anlamak için daha önemli bir belirleyiciyi dikkate almak gerekir. Hanehalkları sadece mevcut tüketimi finanse etmek için değil, aynı zamanda insan sermayesinden birikimi finanse etmek için de borçlanıyor. Likidite etkilerinde, yatırımlardan elde edilen verimlilik azalacağından, tasarruflarda hız artacağından kısıtlar belirsizleşir. Aslında bu sınıflandırıcı, beşeri sermayenin hane halkı tarafından kendi kendini finanse etme derecesine dayanır. Bazı ülkeler bu sınıflandırıcıyı, genel tiyatro gösterileri kadar önemli olduğu kabul edilen öğrenci hibeleri, ücretsiz faizsiz krediler ve halk eğitimi gibi hükümet faaliyetleri yoluyla sübvansede etmektedir (Odedokun, 2018: 119 – 146).

Yukarıdaki bireylerden borçlanmanın bu yönlerini ele aldıktan sonra, bir sonraki aşamada başka bir riski - finansal piyasaların değişim rolünü açıklamaya çalışılacaktır. Finansal piyasalardaki bu risk değişim rolü ile hanehalkları, bağış risklerini veya piyasa getirisi risklerini paylaşma fırsatına sahiptir. Ekonomide piyasaların bu basit versiyonunun olduğunu ve fayda işlevi bir türev içerdiğinde tüketicilerden elde edilen tasarrufların daha az olacağını varsayalım, bu aslında sürekli bir reddedilme riski olan tatmin edici bir durumda: sırayla bir miktar tasarruf ihtiyacı hakkında bir sigorta piyasası getirilerek azaltılabilir. Dolayısıyla, ekonomik büyüme hızında düşüşe neden olan bir ekonomideki düşüştür, bu da finansal kuruluşlardaki gelişmelerin ekonomik büyüme üzerinde farklı etkileri olabileceğini göstermektedir. Öte yandan, tekrarlayan tasarruf risklerinin sonuçları hala belirsizdir. Bu olumlu sonuçlar, tüketicilerin yararlı işlevi için olumlu bir reddedilme riskinin gerekli bir şartına dayanacaktır; aksi takdirde, oranı sürdürmede olumsuz bir etki olabilmektedir (Warman ve Thirlwall, 1996: 629 – 647).

1.4. Finansal Büyümeyle ilgili Bazı Ampirik Kanıtlar ve Sorunlar

Finansal büyümeyle değerlendirmenin ampirik sonuçları her zaman belirsizdir, ancak son on yıllardaki literatürün çoğu, özellikle gelişmekte olan ülkelerle yapılan çalışmalar için, ekonomik büyüme ile finansal büyümedeki bazı göstergeler arasında daha

pozitif bir ilişki vardır. sektör gelişimi. Bu pozitif korelasyonu gösteren ilk literatür Goldsmith (1969) ve McKinnon ve Shaw (1973) idi.

Bu erken çalışmalar arasında, onlar için nedensel ilişkiler, yatırım rolü vb. gibi problemin bazı ampirik değerlendirmeleri hala vardır. Bu en önemli karmaşık katkılar arasında King ve Levin (1993a) ve Renelt ve Levin (1991) tarafından yapılan bu çalışmalar bulunmaktadır. Daha kesitsel bir değerlendirme yöntemi ile finans sektörlerindeki çeşitli göstergelerle oldukça büyüyen bir korelasyon olduğunu teyit ediyorlar. Sonuçları genellikle güvenilir kabul edilecektir. Bununla birlikte, özellikle yatırım ve verimliliğin önemi konusunda, deneysel değerlendirmeye ilgili bazı problemler hala mevcuttur (Pagano, 1993). Çoğu literatürde, stoktaki para veya yerel banka kredileri gibi finansal gelişmeyi temsil etmek için yalnızca finans sektöründeki toplamlar kullanılır. Ancak bu göstergeler daha tek taraflı bir tutum olduğunu iddia edecek. Levine (1993), toplam kredilerde özel krediler veya toplam alacaklar içinde özel bankacılık alacakları gibi finansal sistemler için daha karmaşık ölçümler kullanmaya çalışmaktadır. Jovanovitch (1992), ticaret hacmine daha fazla önem verilerek ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi araştırdı. Jappelli (1992), tüketici kredisinden GSYİH'ye gösterge ile ekonomik büyüme ve hanehalkı kredileri arasında önemli bir korelasyona tabidir.

Deneysel çalışmalarda daha karmaşık değişkenler kullanılacak olsa da, gelişmekte olan ülkeler için bu kısıtlamalar, etkili tahminler için hala kritik bir engeldir (Levine 2000). Gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemleri üzerine yapılan son araştırmaların çoğu, en önemli noktaları yakalamak için hala bazı ortak göstergeler kullanıyor. Çoğu gelişmekte olan ülke gibi, finansal sistemler, Avrupa ülkelerindeki daha olgun sistemlere kıyasla, daha karmaşıktan değerlendirildiğinde hala az gelişmiş bir aşamadır. değişkenler etkin bir değerlendirme metodolojisi ve yeterli verilerle gerçekleştirilemez. Bu nedenle, gelişmekte olan dünyada finansal ara bağlantıdaki büyüme üzerine yapılan araştırmaların çoğu, hala gelişmiş ülkelerle bazı başarı öykülerini takip etmekte ve aynı zamanda, keşfedilen oran, gelişmekte olan ülkelerdeki durumlarda asla durmamaktadır (Ram, 1999: 167 – 174).

1.4.1. Finansal Faktörlü İçsel Büyüme Modelleri

Finans ve ekonomik kalkınma ile ilgili akademik literatür, birinci nesilden ikinci nesile kadar çoktan geliştirilmiştir. Financial Nexus'un yükselişi hakkındaki ikinci nesil literatür, temelde hem içsel finans kurumlarından hem de finansal büyümeden gelen kavramları birleştirdikleri için daha derinlemesine tartışmalar göstermektedir. Teorik temeller sağlayan önceki literatürler arasında, dikkate alınması gereken temsili katkılar Philip ve Diamond (1983), Douglas (1984), John ve Edward (1986), Lucas (1988) ve Romer (1986, 1990) 'dır. Bu ilk nesil literatürde, onlara basit deterministik koşullarda davranmaktan ziyade, açıkça değerlendirilme eğiliminde olan finansal kurumlardır. Kalite merdivenleri ve dış faktörler kavramı, bir modelin içsel büyümesini açıklamak için yaygın olarak kullanılır. Ancak bu önceki literatüre göre, alternatif finansal modellerle endojen olmayan büyüme modellerini kullanmak mümkündür, çünkü bu literatür, içsel modellerin kesin nedeninin finansdaki işlevi etkilediğine hiç inanmamaktadır.

Son yıllardaki finansal büyüme modelleri arasında, bazıları burada dikkate alınmaya değer: Bencivenga ve Smith (1992, 1993), King ve Levin (1993a 1993b), Greenwood ve Smith (1993) ve Pagano (1993). Bu ikinci nesil finansal büyüme modeli, birinci nesil modellerden kritik eksiklikleri düzeltti ve bu modeller, içsel büyüme modelleriyle finansal ilişkinin büyümesi nedeniyle etkileşimin analizi ile başlar, ancak ikinci nesil literatürün çoğu finansal istikrardaki dinamik süreçlerin analizini göz ardı eder. Başka bir deyişle, bu modellerin neredeyse hiçbiri kısa vadeli istikrarla uzun vadeli büyümeyi birleştirmeye çalışmıyor. Bu bölüm, finansal etkileri büyüme modeli içinde bir tür önemli içsel faktör olarak gören içsel büyüme teorileri hakkındaki görüşlerde ekonomik büyümenin bir tartışmasını içermektedir (King ve Levin, 1993).

1.5. Finansal Piyasalardaki Bilgi Belirsizlikleri

Finansal büyüme modelini anlamaya başlamak için, finansal piyasaların elma, araba ve motorlar gibi geleneksel ticari piyasalardan neden farklı olduğunu açıklamak gerekir. Genel cevabın, finansal piyasaların olağandışı doğasından dikkate alınması

gerekiyor: Gelecekte özel teslimat içeriyorlar ve gelecek, cari dönemde herkes için belirsizliktir. Temel olarak, finansal piyasalarda sigorta poliçeleri hakkında çok şey vardır ve buna göre, finansal piyasalarda, özellikle dünyanın gelecekteki durumu için, her türlü olası belirsizliği kapsayacak bir dizi sigorta fiyatı olmalıdır. Yeterli sigorta poliçeleri ile, herkes bu finansal piyasalardan piyasa faiz oranının belirli bir seviyesinde sonsuz miktarda para ödünç alabilir ve piyasa oranı, yatırım, tasarruf ve tüketim arasında verimli bir gelir dağılımı ile sonuçlanabilir (Luintel ve Khan, 1999: 381 – 405).

Bu nedenle, yukarıdaki açıklamayı örneğin geleneksel ticari piyasadan anlamaya başlamak en iyisidir. Bir çiftçinin tohum satın almak için borç almak istediğini varsayalım, eğer gelecekteki tüm hava koşulları hakkında acısız bilgi edinebilirse, çiftçi ve borç veren, gelecekteki tüm olası koşullarla bir karı belirtmek için bir sözleşme üzerinde anlaşabilir. Bu çiftçi için rekabetçi piyasalardaki bu genel koşullarla, ek yatırımdan beklenen marjinal getiri, marjinal borçlanma maliyetine eşdeğer olabilir; aynı zamanda, borç veren, serbest piyasa faiz oranının risk değerlendirmesine eşit kazanç elde edebilir. Sonuç olarak, çiftçi için ilk yatırımdan beklenen marjinal getiri, tahmini risksiz piyasa faiz oranına eşit olmalıdır. Bu nedenle, tüm potansiyel yatırımcılar için, tüm yatırımlar aynı oranda marjinal beklenen getiriler sağlamalıdır. Ardından, bu koşul altında daha yüksek bir yatırım getirisi kullanılacaktır. Görünmez paranın potansiyel yatırım projeleri arasında yeniden tahsisi yatırımcı üzerindeki toplam kârı artıramazken, etkin bir dağıtım Paret olarak adlandırılan mevcut paranın etkin bir şekilde dağıtılması veya optimum dağılımı sağlanacaktır. Buradaki bir diğer önemli özellik, finansal piyasalardaki bu tür sözleşmelerin veya anlaşmaların ve yatırım için mevcut fon kaynaklarının önemli olmamasıdır, tıpkı işlem prosedürlerinin finansal piyasalarda zahmetsiz olacağı gibi (Romer, 2010: 71 – 102).

Yukarıdaki nedenlerin tümü için, gelecekteki devletler için bilgilerin ücretsiz ve dünyanın herhangi bir durumunda mevcut olduğu ve izlemenin ücretsiz olması gerektiği varsayılmaktadır. Ancak, bu dünyada asla gerçekleşmediği için, finans piyasaları dünyadaki olası her serveti karşılamaya yetecek kadar sigorta sağlayamaz. Risklerin çoğu

her zaman garanti edilemediğinden, herkesin beklenen borç alınan fonlardan sonsuz miktarda borçlanması imkansızdır.

Bu nedenle, bilgi yatırımcılar için çok maliyetli olduğundan bazı yüksek getirili yatırım projeleri kullanılamayabilir. Bilgi edinme maliyetiyle ilgili en önemli sorunlardan biri maliyet izlemidir. Borç veren, mali sözleşmelerin tüm hüküm ve koşullarına uyulmasını sağlamak için borçlu üzerindeki fiili ve potansiyel faaliyetler açısından herkesi izlemelidir. Bir önceki çiftçiden, mahsulün geri dönüş oranı düştüğünde, çiftçi her zaman en kötü durumu kötü hava koşullarından sorumlu tutar, çünkü çiftçi beklenenden daha az kaynak kullanır ve borç verenle anlaşır. Sonuç olarak, borç veren, sözleşmelerle ilgili tüm koşulların her zaman izlenmesini sağlamak için borçluyu izlemelidir. Bu kontrol maliyetleri hem çiftçi hem de borç veren için çok yüksek olduğunda, genellikle daha iyi bir anlaşma yapamazlar. Bu nedenle, ilk yatırım ödemelerinin beklenen getirisinin marjinal oranı, dünyadaki fiili durumla eşdeğer olmamalıdır. Aslında, bu finansal kurumlar, finansal piyasalardaki önceki varsayımlarımızdan ziyade işlem maliyetleri, olumlu bilgiler ve maliyet izleme gibi bazı gerçek yaşam koşullarında daha fazla dikkate alınarak finansal piyasalarla ilgili hale geldi. Borç veren, borçlunun potansiyel bilançosu pahasına riski azaltacak ve teminatta kullanacak veya rehin alacaktır, borçludan beklenenden daha az kullanılabilir fon sağlayacak, hatta kredinin geri ödeme süresini sınırlayacaktır (Trew, 2007).

1.6. İçsel Modellerde Finansal Büyüme

İçsel büyüme modelini açıklayan Ross Levine'e (1993a, 1993b) göre, iki dönemlik bir üretim sırasında işletmelerde daha fazla kaynak depolanabileceği için, her işçinin insan sermayesi "o kişinin kaynaklara yaptığı yatırımdan bağımsız olarak" artacaktır.

Esasen, bir kuruluştaki her bir kişinin beşeri sermayesinin biriktirme süreci iki önemli noktaya dayanmaktadır: (i) o kişiye yatırılan fon miktarı; (ii) işletmedeki diğer kişilerle etkileşim. Dışsallıklar, yatırım projesinin bir kısmının üye tarafından ilk dönemden sonra bir işletme olarak kaldırılmasıyla beşeri sermaye oranındaki birikimin azalacağını ve daha sonra teknolojik ilerleme hızındaki büyümenin, ekonomik büyümenin

yanı sıra kademeli olarak düşebileceğini göstermektedir. Tam rekabetçi bir pazar olması koşuluyla, yatırılan kaynaklar her zaman beklenen miktardan daha azdır. Bencivenga ve Smith (1991) 'in araştırması açısından, işletmeler genellikle dış faktörleri tanımayı ve yatırım kaynaklarını seferber etmeyi pahalı bulmaktadır, ancak bu faaliyetler, yatırım bankaları gibi finansal kurumlar için hala faydalıdır. Bu kurumlar, işletmeleri daha fazla yatırım yapmaya teşvik ederek ekonomik büyümeyi desteklemeye hâlâ yardımcı oluyor. Diamond - Dybvig'den araştırma açısından, iki aşamalı bir üretim sürecini içeren basit bir çerçeve geliştirilmiştir. Böylece, yatırımcılar devam eden projeler hakkında teknik bilgilere ücretsiz erişebilir ve böylece ilk aşamada yeni bir teknoloji veya buluş kullanılabilir hale gelmiştir. Bu süreç, dış faktörler veya dışsallıklar olarak etiketlenir. Yasal patentlerle tasarımcılar, yeni yöntemleri için dünyadaki herhangi birine özel haklar satmakta özgürdür. Makineler gibi mühendislik araçları ve nesneleri, yeni teknikler satın alan yeni üreticilerden kiralanmalı veya satın alınmalıdır. Mühendislik araç ve yapılarının artan kullanımı nedeniyle ekonomik büyüme gerçekleşecektir (Benhabib ve Spiegel, 2000: 763 – 781).

1.6.1. Büyümenin Temel Fikirleri - Finans Modelleri

Finansal ve ekonomik kalkınmanın dinamik yapısı en iyi, hem dışsal hem de içsel büyüme modeli kullanılarak analiz edilir. Bununla birlikte, finansal sektöre çok yönlü katkılarda bulunduğu için modellemenin karmaşıklığını tek bir büyük ve karmaşık, kapsayıcı modele dahil etmek zor görünmektedir. Bu nedenle, finans ve kalkınmanın etkisinin ilişkisine ve etkisine bakmak için orijinal bir katkı olarak üç ayrı büyüme modeli inşa edilecek, her model bu ilişkilerdeki belirli bir yönü vurgulayacaktır.

Sırayla bu iki kavramsal problemin birbiriyle nasıl ilişkili olduğunu gösteren üç model aşağıda açıklanmıştır. İlki, işgücü verimliliğinden gelen büyüme oranındaki belirli bir dışsal yoldaki büyüme oranının (işgücü artışının toplamını ve teknolojik ilerlemedeki işgücündeki değişim oranının artışını içerir) ve geniş bir teknolojik süreci (TP) içeren bir dış büyüme modeline dayanmaktadır. Bu model, büyümenin teknolojik ilerleme tarafından yönlendirileceği yeni sanayileşmiş ülkeler de dahil olmak üzere erken

geliştiriciler için uygundur. Bu ülkelerden, özellikle Doğu Asya'daki özel bir işlev, teknolojik ilerlemenin ticaret yoluyla gerçekleşmesidir (ithalat yeni dünya teknolojisini içerir ve ihracat, çalışma verimliliği ile sağlanır), böylece açıklık, köprü kurmada önemli bir belirleyici faktördür. Modelin önemli bir çekirdeği olarak, AK modelleri hakkında bazı genel fikirleri dikkate almakta fayda vardır. AK içsel büyüme modeli, üretkenliğin pozitif olarak toplam sermaye stoku K ile ilişkili olduğu varsayılarak iki temel yapı ile birleşmiş olarak görülebilirken, modeldeki bireysel firma ölçeğe göre sabit getiri sağlayan teknoloji ile karşı karşıyadır (De Melo ve Tybout, 1986: 561 – 587).

1.6.1.1. Teorik Model I: Dışsal Büyüme Modeli - Finansman

Başlangıçta, standart neoklasik fonksiyon üretim yaklaşımı kullanılmakta, ancak finans sektörü (F) ile ekonominin geri kalanı (Y) arasındaki fark bazen "gerçek" ekonomi olarak adlandırılmaktadır. Finans basında egzotik bir dilde, F ve Y'yi Wall Street ve Main Street olarak düşünebiliriz. Y'den gelen ölçümümüzün, GSYİH tarafından belirlenen F alanının değerinde bir eksi olduğuna dikkat etmek gerekmektedir. Üretim fonksiyonunda sermaye (K) ve emek (L) olarak yalnızca iki temel girdi olmasına rağmen, ek faktör P ek olarak açıklanabilir. Üretimde yer alan önemli kaynaklar finansal hizmetler tarafından temsil edilmektedir. Bu finansal hizmetler, sermaye (K) ve emeğin (L) iki temel faktörü ile yakından ilgili olacaktır. Finansal hizmetler sektörü, önümüzdeki dönemlerde ekonomik büyümeyi hızlandırmak, özellikle sürüşmeleri azaltmak, işlem maliyetlerini düşürmek ve kaynakları yeniden tahsis etmek için sermaye birikimi ve tasarrufu için daha verimli yollar oluşturabilir. Bu arada, finansal hizmetler işgücü faktörlerini etkileyebildiğinden, önemli işgücü faktörleri olarak vasıflı işçilerin sayısı, bu finansal hizmetlerde çalışan olan sektörlerde yer alabilir. Genel olarak, bu finansal hizmetler Cobb-Douglas işlevindeki iki önemli temel faktörü önemli ölçüde etkileyebilir ve daha sonra finansal hizmetler, dış faktörler olarak bu modele geçebilir. Üretkenliği, Solow büyüme çerçevesindeki sermaye stokuyla aynı neoklasik özelliklere sahiptir. Ortalama bir ürün ve üretkenliğini, verimliliğini ve reel ekonomiye katkısını ifade eden F'den marjinal bir ürün olarak daha fazla ise, bir kısmı üretim sürecine katkı olarak kullanılır (Aghion ve Mayer-Foulkes, 2015: 173 – 222).

1.6.1.2. Teorik Model II: İki Sektörlü İçsel Modeller

Şimdi değerlendirilecek ikinci tip model için, bu sefer büyüme oranını içsel büyüme modelinin kalitesi üzerinden açıkça analiz edilmiştir. Bu içsel büyüme modelinde, beşeri sermaye oluşumu gibi ekonomik davranış, tüm değişkenler aynı oranda büyüdüğünde, sabit bir denge durumunda büyüme oranını gerçekten etkileyebilir. Analiz finansal sermaye oluşumu, ne olduğu, finans sektöründeki büyüme üzerine yoğunlaşmaktadır. İki sektörlü bir ekonomi modeli tanıtılmaktadır. Bu modelde, birinci sektör yukarıda tanımlandığı gibi Y çıktısını üretir; ikinci sektör, mali sektörde büyüklük ile temsil edilen veya mali gelişmede bir endeks olarak ölçülen F mallarının mali sermayesini üretir. F sektörünün de bir üretim işlevi vardır, ancak, hiçbir şekilde fiziksel sermaye veya emeği girdi olarak kullanmaz ve yeni finansal sermaye elde etmek için yalnızca girdi gereklidir, mevcut F'den bir miktar stok vardır. Yeni malların mali sermayesindeki veya yatırımların mali sermayesindeki akışlardan çıkmak için girdileri birbirine bağlayan üretim ölçeğine sürekli bir geri dönüş olmaktadır (Beck vd., 1999).

1.6.1.3. Teorik Model III: Bankalarla İçsel Modeller

Şimdi, finans sektörünün doğrudan üretim fonksiyonuna girmediğini ve sermaye oluşumundan bağımsız olarak doğrudan bir verimlilik etkisinin olmadığını varsayan üçüncü bir modele geçiyoruz. Ancak, aracılık maliyetini düşürerek, sermaye oluşumuyla ilişkili riskleri düşürerek, sermaye fiyatının en üretken işletmeler için sermaye rasyonunda bir sinyal aracı olmasına veya sermaye kayıplarının azaltılmasına olanak tanıyarak, hanehalklarının tasarruf etme arzusu olduğunu ve sonra en saf tasarruflardan üretken sermayeye daha çok dönüştüğünü göstermektedir. Bu yine, büyüme oranlarının değişebildiği, ancak finans sektörünün etkili aracılık yoluyla büyüme oranlarını etkilediği içsel bir büyüme modelidir. Bu modelde, finansal gelişme büyümeyi olumlu bir şekilde etkiler, böylece finanstan büyümeye nedensel geçişler (Schumpeter'in tahmin edeceği gibi), nüfusun sabit olması için hanelerin sabit bir işgücü stoku ile tedarik edildiği makroekonomiyi düşünmekte fayda vardır. Burada haneler örneğin bir finansal varlık talep ediyor. Çıktıları (getiri) gerçek değişkenler olan tahviller B, yani finansal varlık

zerindeki reel faiz oranı d'dir. Mevcut fayda, standart izoelastik fayda fonksiyonudur (Saint-Paul, 2012).



İKİNCİ BÖLÜM

AZERBAYCAN'DA FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEYİŞİ

2.1. Azerbaycan Para Politikası

Merkez Bankası, dinamik ekonomik büyüme bağlamında, döviz kurunda istikrarın sağlanması, enflasyonun düşürülmesi ve finansal istikrarın yetkinliği dahilinde sürdürülmesi, dünya ekonomisine entegrasyonun derinleştirilmesi ve küresel süreçlerin ülke ekonomisi üzerindeki etkisinin artırılmasına yönelik para politikasının yürütüldüğü yerdir.

Petrol dışı sektörün, önceki yıllarda gözlenen istikrarlı bir hızla büyümesi beklenmektedir. Makroekonomik süreçlerdeki önceki yıla göre keskin farklılığın, diğer bir deyişle para talebinin genişlemesinin, artan sermaye akışlarının ve toplam talebin hızlı büyümesinin aksine, para politikasının hedefleri kalıtsaldır. Bu politikanın ana bileşenleri enflasyonun düşürülmesi, manatın keskin bir şekilde güçlenmesinin önlenmesi, petrol dışı sektörün rekabet gücünün korunması ve finansal sistemin istikrarının sağlanmasıdır (Gulmaliyeva ve Askerov, 2018).

Merkez Bankası, para arzındaki büyümeyi optimum seviyede tutmak için, önceki yıllarda olduğu gibi önümüzdeki yıl da kısa vadeli notlarını kullanarak aktif yeniden sterilizasyon işlemleri gerçekleştirmeyi düşünmektedir. Hazine bonolarının hacmindeki artışın da sterilizasyon işlemlerinin etkinliği üzerinde olumlu bir etkisi olması bekleniyor. İskonto oranı dahil faiz koridorunun parametreleri, ülkedeki duruma ve finansal piyasalara bağlı olarak esnek bir şekilde ayarlanmalıdır. Aynı zamanda sermaye çıkış rejimini liberalleştirecek önlemler alınacak. Bu önlemler çekirdek enflasyonu tek haneli tutmaya yönelik olacak.

Kabul edilen makroekonomik çerçeve ve ülkenin yabancı yatırım için artan çekiciliği, manatın güçlendirilmesi üzerindeki baskının devam edeceği beklentisine zemin hazırlamaktadır. Bu gibi durumlarda Merkez Bankası, manatın döviz kurundaki keskin dalgalanmaları önlemek için dalgalı bir kur rejimini korurken aktif sterilizasyon işlemleri

yürütmelidir. Döviz kuru politikasının uygulanmasına yönelik mekanizmanın iyileştirilmesi kapsamında, manatın döviz kurundan ABD dolarına hedeflenerek bir sepet para biriminin maliyetini hedeflemeye geçilmesi planlanmaktadır. Döviz kuru politikasında böyle bir değişiklik, Merkez Bankası'nın, ticaret ortaklarının para birimleri karşısında manatın ortalama döviz kurunu karakterize eden nominal efektif döviz kurunu etkileme kabiliyetini artıracaktır. Merkez Bankası, nominal efektif döviz kurunu etkileyerek petrol dışı sektörün rekabet gücünün korunmasına destek olacaktır (İsazade, 2019).

2.2. Azerbaycan Para Sistemi

Merkez Bankası, para dolaşımının düzenlenmesi, ulusal paranın güçlendirilmesi, bankacılık sisteminin geliştirilmesi ve finansal piyasaların oluşturulması alanlarında bir dizi tedbir uygulayarak, tüm ekonomik birimlerin mevduat oluşturmaları ve daha sonra üretken yatırımlara dönüşmesi için objektif garantiler oluşturur. Para politikası, yabancı ve yerel para birimindeki varlıkların gerilimini dengelemeyi amaçlayan politikanın ayrılmaz bir parçasıdır. Bu politika, öncelikle bir ülke için optimal enflasyon oranını belirlemek için döviz kurunun kullanılmasını amaçlamaktadır. Mevcut para politikası, döviz piyasalarında ve ticarete döviz risklerini düzenlemeye de yardımcı olmalıdır. Bunun ayrılmaz parçası olan bu amaçla izlenen para politikası neticesinde, ülkedeki enflasyon oranı düşük seviyede tutulmuş, manatın döviz kuru stabilize edilmiş, döviz piyasasının tüm segmentleri gelişmiş ve tüm yabancı para birimlerine göre iç konvertibilitesi sağlanmıştır.

Para politikası, Merkez Bankası'nın temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamak için alınan bir tedbir sistemidir. Merkez Bankası, para politikası hedefine ulaşmak için para politikası araçlarını kullanmaktadır. Merkez Bankası, elindeki para politikası araçlarıyla para arzını, kur ve faiz oranlarını etkileyerek nihai hedefine ulaşmaya çalışmaktadır. Merkez Bankası, yeterli para politikası kararları alabilmek için ülkedeki makroekonomik durumu sürekli analiz etmekte ve tahmin etmektedir. Makroekonomik durum, Merkez Bankası'nın emsal yönetim organları olan Para Politikası Kurulu ve Yönetim Kurulu'nda

düzenli olarak tartışılmakta ve bu tartışmalar temelinde para politikası kararları alınmaktadır.

Merkez Bankası, önümüzdeki yıl (ve aynı zamanda orta vadede) para politikasının ana yönlerine ilişkin bir bildiri hazırlar ve yayınlar. Belge, cari yıl için makroekonomik politikanın çerçevesini, para politikasının sonuçlarını, gelecek yıl için para politikasının amaç ve hedeflerini, bunları uygulama yollarını ve orta vadeli politika talimatlarını ana hatlarıyla açıklıyor.

Merkez Bankası'nın kur istikrarını sağlamaya yönelik aktif müdahalesi döviz rezervlerinde hızlı bir artışa neden olacaktır. Bu akılda tutularak, döviz rezerv yönetiminin etkinliğinin artırılmasına özel önem verilecektir. Yeni yatırım politikasına göre rezerv koruma hedeflerine uygun bir yönetim stratejisi seçilmesi planlanmaktadır. Bu yönetim stratejisinin önemli bir bileşeni olarak uygulanan döviz çeşitlendirmesi, rezervlerin bir para birimine bağımlılığını azaltarak ve böylelikle rezervlerin mutlak değerini koruyarak ülkenin ekonomik güvenliğini daha da artıracaktır.

Son yıllardaki deneyimler, geçiş döneminde büyük ölçekli döviz düzenlemesinin olumlu olduğunu ve genel olarak makroekonomik dengenin sağlanması açısından istisnai bir öneme sahip olduğunu göstermektedir. Döviz düzenlemesinin temel aracı olan Merkez Bankası'nın döviz müdahaleleri, hem manatın ABD doları karşısındaki döviz kurunun istikrarını sağlamasına hem de para arzının hacmini kontrol etmesine olanak sağlamıştır. Yakın gelecekte, büyük miktarda petrodolar girişi göz önüne alındığında, döviz müdahalelerinin önemi artacaktır. Çünkü Azerbaycan'ın para sektöründeki bu büyüklükteki finansal akımlar bağlamında, Merkez Bankası'nın aktif para müdahalesi manatın hızlı bir şekilde yeniden değerlendirilmesini önlemede belirleyici bir faktör olacaktır (Sadigov, 2017).

Bugün Azerbaycan Cumhuriyeti döviz piyasasında istikrarı sağlamak için döviz arz ve talebi arasındaki farkı en aza indirmek çok önemlidir. Merkez Bankası'nın düzenlediği döviz ihalelerinde dolar talebi, bankaların döviz talebindeki artışa bağlı olarak 10-12 kat artmıştır. Döviz piyasasındaki mevcut gerginliği azaltmak için, arzı önemli

ölçüde artırmak veya talebi önemli ölçüde azaltmak gerekir. Bu adımların her ikisi de kısa vadede kampanyayı kısaltabilirken, sorunu çözmek için yeterli değildir. Merkez Bankası ve Petrol Fonu pahasına dolar arzının geri ödenmesi, bu para birimine olan talebi ancak kısa vadede azaltabilir. Bunun nedeni, ekonominin dolarizasyonunun, dış borçların kademeli olarak artmasının ve resmi ve gayriresmi sermaye girişinin dolar talebini her zaman yüksek tutacak olmasıdır. Ulusal paranın ağırlığının sınırlandırılması - manat, ithalatı en aza indirmek, resmi sermayenin çıkışını yasaklayarak talebi azaltmak - bir çıkış yolu olarak görülüyor. Bu tür adımlar bir ekonomik krize yol açabileceğinden, bu işlem mümkün olan en yüksek ekonomik araçlar kullanılarak yapılmalıdır.

Merkez Bankası'nın sterilizasyon araçlarının karlılığı, diğer finansal araçlar üzerindeki faiz oranlarını etkilemekte ve para piyasasının önemli bir temsili göstergesi haline gelmektedir. Aynı zamanda Merkez Bankası tarafından ihraç edilen senetler, REPO piyasasında teminat olarak kullanılmak suretiyle bankalararası piyasanın hareketlenmesinde olumlu etkiye sahiptir. Ocak-Eylül 2020'de rezerv gereksinimleri değişmeden kaldı (Merkez Bankası, 2020). Ortalama mekanizma bazında zorunlu karşılık oranları uygulamasına devam edilmesi, bankaların esnek likidite yönetimini olumlu etkileyen faktörlerden biri olmuştur. İzleme sonuçlarına göre, raporlama döneminin tüm aylarında bankaların Merkez Bankası nezdindeki muhabir hesaplarının toplam bakiyeleri, dönem için rezerv olarak tutulacak toplam fon miktarını önemli ölçüde aşmıştır (İsmayılova, 2015).

2.3. Finansal Piyasaların İşleyişi

Azerbaycan Cumhuriyetinde gerçekleştirilen ekonomik reformlar ve onun dünya ekonomik sistemine entegrasyonunun derinleşmesi, ekonominin dinamik gelişimi için koşullar yaratmıştır. Azerbaycan'da finansal piyasanın oluşturulması, iç ve dış kaynakların ekonomik kalkınmaya katılımını sağlamak için bir zorunluluk haline gelmiştir.

Cumhuriyetdeki finans piyasasının ilk olarak tamamen kurulması 1995 yılına denk geliyor. 1998 yılında ülkede 4 borsa faaliyet göstermiştir. Borsalardaki her türlü kıymetli varlığın cirosu 1.767,7 mlrd manat olmuştur. 1998 yılında, çeşitli sektör ve bölgelere

sermaye girişi sağlayan 547 anonim şirket, 79 ticari banka, çok sayıda sigorta şirketi, kredi birliği ve yatırım fonu vardı. Ülkede, geçtiğimiz 20 yıl içinde finans piyasası ve bileşenleri için düzenleyici bir ereve oluşturulmuş, yani birçok yasa ve karar kabul edilmiştir. Azerbaycan Cumhuriyeti Medeni Kanunu, leasing (leasing), emanet yönetimi, nakit alacakların faktoringine dayalı finansmanın yasal dayanağını tanımlamaktadır.

Zamanla bankacılık mevzuatı güncellenmiş, sigorta şirketlerine olan ihtiyaçlar artırılmış ve denetim sistemi oluşturulmuştur. Ancak uygulamada, finansal piyasa hükümetin finansal kaynak talebini karşılayarak tek taraflı olarak gelişmiştir. 1998 yılından bu yana Azerbaycan Cumhuriyeti mali piyasası önemli niceliksel ve niteliksel değişimler geçirmiştir. Mali kaynakların alıcıları arasında işletme ve kuruluşların payı artmaya başlarken, devletin payı azalmıştır. Borç alınan fonların maliyetindeki görece azalma nedeniyle, birçok işletmenin bu fonları elde edebilmesi mümkün hale gelmiştir. şu anda Azerbaycan'ın finans piyasası gelişen (yükselen) piyasalar grubuna aittir.

Azerbaycan finans piyasasının ana bileşenleri para piyasası, borsa, döviz piyasası, kredi piyasası ve sigorta piyasasıdır.

1) Para Piyasası

Para piyasaları, kısa vadeli hisse senedi akışlarının gerçekleştiği piyasalardır. Bazı kaynaklarda, döviz ve kredi piyasaları da para piyasasının bir parçası olarak görülüyor. Mevduat senetleri ve sertifikaları, para piyasası araçları olarak önemli bir rol oynar. Alacak senedi, tek taraflı bir senettir ve ihraların belirli bir tutarı vade sonunda hamiline (tahvil sahiplerine) deme yükümlülüğünü koşulsuz olarak teyit eden bir garantidir. Takas ve ticari kredi olarak, ödeme aynı anda yapılmadığında, ancak belirli bir süre sonra, yani eldeki fatura tutarı dahilinde gerçekleştiğinde bir alacak senedi çok uygundur. Burada fatura sahibinin herhangi bir yükümlülüğü olmayıp, ancak faturanın belirli bir miktarını ödemekle yükümlüdür.

2) Borsa

Borsa, işlemlerin hisse senedi üzerinden yapıldığı bir piyasadır. Azerbaycan'da borsa zayıf gelişmiştir. Bunun temel nedeni finansal okuryazarlık eksikliği, finansal

raporlamanın şeffaflığının yeterince olmaması, anonim şirketlerin yatırımcıları çekmeye kayıtsız kalması vb. nedenler gösterilebilir. Yerel borsada kullanılan hisseler iki gruba ayrılır: imtiyazlı hisse senetleri ve adi hisse senetleri. Her bir adi hissedar hissedarlar toplantısında iştirak eder, bu toplantıda oy kullanma hakkına sahiptir ve yönetim organına seçilebilir. İmtiyazlı hisse senetleri bu hakka sahip değildir, ancak avantajları, bu hisseler üzerinden temettü ödemesinin şirketin faaliyetlerine bağlı olmamasıdır. İmtiyazlı hisse senetlerinin dezavantajı, şirket başarılı olursa temettülerin adi hisselerde artması, ancak imtiyazlı hisse senetlerinde değişmemesidir.

3) Döviz Piyasası

Döviz piyasası, para birimlerinin alınıp satıldığı piyasadır. Uluslararası uygulamada buna Forex piyasası (Döviz) denir. Azerbaycan'da döviz piyasasına katılanlar, ağırlıklı olarak aracı kurumlar, ticari bankalar ve kendi network sistemi üzerinden işlem yapan kişilerdir. Döviz piyasasındaki en büyük işlem hacmi, dövizle nakit işlemlerden ziyade nakit dışı işlemlere düşmektedir. Döviz piyasasında, yabancı para birimi genellikle ülkenin kendi ulusal para birimi ile değiştirilir. Ancak tabii ki ülke döviz piyasasında her iki para birimini de doğrudan veya dolaylı olarak birbirine çevirmek mümkündür. Azerbaycan döviz piyasasında ulusal para birimi bulunmamaktadır, işlemler döviz cinsinden (USD, EUR, JPY, GBP, CHF vb.) yapılmaktadır.

4) Kredi Piyasası

Kredi piyasası bir borç sermaye piyasasıdır. Bu, fon arzı ve talebi bağlamında gerçekleşir. Kredi piyasasının temeli, kredilerin alacaklılar tarafından faiz ödemesi, vade ve geri ödeme şartıyla yeniden dağıtılmasını sağlayan ekonomik bir mekanizmadır. Piyasanın işleyişi bankalar ve serbest fonları harekete geçirip krediye dönüştürebilen çeşitli fonlar tarafından sağlanmaktadır.

5) Sigorta Piyasası

Sigorta piyasası, özel bir sosyo-ekonomik ilişkidir, ticaret nesnesinin rolünün sigorta koruması tarafından oynandığı bir para dolaşımı alanıdır. Bu piyasanın geliştirilmesi ve uygulanmasının nesnel temeli, öngörülemeyen koşullar durumunda zarar

görmüşlere mali yardım sağlama ihtiyacıdır. Modern sigorta sınıflandırmasına göre sigorta, esas olarak hayat sigortası ve hayat dışı sigorta olarak ikiye ayrılır. Sigorta türleri isteğe bağlı ve zorunlu olmaktadır.

2.4. Azerbaycan Döviz Kuru Politikası

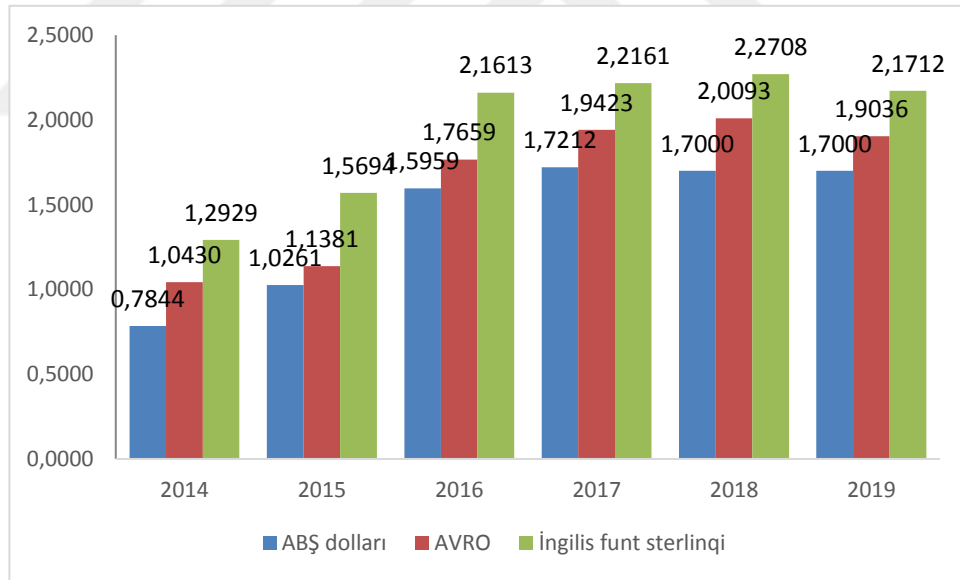
2015'in ikinci yarısından bu yana, dünya piyasalarında enerji fiyatları hızla düşmekte ve dünyada uzun süredir devam eden uluslararası siyasi ve ekonomik krizi şiddetlendirmektedir. Dünyanın en büyük ekonomi merkezlerinden biri olan Çin Devlet İstatistik Bürosu'na göre, ülke ekonomisi 2015 yılında 1990'dan bu yana en düşük seviye olan yalnızca %6,8 büyümüştür. Sovyet sonrası alanda “dalgalı döviz kuruna” geçişten sonra, ulusal para birimleri değer kaybetmeye başladı. Bu, rublenin birkaç kez değer kaybettiği gerçeğinden açıkça görülebilir. Öte yandan Rusya ile Gürcistan arasında 2008 yılında Sovyet sonrası alanda yaşanan askeri çatışmanın hemen ardından petrol fiyatları kısa sürede 150 dolardan 36 dolara düştü. O zamanlar sadece petrol üreten ülkelerde değil, dünyanın gelişmiş ekonomilerinde de ciddi bir durgunluk vardı. Ancak bu süreç uzun sürmedi ve sonuç olarak fiyatlar istikrar kazandı. Azeri Hafif petrol fiyatları yeniden yükselmeye devam etti (Nuri, 2016).

Azerbaycan, tüm dünyada uzun ve derin bir ekonomik kriz koşullarında, makroekonomik istikrarı korurken ulusal manatın istikrarlı bir döviz kurunu korumayı başardı. Sadece Azerbaycan değil, dünyadaki başka hiçbir ülke, hiçbir ciddi mali ve ekonomik organizasyon enerji fiyatlarında böyle bir düşüş öngörmemişti. Azerbaycan bir petrol ihracatçısı olduğu için ülke mali sisteminin önemli bir bölümünü enerji ihracatından elde edilen gelirler oluşturuyordu. Petrol fiyatlarındaki dört kat düşüşle bağlantılı olarak, ülkeye olan mali akış keskin bir şekilde düştü ve manatın rezervler pahasına sabit tutulması gereksinimi yarandı.

Böylece Aralık 2015'te Azerbaycan'da yaşanan ikinci devalüasyonun ardından Azerbaycan döviz kuru koridorunu indirerek manatın serbestçe dalgalanmasına izin verdi. Ayrıca yaklaşık bir yıl önce bölgenin ana ticaret ortakları olan ülkeler de ulusal para biriminde bir devalüasyon ve “dalgalı kur”a geçiş yaşamışlardı. Bu, Azerbaycan'ın dış

ticaret ilişkilerindeki dengesizliği ve ülke ekonomisine yatırım girişini olumsuz etkiledi. Euro dolar karşısında değer kaybetse bile ulusal para biriminin istikrarı bozulacaktır. Başlangıçta Merkez Bankası döviz rezervlerini satarak manatın değerini koruyabildi. Ancak, kısa bir süre içinde, Temmuz 2014'ten Aralık 2015'e kadar rezervler 15,2 milyar dolardan 5,1 milyar dolara geriledi. Devalüasyonun ardından dolar kuru 18 Aralık'ta 1,05 AZN'ye, Şubat ayında 0,78 AZN karşısında 1,55 AZN'ye yükseldi. Petrol fiyatları 11 yılın en düşük seviyesine indiğinde Merkez Bankası, ödemeler dengesini iyileştirmek, stratejik rezervleri korumak ve ulusal ekonominin uluslararası rekabet gücünü artırmak için “dalgalı kur rejimi” uygulamaya karar verdi (Amirbekov, 2017: 34).

Grafik 1: Yabancı para birimlerine karşı ortalama manatın döviz kuru



Kaynak: Devlet İstatistik Komitesi (2014 – 2020)

Dalgalı kur rejimine geçilmeden önce Merkez Bankası döviz piyasasında katı bir fiyat belirlemiş ve devalüasyonu önlemek için bu fiyatları korumaya çalışmıştır. Pek çok ekonomist, ticaret ortaklarımızla aynı zamanda devalüasyona gidersek, fiyat seviyesinin

hemen ve genel olarak yükselmeyeceğini söylemekteydi. Ancak dalgalı döviz kuruna geçişin ardından ulusal döviz kurunun dinamikleri beklenenden daha düşük hale geldi. Yeni koşullara adaptasyon uzun sürmedi ve manat gerçek değer kazandı ve istikrarlı kaldı.

Önümüzdeki yıllarda önemli ihraç mallarının fiyatları düşmedikçe, milli para değerini koruyacaktır. Elbette bu dayanıklılık, istikrarlı ve güçlü bir para ve maliye politikaları karışımı bağlamında yoluna girecektir. Bugün hükümetin temel amaçlarından biri, yerli üretimi artırarak ithalatı kısıtlamaktır. Sermaye girişlerini azaltmak ve iç piyasaya dışa bağımlılığı azaltmak kesinlikle iyi bir fikirdir. Aynı zamanda, eşit derecede önemli bir faktör de ihracatın güçlendirilmesidir. Bunun için petrol dışı sektöre ek olarak turizm, tarım vb. gibi alanların geliştirilmesi için devlet özel teşvikler sağlamaktadır.

Nüfusun psikolojik durumu, ekonominin dolarizasyon seviyesi, hükümet davranışı ve sermaye girişlerinin seviyesi manatın döviz kurunu belirleyen en önemli faktörlerdir. Manatın istikrarını sağlamada dünya piyasasında petrol fiyatı en önemli faktördür (İsmayılova, 2019).

2.5. Azerbaycan Bankacılık Sektörü

Ekonomik reformların olumlu etkisi, petrol fiyatlarının ve döviz kurlarının istikrar kazanması ve fazlaya denge getirileriyle 2018 yılında Azerbaycan ekonomisi %1,4, petrol dışı sektör ise zor bir dönemin ardından %1,8 büyümüştür. Enflasyon oranı 2018'de 10 puanın üzerinde düşüşle %2,3'e gerilemiştir.

Petrol fiyatlarının kademeli olarak artmasıyla birlikte 2018 yılında cari işlemler fazlası 6,1 milyar doları buldu. 2017 yılında gözlenen büyük mali açık (0,1 milyar ABD doları) 3,2 milyar ABD dolarına sıçradı. Petrol fiyatlarındaki artışla birlikte ödemeler dengesindeki iyileşmenin temel nedeni turizm fazlasındaki artış oldu. Sonuç olarak, ülkenin döviz rezervleri 3 milyar dolar arttı (Akdish, 2019).

Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol Fonundan devlet bütçesine yapılan transferlerin artması sonucunda 2018 yılında devlet bütçe gelirlerinde (% 36) ve harcamalarda (% 29,1) artış oldu. Devlet Petrol Fonu'nun bütçeye transferleri 2017'de 3.6

milyar dolar, 2018'de 6.4 milyar dolar olarak gerçekleşti. 2018 sonu itibariyle Devlet Petrol Fonu'nun (DPF) varlıkları 38,5 milyar dolara yaklaştı.

Bu dönemde, MİA Merkez Bankası, para talebini karşılamak ve parasallaştırma seviyesini korumak için 2018 yılında para tabanını %11,7 artırdı. 2018 sonunda resmi döviz kuru, ABD doları başına 1,7 manat ve euro başına 1,95 manat idi. CBAR'ın 2018'deki rezervleri 5,6 milyar doları aştı.

Banka lisanslarının iptali süreci 2017 yılında sona erdi ve Azerbaycan ekonomisinde faaliyet gösteren banka sayısı sabit kaldı. 2018 yılında piyasada 2'si devlete ait, 28'i özel olmak üzere 30 banka faaliyet göstermektedir. Yabancı sermayeli 15 bankanın sekizinde yabancı sermayenin payı %50'nin üzerindedir. Bu bankalardan ikisi yabancı bankaların yerel şubeleridir (Mammadov, 2020).

2018 yılında banka aktif hacmi %5,6 artarak 15,2 milyar Euro'ya, kredi portföyü %11 artışla 6,7 milyar Euro'ya, takipteki alacakların (TGA) payı ise %13,8'den %12,2'ye geriledi. şubat 2019'da devlet düzeyinde kabul edilen kararname, sorunlu kredilerin azaltılması ve hükümet ve bankaların devalüasyonunun neden olduğu ağır borç yükünün ortadan kaldırılması yönünde önemli bir adım olmuştur. Bu adım sonucunda tahsili gecikmiş alacakların hacminin önemli ölçüde düşmesi bekleniyor. Bankalar sermayelerini artırmaya devam ederek sektörün toplam sermayesi 2018'de %9,8 artarak 2,1 milyar Euro'ya ulaştı.

2018 yılında bankacılık sektörünün mevduat tabanı yaklaşık %6 artarken, hanehalkı tasarrufları ve finansal olmayan kuruluşların mevduatları sırasıyla %10,7 ve %7,6 artmıştır.

Son zamanlarda, yerel para kurunda keskin dalgalanmalar olmadı. Sonuç olarak, mevduat ve tasarrufların dolarizasyon seviyesi azaldı. 2018 yılında mevduatın dolarizasyon düzeyi ve nüfusun tasarruf düzeyi sırasıyla 7,1 puan ve 4 puan azalmıştır.

Bankacılık sektöründe gelir oluşumuna yeniden başlandı. Sektörün net faiz geliri 2018'de 601,6 milyon Euro, faiz dışı zararlar 244,8 milyon Euro ve net gelir (vergi sonrası) 143,5 milyon Euro olmuştur (Aliyev ve Gasimov, 2019).

2.5.1. Azerbaycan Merkez Bankası

Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası, yukarıda belirtildiği gibi, bağımsızlığın yeniden sağlanmasından sonra 1992 yılında kurulmuştur. Daha sonra Azerbaycan Cumhuriyeti Milli Bankası olarak adlandırılmıştır. Ancak daha sonra adı yeniden değişmiş ve Azerbaycan Cumhuriyeti Merkez Bankası olmuştur. Yasal açıdan bakıldığında, Azerbaycan Merkez Bankası (bundan sonra Merkez Bankası olarak anılacaktır) idari ve operasyonel yetkilerini, 21 Ekim'de değiştirilen ve ek hükümler getiren "Azerbaycan Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu" na dayanarak almaktadır. 17 Nisan 2007, 9 Ekim 2007, 6 Kasım 2007, 26 Mayıs 2009, 19 Haziran 2009, 30 Haziran 2009, 30 Eylül 2010 ve son olarak 24 Haziran 2011 1. maddede yasalar, Merkez Bankasının tamamen devlete ait olduğunu ve bir devlet organı olarak faaliyet gösterdiğini belirtmek için Azerbaycan Cumhuriyeti Anayasasına atıfta bulunmaktadır. Bankanın görev ve sorumlulukları Azerbaycan Anayasasına uygun olmalıdır. Merkez Bankası'nın merkezi ülkenin başkenti Bakü'de bulunuyor. Banka ticari bir kuruluş olmayıp Azerbaycan Cumhuriyetinde bankaların ve ödeme sistemlerinin fiyat istikrarını, denetimini ve geliştirilmesini sağlamak için faaliyetler yürütmektedir. Bu amaçla, Merkez Bankası devletin para ve döviz politikasını belirler ve uygular, nakit dolaşımını düzenler, Azerbaycan'ın ulusal para biriminin diğer para birimlerine göre sürekli olarak döviz kurunu belirler ve ilan eder, döviz işlemlerini düzenler ve kontrol eder, ödemeleri organize eder, düzenler ve kontrol eder ve ayrıca kanunla sağlanan bir dizi başka işlev de sağlar. Bu anlamda Merkez Bankasının Azerbaycan bankacılık sistemi için en önemli işlevi yerli ve yabancı yatırımcı ve kuruluşlara bankacılık işlemleri için lisans sağlamaktır. Merkez bankası, devletin bankasıdır. Böylece hükümete kısa vadeli kredi sağlayabilir. Ancak, bu tür finansman için birkaç özel kural vardır. Bu kanunun 16. maddesi uyarınca Banka, devlet bütçesindeki boşlukları doldurmak için devlete kredi veremez. Banka ile devlet kurumu arasındaki anlaşmaya bağlı olarak, Merkez Bankası, ancak karlı devlet faturalarını

aldıktan sonra hükümete yerel para birimi (manat) cinsinden 6 ayı geçmeyecek şekilde kısa vadeli krediler sağlayabilir ve bu kredilerin ilgili yıl ve dönemde geri ödenmesi gerekir. Ayrıca, verilen kredilerin toplam tutarı veya ödenmeyen kısmı, son 3 yıldaki ortalama devlet bütçe gelirlerinin %3'ünü geçmemelidir. Öte yandan, Merkez Bankası Kanunu'nun 17. Maddesi, Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası'nın ilgili idari birimlerle bir anlaşma çerçevesinde para politikası amacıyla devletten mevduat çekmesine izin vermektedir. Ayrıca Merkez Bankası, merkezi bütçeye ek olarak Azerbaycan Cumhuriyeti idari birimlerinin banka hesaplarına, devlet fonlarının banka hesaplarına ve fonlara hizmet verebilir. Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunun beşinci bölümü para politikası ve maliye politikası konularına ayrılmıştır (Delice, 2012).

2.5.2. Bankalar ve Konsantrasyon Seviyesi

2017'den bu yana yavaşlayan bankacılık sektöründeki yoğunlaşma, 2018'de tekrar büyüme eğiliminde oldu. Bankacılık sektöründeki beş bankanın pazar payı 2013–2016'da %55'ten %68,2'ye yükselirken 2017'de %65,2'ye geriledi. 2018'in ilk dokuz ayında ılımlı bir büyüme oranı [% 65,3] kaydedildi.

Azerbaycan'ın aktifleri bakımından en büyük bankası olan International Bank of Azerbaijan'ın (IBA) aktifleri ve pazar payı, %4,3 veya 374,8 milyon manatlık varlıkla raporlama dönemi boyunca düşmeye devam etmiştir. Ancak ikinci sırada yer alan Pasha Bank, aktiflerini% 22 artırdı ve pazar payı %12,7'den %14,8'e yükseldi. Buna ek olarak, orta düzeyde aktif büyüme gösteren bankalar Kapital Bank (%6,5'ten %6,6'ya), Halk Bank (% 6,5'ten % 6,6'ya) ve Azerbaycan Sanaye Bank istikrarlı bir pazar payına sahiptir (% 3.4).

Tablo 1: Azerbaycan'ın sahip olduğu ilk 10 bankanın varlıklarındaki değişiklikler, AZN-milyon

	Bankalar	Varlıklar		Değişim (+artış - azalış)
		2018	2019	
1.	Azerbaycan Uluslararası Bankası	8695,1	8320,3	-374,8
2.	Paşa Bank	3551,8	4332,0	780,2
3.	Kapital Bank	3184,5	3457,5	273
4.	Halk Bank	1813,6	1941,0	127,4
5.	Azerbaycan Sanaye Bankası	945,2	1007,2	62
6.	Bank Respublika	702,1	876,0	273,9
7.	AccessBank	844,8	836,5	-8,3
8.	Unibank	601,8	669,3	67,5
9.	Rabitabank	727,2	656,2	-71
10.	Premium Bank	411,3	614,1	202,8
Toplam:		27921	29201,8	

Uluslararası alanda endüstri yoğunlaşmasını değerlendirmek için yaygın olarak kullanılan Herfindahl-Hirschman Endeksine dayanan değerlendirmede, bankacılık sektörü yoğunlaşmasında 2019'un ilk 9 ayında ortalama konsantrasyon seviyesi 1382,3'ten 1293'e düşüş göstermiştir (Novruzov ve Hüseyinov, 2019).

Devalüasyonun ardından maliyet optimizasyonu nedeniyle bankacılık ağlarının daralması, bu ağların daha da genişlemesi yönünde bir eğilime yol açtı. Demirbank OJSC'nin lisansı 2017 yılı sonunda Finansal Piyasalar Denetleme Bölümü Yönetim Kurulu'nun 22 Aralık 2017 tarihli kararıyla (2017'nin ilk yarısında iki banka - Atabank

OJSC ve Hazar Kalkınma Bankası OJSC) iptal edilmiştir. Bu kararın nedeni, bankaların toplam sermayesinin bankalar için belirlenen asgari sermayenin altında olması ve toplam sermaye yeterlilik oranının kanunun gerektirdiği şekilde yüzde üçten az olması ve alacaklılara olan yükümlülüklerini yerine getirememesidir. Böylece Azerbaycan'daki banka sayısı 30'a düştü.

Demirbank OJSC'nin kapatılması ve bankaların mali durumunun kötüleşmesi şube sayısının azalmasına neden oldu. 2019 yılının ilk 9 ayında şube sayısı, 2017 yılının aynı dönemine göre %8,6 düşüşle 557'den 511'e düştü ve 2018 yılının ilk dokuz ayında iki şube daha açıldı. Banka başına şube sayısı 18'den 17'ye düştü. Ayrıca, son bir yıl içinde bankanın iki yeni şubesi açıldı.

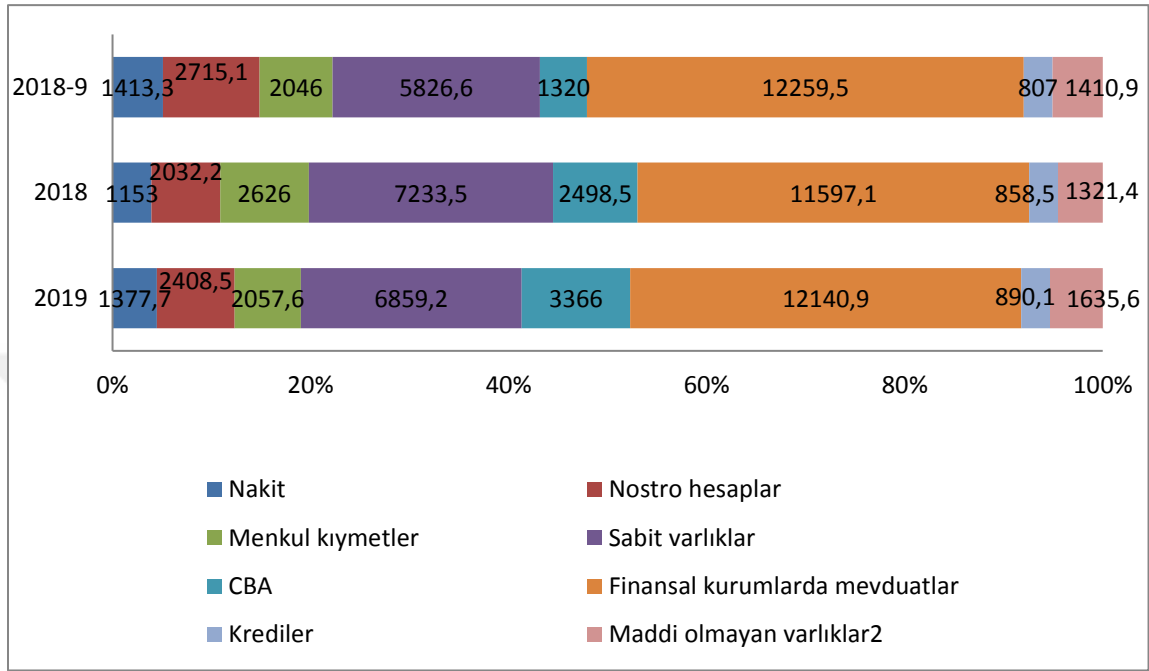
Şube sayısındaki hafif artışın aksine 2019 yılı Ocak-Eylül döneminde en fazla çalışan sayısı %5,5 artışla 17.066 kişiye yükseldi. Çalışan sayısı 2018 yılının aynı dönemine göre yaklaşık %4,4 arttı (Muhtarov, 2020).

2.5.3. Banka Kaynakları: Oluşum Kaynakları ve Kullanımı

Azerbaycan'ın bankacılık varlıklarında son yıllarda görülen düşüş, 2018'in ilk 9 ayında bir artışla değiştirildi. Finansal Piyasalar Denetleme Kurumu (FIMSA) tarafından sağlanan istatistiksel veriler, banka varlıklarının %4,6 ile 27,92 milyar AZN'ye yükseldiğini ortaya koydu ve bu da bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %11,6'lık bir artışı temsil etmektedir.

Bankacılık sektörü varlıkları, varlık yapısının belirli göstergelerindeki büyümenin bir sonucu olarak toparlandı. Bankacılık sektörü, 2018 yılının ilk dokuz ayında Nostro Hesapları ve finansal kuruluşlardaki mevduatlar dışındaki diğer göstergelerde önemli ilerleme gösterdi. Önemli ölçüde büyüyen banka varlıkları arasında menkul kıymetler (% 34,7), diğer varlıklar (% 23,8), nakit (%19,5) ve Merkez Bankası yazışma hesapları (% 18,5), Nostro Hesaplarının toplam hacmi (% 21,6) yer almaktadır (bkz. Grafik 2).

Grafik 2: Bankacılık varlıklarının yapısı



Geçen yılın aynı dönemine göre en önemli büyüme menkul kıymetler seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece, bankaların menkul kıymet yatırımları neredeyse üç katına çıkmıştır.

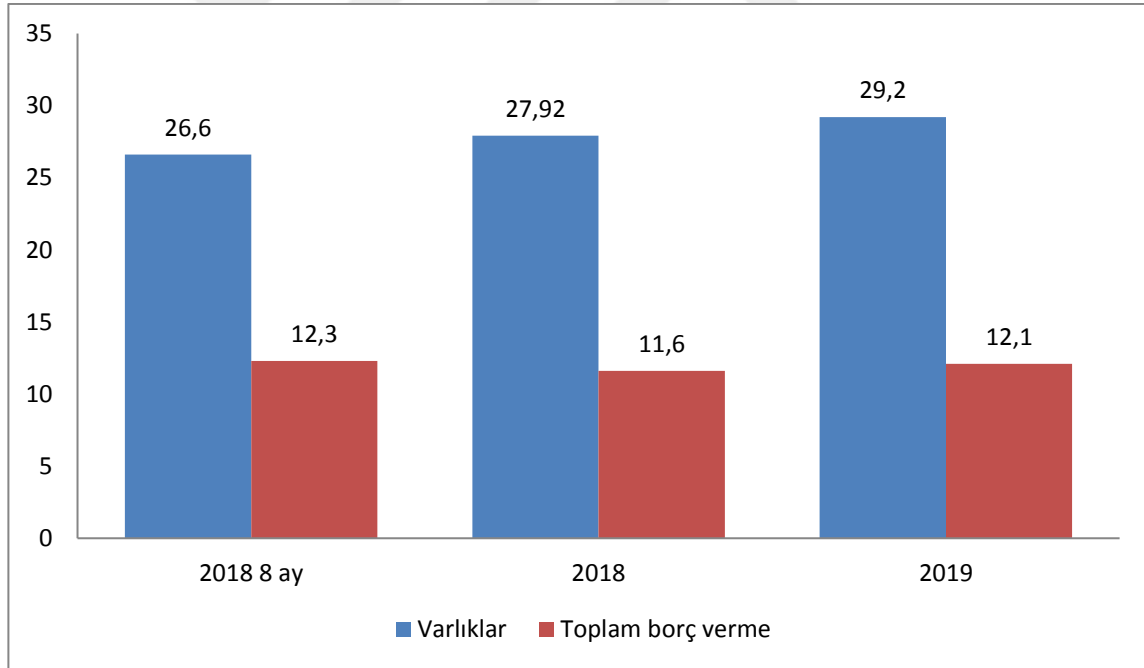
Bankaların istikrarını artırmak için sermayelerini artırma süreci devam etti. Bankaların 2018 yılının dokuz aylık toplam sermayesi %10,9 artarak 3,71 milyar manattan 4,11 milyar manata yükseldi. Bu artış sonucunda bankaların aktifleri içinde sermayenin payı %13,3'ten %14,1'e yükselmiştir (Suleymanov, 2019).

Mevduatlar (finansal kurumlar da dahil olmak üzere hem gerçek hem de tüzel kişilerden) bankaların yükümlülüklerinin %77,6'sını oluşturdu ve bu bir önceki yılın aynı dönemine göre %76 daha fazla olmaktaydı. Diğer finans kurumlarından alınan krediler ikinci en büyük finansman kaynağıydı. Bu kaynaktan kredilerin çekiciliği azalırken bankanın toplam yükümlülükleri içindeki payı %8,7'den %8'e gerilemiştir. Buradaki düşüş, bankalar tarafından verilen kredilerdeki azalmadan kaynaklanmaktadır. Raporlama

döneminde bankalarca ihraç edilen menkul kıymetlerin toplam pasifler içindeki payı %7,7'den %7,3'e gerilemiştir.

Bankaların menkul kıymet yatırımlarındaki keskin artışın nedenleri, büyük ölçüde, devalüasyondan sonra borç verme faizindeki düşüğe dayanıyor. Ocak-Eylül 2019'de borç verme hacmi artmış, ancak toplam varlıklar içindeki payı düşmeye devam etmiştir. Ülke bazında kredilendirme, 2015 yılından beri ulaşamayan 11,6 milyar manattan %4,3 artarak 12,1 milyar manata yükselmiş ve toplam aktifler içindeki payı ise %41,55'ten %41,44'e gerilemiştir. En yüksek gösterge -% 47.02 - 2018'nin dokuz ayında kaydedildi.

Grafik 3: Bankacılık sektörü varlıkları



Kaynak: Devlet İstatistik Komitesi (2013 – 2019)

Varlıklarını aktif kredilendirmeye yönlendiremeyen kredi kuruluşları menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih etmektedir. Böylece Eylül 2018'den Eylül 2019'a kadar menkul kıymetlerin aktifler içindeki payı %5,1'den %11,5'e yükselmiştir (Selçuk, 2019).

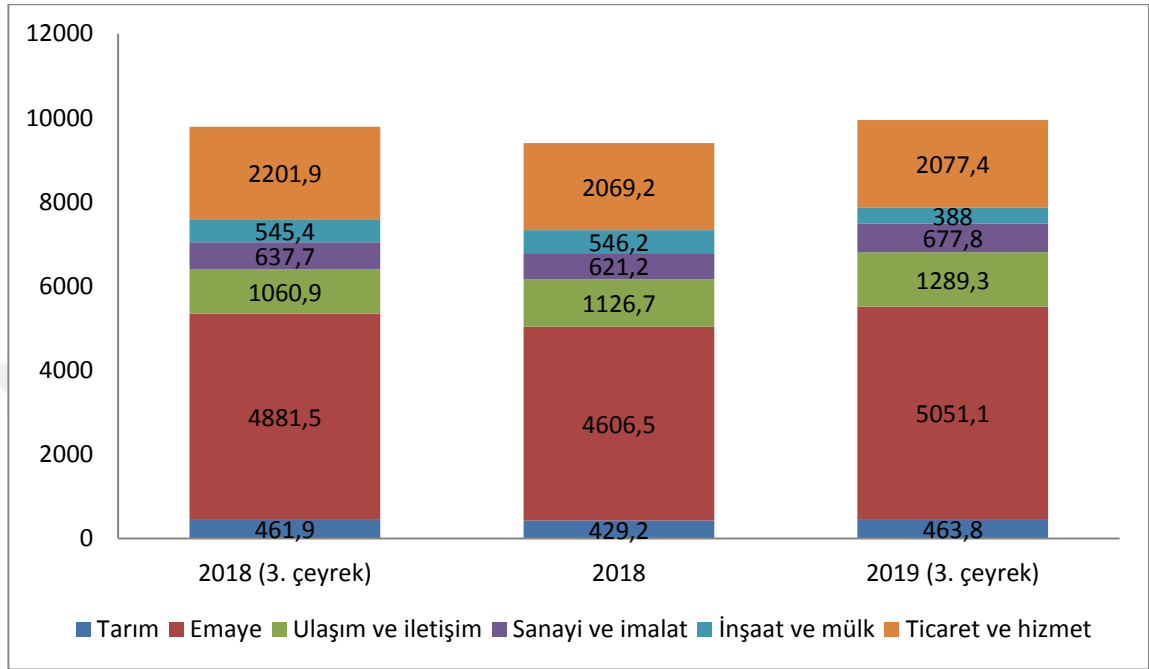
2.6. Kredi Piyasası

Bu dönemde kredilerdeki büyüme, özellikle yerel sermaye ile özel bankalara bağlanabilir. Devlet hisselerine sahip International Bank of Azerbaijan Open Joint Stock Company (IBA) ve Azer Türk Bank OJSC tarafından sağlanan toplam kredi hacmi %3 düşüşle 1.916,2 milyon AZN'den 1.858,8 milyon AZN'ye geriledi. özel bankalar büyüdü. Ocak-Eylül 2018'de %6,6 artarak 9.421,4 milyon manat ile 10.042.6 milyon manat'a çıkmıştır. Bu büyüme, yerel sermayeli özel bankalardan kaynaklanıyordu. Yerli banka ve yabancı sermaye payı yüzde 50'den yüzde 100'e çıkan bankalara krediler 621,2 milyon manat ve 25,9 milyon manata yükselirken, yüzde 50'yi geçmeyen yabancı sermaye payına sahip bankalara krediler 53 milyon manat azalmıştır.

Bankaların aksine, banka dışı kredi kurumları (NBCO'lar) tarafından ekonominin finansmanı düşüş eğilimi göstermiş ve raporlama döneminde 420,2 milyon manattan 401,1 milyon manata düşerek 2013'ten bu yana en düşük düzey olan %4,6 düşüş göstermiştir.

Sektör bazında yapılan kredilendirme analizi, inşaat ve gayrimenkul sektörü haricinde, 2018 yılının ilk dokuz ayında tüm sektörlerde büyüme gözlemlendiğini gösterdi. Böylece ticaret ve hizmetler sektörüne krediler %0,4, sanayi ve imalat %9,1, ulaştırma ve iletişim %14,4, tarım ve işleme %8,1 ve tüketici kredileri %9,7 arttı. İnşaat ve gayrimenkul sektörü aynı dönemde % 29 düştü.

Grafik 4: Sektörlere göre kredi verme eğilimleri, AZN milyon



Kaynak: Devlet İstatistik Komitesi (2018 – 2019)

2014 yılından bu yana düşüş eğilimini sürdüren tüketici sektörüne kredilerin payı, son aylarda hızlı bir şekilde artarak, raporlama yılı başına göre %39,2'den %41,1'e ulaştı. Ticaret ve hizmetler, inşaat ve gayrimenkul payları sırasıyla %17,6'dan %16,9'a ve %4,6'dan %3,2'ye düşerken, tarım, sanayi ve imalat, ulaştırma ve haberleşme payları buna bağlı olarak %3,7'den %3,8'e, %5,3'ten %5,5'e ve %9,6'dan %10,5'e yükselmiştir (Atakishiyev ve diğerleri, 2019).

Kredilerin para birimi yapısı, yabancı para cinsinden kredilerde artış gözlemlendiğini göstermiştir. Ocak-Eylül 2018'de ulusal para cinsinden borç verme %8,7 ile 7557,2 milyon manat olarak gerçekleşti. Aynı zamanda, ulusal para cinsinden krediler 2011'den bu yana en düşük seviyedeydi ve yabancı para cinsinden krediler %1,2 azalarak 4.745,2 milyon manat olmuştur.

2015 devalüasyonuna bağlı olarak dolarizasyonun %49,4 arttığı krediler, ulusal paranın istikrarına rağmen gerilemeye devam etti. Kredilerin dolarsızlaştırma süreci 2018 raporlama döneminde de devam ederek %40,9'dan %38,6'ya gerilemiştir.

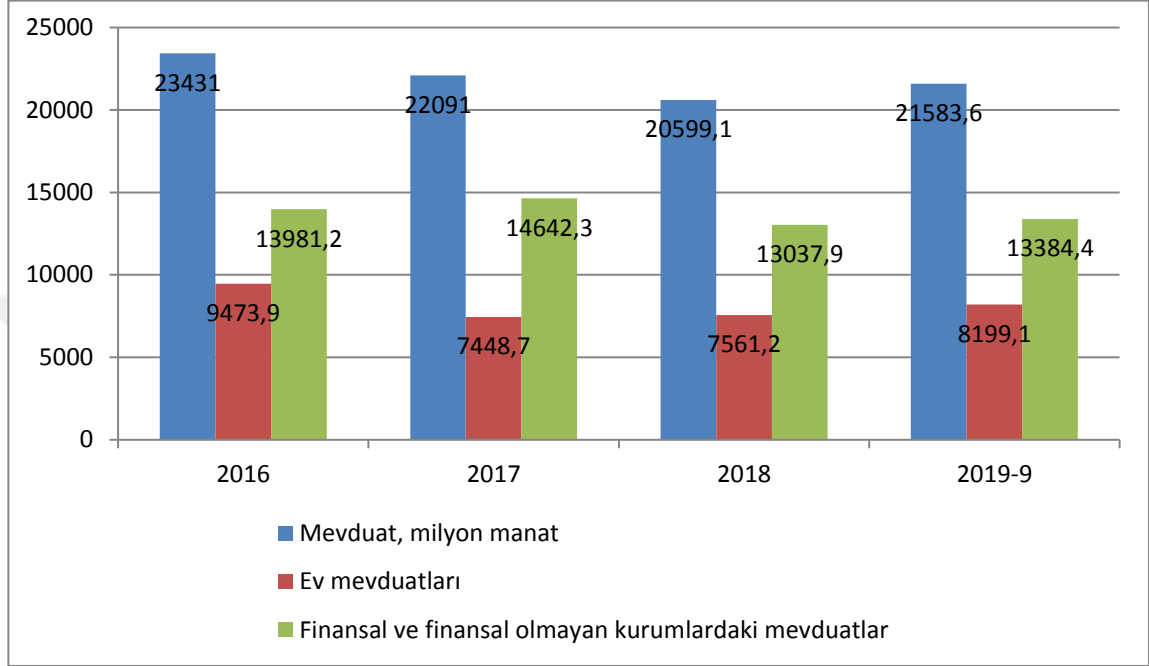
Kredinin vadesine gelince, bankalar kısa vadeli kredi vermeyi tercih etti. Kur yapısı ne olursa olsun, kısa vadeli ve uzun vadeli kredilerin hacmi sırasıyla %17,2 ve %1,9 artım göstermiştir. Ulusal para cinsinden kredilerde hem kısa vadeli (+% 24,8) hem de uzun vadeli (+% 5,9) kredilerde artış yaşanmıştır. Ancak döviz cinsinden kısa vadeli krediler %9,9 artarken, uzun vadeli krediler %4,4 azalmıştır.

Bölgelerde kredilerde hafif bir artış olmuştur. Bölgelere kredi hacmi 2018 yılının ilk dokuz ayında %14,4 artarken, Bakü'ye kredi verme miktarı yalnızca %2,6 arttı. Bu büyümenin bir sonucu olarak bölgenin toplam kredi aktifleri içindeki payı %16,9'dan %18,5'e yükseldi. Buna rağmen Bakü toplam kredilerin (% 81.5) baskınlığını korumaktadır (Ahmedov ve Memmedov, 2019).

2.7. Mevduat Piyasası

Mevduat piyasasında 2016-2018'de gözlemlenen düşüş tekrar toparlanma eğiliminde olmuştur. Toplam mevduat varlıkları Ocak-Eylül 2019 döneminde %4,8 artarak 21,6 milyar AZN'ye yükseldi. Mevduattaki büyüme, banka yükümlülüklerine de yansımıştır. Bankaların mevduata artan bağımlılığı devam etmektedir. 2016 yılında mevduatın toplam pasifler içindeki payı %74,9 iken 2018'de % 76'ya, 1 Ekim 2019 itibarıyla ise %77,6'ya ulaştı.

Grafik 5: Mevduat hacmindeki eğilimler ve bankacılık sektörü yükümlülüklerinin payı



Kaynak: Devlet İstatistik Komitesi (2016 – 2019)

Mevduat hacmindeki artışın nedeni, bankaların dış yükümlülüklerinden kademeli olarak vazgeçmesi ve bankalardan veya diğer finans kuruluşlarından kredi alma imkanının sınırlandırılmasıdır. AMB'ye göre Ocak-Eylül 2019'de bankaların dış yükümlülüklerinde 2,3 milyar dolardan 1,9 milyar dolara gerileme gözlemlenmiştir. Aynı dönemde bankalar ve diğer finans kuruluşlarının kullandığı kredi hacmi 2,12 milyardan 2,02 milyar manata gerilemiştir.

Raporlama döneminde, toplam mevduattaki büyümenin aksine, finansal kuruluşların mevduat hacmi %15,7 azalarak 1,6 milyar manata, hanehalkı mevduatı ise %8,4 artarak 8,2 milyar manata, finansal olmayan mevduatlar %5,8 artarak 11,75 milyar manat olmuştur.

Mevduatın kur yapısı, mevduattaki genel artışın ulusal para cinsinden mevduatın %23,8 artmasından, yabancı para mevduatın ise %2,5 azaldığını göstermiştir. Nüfusun ulusal para cinsinden mevduatı %21,2, mali ve mali olmayan kuruluşlardaki mevduatlar sırasıyla %10,2 ve %27,8 artmıştır. Hanehalkı döviz cinsinden mevduatları %2 artarken, mali ve mali olmayan kuruluşlardaki mevduatlar sırasıyla %21,2 ve %1,6 azalmıştır (Zeynalov ve Mamedov, 2020).

Bankacılık sektöründe manat mevduatlarının artan büyümesi, ulusal para biriminin istikrarı ve ulusal para biriminin yüksek getirisinden kaynaklanıyordu. Manat mevduatı üzerindeki yıllık faiz oranlarındaki düşüş eğilimi, bu para birimindeki mevduatın çekiciliğini azaltmadı. Örneğin, manat mevduatı yıllık faiz oranı 2018 sonuna göre %11,59'dan % 10,3'e düştü. Tüzel kişilik mevduatı yıllık ortalama faiz oranı %5,82'den %5,55'e geriledi. Yıllık döviz mevduatı faiz oranında da aynı düşüş gözlemlendi. Bireyler için mevduat %3,66'dan %2,95'e, tüzel kişiler için %1,41'den %1,22'ye gerilemiştir.

Vadesiz mevduatlardaki büyüme, mevduat sahiplerinin bankacılık sektörünün istikrarından emin olmadığını göstermektedir. Vadesiz mevduatlar 2018'in ilk dokuz ayında %9,6 artarak 11,3 milyar manat oldu. Böylece vadesiz mevduatın toplam mevduat hacmi içindeki payı % 50'den % 52,3'e yükselmiştir. Büyüme, ulusal para birimi cinsinden mevduatlar (%34,8) kaynaklı oldu. Buna karşılık, yabancı para mevduatlar % 2,2 azaldı. Vadesiz mevduatların ulusal para birimi cinsinden büyümesinin nedeni finansal olmayan kuruluşlardır (% 42,8).

19 Ocak 2016 tarihinde kabul edilen Mevduatların Tam Sigorta Teminatı Hakkında Kanun uyarınca, yıllık %3 yabancı para mevduata ve %15 yerel para mevduata yıllık faiz oranı içinde kalan tüm mevduatlar bağımsız olarak sigortalanacaktır. Kanunun yürürlüğe girdiği tarihten itibaren üç yıl içinde. Kanun yenilenmediği takdirde 19 Ocak 2019 tarihinden itibaren hükümsüz hale gelecek ve ödemeler 29 Aralık 2006 tarihinden itibaren yürürlükte olan Mevduat Sigortası Kanununa göre düzenlenecektir. Söz konusu kanunun 26.1 maddesi uyarınca Fon, 30.000 manat tutarında mevduatın tamamını karşılamaktadır.

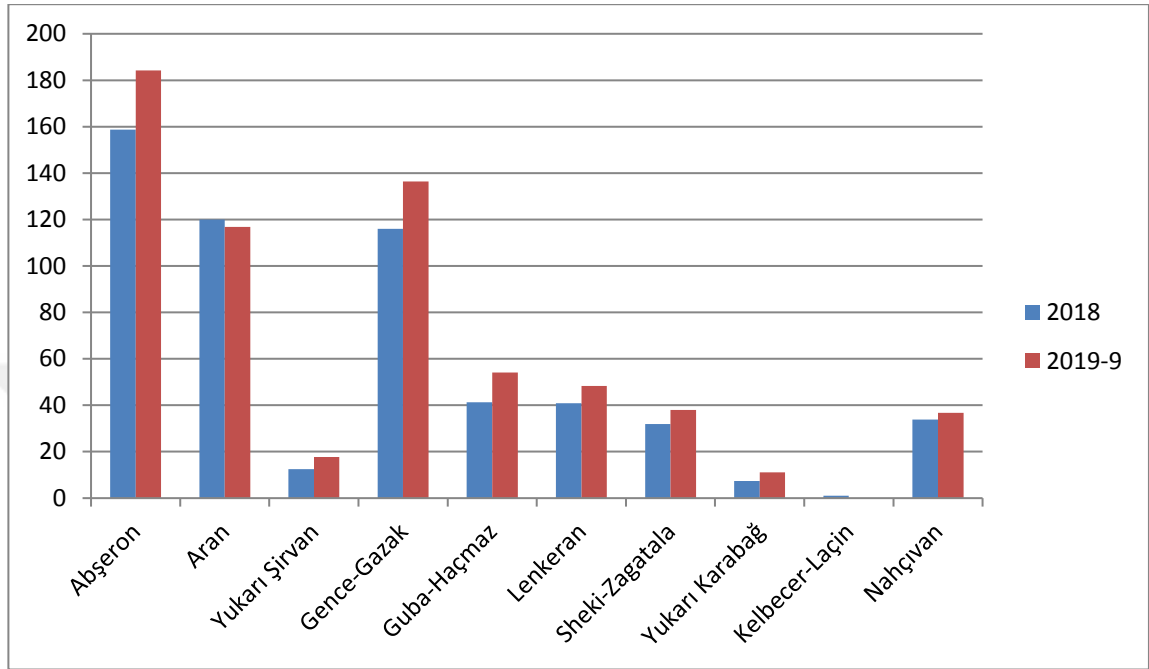
Mevduatın tam olarak sigortalanması hakkındaki yasa, bireylerin bankalardan mevduatlarının çıkışını sınırladı. Dolayısıyla, vadesiz mevduatın bireylerin mevduatı içindeki payı yaklaşık %32'dir, ancak son aylarda büyüme eğilimi göstermektedir. Bu yasa tüzel kişiler için geçerli olmadığından, mevduatları güvence altına alınmamaktadır. Böylece, vadeli mevduatın finansal olmayan kuruluşlarla mevduattaki payı yüksek olmaya devam ediyor ve hatta Ocak-Eylül 2019 döneminde %70,6'lık artış göstermiştir. Büyüme trendi, finansal kuruluşlardaki mevduatta da gözlenmiştir (%18,2'den %22,6'ya).

Merkez Bankası'na göre, ülkede ulusal para cinsinden vadesiz mevduat faiz oranı %0,2, yabancı para -%0,1 ve vadeli mevduatlar için bu göstergeler sırasıyla %10,2 ve %2,9'dur.

Mevduatların bölgesel dağılım seviyesi, mevduatların esas olarak Bakü'de yoğunlaştığını göstermiştir. Bakü'deki mevduatın büyüme eğiliminin (+% 8) bölgelere göre (+% 14) daha düşük olması nedeniyle Bakü'nün payı 2019'un ilk dokuz ayında (%92,6'dan % 92,2'ye) düştü. Yukarı Karabağ (% 52,3), Dağlık Şirvan (% 41,7), Guba-Haçmaz (% 31,2) ve Aran ekonomik bölgesinde ekonomik bölgelerde büyüme görülmüştür.

Genel olarak mevduat bazında bölgelerin payı düşük kalmıştır. Mevduatın düşük olmasının nedeni, çekilen mevduatın düşük faiz oranıdır. Bakü için ulusal para birimindeki ortalama faiz oranı %7 ile %8 arasında değişirken, bölgeler için % 2,5 ile %7 arasında değişmektedir (örneğin Nahçıvan AR için %2,6, Sheki-Zagatala ve Aran ekonomik bölgeleri için %4,4) (AMB, 2019).

Grafik 6: Bölgelere göre mevduat hacmi, milyon



Kaynak: Devlet İstatistik Komitesi (2018 – 2019)

2.8. Merkez Bankası Tarafından Sağlanan Bankalara Finansal Destek

Merkez Bankası, sadece mevduatın kaldıraç oranını önemli ölçüde artırarak değil, aynı zamanda kredileri azaltarak da fazla likiditelerini azaltmak için bankalara finansal araçlarla destek vermeye devam etmektedir.

Ocak - Eylül 2019'da Azerbaycan Merkez Bankası 41 mevduat ihalesi gerçekleştirmiştir. Bu mevduatlar kısa vadeli - 14 günlük mevduatlar olmaktadır. Üç ihalede mevduat çekmek için toplam ciro süresi 10, 13 ve 20 gündü. Mevduat işlemlerinin miktarı 200-350 milyon manat arasında dalgalanmıştır. Bankaların talebi, biri hariç hepsi arzı birkaç kez aştı. Merkez Bankası'nın düzenlediği mevduat ihalelerinde yıllık faiz oranı %8,01 ile %14,79 arasında değişmiş, 41 ihaleden 34'ünde yıllık ortalama faiz oranı %8,01 olmuştur. Bankalar 41 milyon manatın üzerinde faiz geliri elde etmiştir.

AMB ayrıca bankaları kısa vadeli senetlerle destekledi. Raporlama döneminde AMB, Bakü Borsası (BSE) aracılığıyla 40 kez dolaşım süresi 28 gün olan kısa vadeli not vermiştir. Müzayedeye çıkarılanların hacmi temelde 250-300 milyon manat oldu. Bankaların bu tahvillere olan talebi, arzın 2-3 katı fazlaydı. Yıllıklandırılmış getiri %8.01 ile %14.52 arasında değişmektedir. Bankalar bu senetlerden 69 milyon AZN faiz geliri elde etti.

Merkez Bankası'nın likidite yönetimine yönelik diğer işlemleri - bir, üç ve yedi günlük repo ve karşı repo işlemleri - gerçekleştirilmemiştir.

Merkez Bankası tarafından sağlanan merkezi krediler, bankanın kaynaklarından biri olarak kabul edilir. Ancak bu kaynağın payı giderek azalıyordu ve bu eğilim cari yılda da devam etti. 2019'un ilk 10 ayında merkezi kredi hacmi %19,2 azalarak 746,3 milyon manat oldu. Şu anda bu tür kredilerin hacmi son on yılın en düşük seviyesinde olmaktadır. Merkez Bankası'ndan en büyük kredi desteği 2017'de (6,2 milyar manat) olmuştur.

Merkezileştirilmiş kredilerin hacmindeki azalma payların azalmasına neden olmuştur. Raporlama döneminde bankaların kredi portföyü içinde merkezi kredilerin payı %8'den %6,2'ye, yıllık faiz oranları ise %15'ten %10'a düşmüştür. Bunun nedeni Merkez Bankası'nın kademeli olarak faiz oranlarını %15'ten %10'a düşürmesidir (Zeynalov, 2019).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL GELİŞİM DÜZEYİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AZERBAYCAN ÖRNEĞİNDE EKONOMETRİK UYGULAMASI

3.1 Literatür Taraması

Finansal genişleme ile iktisadi büyüme arasındaki pozitif ilişki literatürde kabul edilmiş bir görüştür. Bu pozitif ilişki ilk kez Adam Smith tarafından ileri sürülmüştür. Smith'in ardından finansal gelişim ile büyüme arasındaki ilişkiyi açıkça belirten ikinci iktisatçı olarak Joseph Schumpeter karşımıza çıkmaktadır. Schumpeter'in 1912 yılında yaptığı çalışmaya göre, gelişmiş bir bankacılık sistemi, girişimciliği teşvik etmekte ve bununlada ekonomide büyümeği sağlamaktadır(Levine, 1997). İlerleyen dönemlerde Goldsmith (1959), McKinnon (1973), Fry (1978), Bencivenga & Smith (1991), King & Levine, (1993a) ve King & Levine (1993b) gibi iktisatçılar da finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi savunmuşlardır.

Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişkinin olması hem teorik hem de ampirik literatürde kabul edilmiş bir görüş olsa da bu ilişkinin dikkate değer ölçekte önemli olmadığını savunan iktisadi düşünceler de mevcuttur. Robinson (1952) ve Lucas (1988) çalışmalarına göre, iktisadi büyümeyi etkileyen tek faktörün beşeri ve fiziksel kaynaklardaki artış olduğuna dikkat çekilmiş, finansal büyümenin iktisadi büyüme üzerinde dikkate değer bir artış yaratmadığı fikri savunulmuştur. (Levine, 1997).

Tezin birinci bölümünde iktisadi büyüme ve finansal gelişme etkileşiminin teorik çerçevesi bu konudaki iktisatçıların bakış açıları ele alınarak tartışıldığı için, bu bölümde konuya ilişkin yapılan ampirik literatür daha geniş bir biçimde ele alınmıştır. Yapılan çalışmaların genel savı iktisadi büyümeyi açıklamakta kullanılan finansal büyüme değişkenleri olduğu için çalışmalar hakkında bilgi kısaltılarak tablo şeklinde sunulmuştur.

Tablo 1: Ampirik Literatür Özeti

Çalışmanın ismi	Araştırma objesi olan ülke veya ülke grupları ve dönemi	Yöntem	Bulgular
King ve Levine (1993)	1960-1989 dönemi için 80 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında güçlü ve pozitif bir ilişki vardır.
Wolde-Rufael (2009)	Kenya 1966-2005	VAR analizi	Finansal büyümenin iktisadi büyümeyi artırmakta ve finansal gelişmelerin iktisat politikalarını güçlendirmektedir.
Anwar ve Sun (2011)	Malezya 1970-2007	Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM)	Finansal gelişme, yerli sermaye stoku üzerinde pozitif etkisi mevcuttur. Mali gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.
Zhang vd. (2012)	Çin 2001-2006	Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM)	Finansal genişleme ve iktisadi büyüme arasında güçlü bir pozitif ilişki vardır.
Shahbaz vd. (2013)	Güney Afrika 1965-2008	ARDL Sınır Testi	Finansal büyüme ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli pozitif ilişki saptanmıştır.
Menyah vd. (2014),	21 Afrika ülkesi 1965-2008	Bootstrap Panel Nedensellik Testi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında sınırlı bir ilişki mevcuttur.
Samargandi vd. (2015),	52 orta gelirli ülke grubu 1980-2008	Dinamik Heterojen Panel	Finansal büyüme ve iktisadi büyüme arasında uzun dönemde ters U şeklinde bir ilişki vardır. Kısa dönemde ise ilişki saptanmamıştır.
Luintel vd. (2016),	69 ülkede 1989-2013	Bayesian Model	Finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisi yüksek gelirli ülkelerde saptansa da orta ve düşük gelirli ülkelerde saptanmamıştır.
Atje ve Jovanovic (1993)	94 ülke 1960-1985	Panel veri analizi	Hisse senedi piyasaları ve banka kredilerindeki artış ekonomik

			büyümeyi pozitif anlamda etkilemektedir.
Arestis vd. (2001)	Almanya, ABD, Japonya, İngiltere, Fransa 1972-1998	Panel Eşbütünleşme Analizi	Banka kredilerinin iktisadi büyümeyi artırdığı sonucuna rastlanmıştır.
Arestis vd. (2002),	Güney Kore, Filipinler, Tayland, Yunanistan, Hindistan, Mısır 1955-1997	Panel Eşbütünleşme Analizi	Reel faiz oranları ve banka kredilerinin iktisadi büyümeni pozitif yönde etkilediği sonucu elde edilmiştir.
Al-Yousif (2002)	30 gelişmekte olan 1970-1999	Panel nedensellik analizi	Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi saptanmıştır.
Beck vd. (2000)	77 ülke 1960-1995	genelleştirilmiş EKK yöntemi	Finansal aracılığın toplam faktör verimliliğini ve GSYİH'ı artırdığı sonucu elde edilmiştir.
Henry (2000),	11 gelişmekte olan ülke 1970-1990	Panel veri analizi	Hisse senedi piyasasındaki gelişmelerin GSYİH'ni artırdığı sonucu elde edilmiştir.
Levine vd. (2000)	74 ülke 1960-1995	Dinamik Panel veri analizi	Ülkede yaşanan finansal liberalleşmenin iktisadi büyüme üzerinde pozitif etki yarattığı sonucu elde edilmiştir.
Müslümov ve Aras (2002),	22 OECD ülkesi 1982-2000	Panel nedensellik analizi	Sermaye piyasalarındaki gelişmeler ile iktisadi büyüme arasında karşılıklı nedensellik mevcuttur.
Fink vd. (2003)	13 gelişmiş ülke 1950-2000	Panel nedensellik ve eşbütünleşme analizi	Tahvil piyasasındaki yükselişler iktisadi büyümeyi hızlandırmaktadır sonucu elde edilmiştir.
Bhattacharya ve Sivasubramanian (2003)	Hindistan	Zaman serisi analizi	Finansal gelişmişlik göstergesi olarak değerlendirilen M3 para arzı ile GSYİH arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur.
Calderon ve Liu (2003)	109 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel veri analizi	Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi sermaye birikimi ve üretkenlikte artışı yoluyla olumlu

	1960-1994		bir şekilde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Christopoulos and Tsionas (2004)	Kolombiya, Paraguay, Peru, Meksika, Ekvator, Honduras, Kenya, Tayland, Dominik Cumhuriyeti ve Jamaika 1970-200	Panel veri analizi	Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında uzun dönemli ilişkiye ve karşılıklı nedenselliğe rastlanmıştır.
Beck ve Levine (2004)	40 ülke 1976-1998	Panel veri analizi	Banka kapitalizasyonu ve tahvil piyasası genişliğinin finansal gelişim göstergesi olarak ele alındığı çalışmada, finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır.
Dritsakis ve Adamopoulos (2004)	Yunanistan 1960-2000	Zaman serisi analizi	Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişkiye rastlanmıştır.
Rioja and Valev (2004)	74 ülkede 1961-1995	Panel veri analizi	Finansal gelişmenin refah düzeyi yüksek ülkelerde verimlilik artışını hızlandırarak ekonomik büyümeyi etkilediği, finansal gelişme düzeyi düşük olan gelişmekte olan ülkelerde ise bu etkinin sermaye birikimini hızlandırarak ortaya çıktığı sonucuna ulaşmıştır.
Chang ve Caudill (2005)	Tayvan'da 1962-1998	Zaman serisi analizi	Uygulanan Granger Nedensellik Testi sonuçlarına göre M2/GSYİH ve banka kredileri değişkenleri ile GSYİH arasında GSYİH'e yönelik tek yönlü nedensellik bulgusuna rastlanmıştır.
McCaig ve Stengos (2005)	71 ülke 1960-1995	Panel veri analizi	Likit yükümlülükleri ve özel kredilerin iktisadi büyüme üzerinde pozitif etki yarattığı sonucu elde edilmiştir.
Ndikumana (2005)	99 ülke 1965-1997	Panel veri analizi	Banka ve hisse senedi piyasalarındaki artışın iktisadi büyümeyi olumlu yönde etkilediği görülmüştür.

Rousseau ve Vuthipadadorn (2005)	10 Asya ülkesi 1950-2000	Panel veri analizi	Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişkiye rastlanmıştır.
Ang ve McKibbin (2007)	Malezya 1960-2001	Zaman serisi analizi	Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişkiye rastlanmıştır.
Shahbaz vd. (2008)	Pakistan 1971-2006	Zaman serisi analizi	Hisse senedi piyasasındaki genişleme ile iktisadi büyüme arasında karşılıklı nedenselliğe ve uzun dönemli ilişkiye rastlanmıştır.
Enisan ve Olufisayo (2009)	7 Aşağı sahra Afrika ülkeleri	ARDL Sınır Testi	Mısır ve Güney Afrika'da hisse senedi piyasasının gelişimiyle ekonomik büyüme arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu belirlemişler ve hisse senedi piyasasındaki gelişimin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu sonucu elde edilmiştir.
Kar ve Pentecost (2000)	Türkiye 1963-1995	Zaman serisi analizi	Para arzı, banka mevduatları, özel sektöre kullandırılan krediler ile iktisadi büyüme arasında uzun dönemli pozitif ilişki saptanmıştır.
Aydın ve Malcıoğlu (2016)	OECD ülkeleri 1980-2014	Panel Nedensellik testi	Elde edilen bulgulara göre finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedensellik tespit edilmiştir.
Kenourgis ve Samitas (2007)	Polonya	Zaman serisi analizi	Özel sektör kredileri ile iktisadi büyüme arasında anlamlı bir pozitif ilişki bulunmuştur.
Fink ve diğerleri (2009)	Avrupa Birliği ülkeleri 1996-2000	Panel veri analizi	Hisse senedi, tahvil ve kredi piyasaları ile iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.
Caporale ve diğerleri (2009)	AB ülkeleri 1994-2007	Panel veri analizi	Bankacılık sektöründeki büyümenin iktisadi artımı pozitif yönde etkilediği sonucu elde edilmiştir.
Akimov ve diğerleri (2009)	27 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke 1984-2004	Dinamik panel veri analizi	Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır.

Soultanaeva (2010)	Letonya, Estonya, Litvanya	Zaman serisi analizi	Bankacılık sektöründeki bir gelişmenin uzun dönemde ekonomik büyümeyi artırmaktadır.
Dudian ve Popa (2013)	Slovenya ve Slovakya	Zaman serisi analizi	Özel yurtiçi kredi payındaki artışın aksine özel sektör kredi büyüme oranı ve para arzında (M2) meydana gelen bir artış GSYH'yi olumlu yönde etkilemektedir.
Petkovski ve Kjosevski (2014)	Merkez ve Güneydoğu Avrupa ülkeleri	GMM yöntemi	Özel sektör kredileri ve faiz oranları arasındaki marj ekonomik büyümeyi negatif olarak etkilerken para benzeri varlıkların ekonomik büyüme üzerine etkisi pozitifdir.

Tabloda verilen literatür özetini incelediğimizde çalışmaların neredeyse tümünde finansal gelişme göstergelerinin iktisadi büyümeyi pozitif anlamda etkilediği sonucu elde edilmiştir.

3.2. Veri ve Yöntem

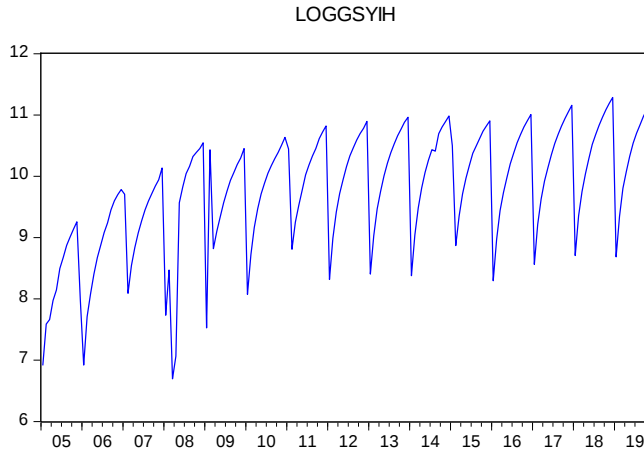
Çalışmada 2005-2019 yılları arasında Gayrisafi Yurt İçi Hasıla üzerinde finansal genişlemenin etkisi test edilecektir. Veri seti, 2005 yılının ocak ayı ile 2019 yılının ekim ayı arası zaman dilimini kapsayan 178 gözlemden oluşmaktadır. Veriler Azerbaycan Merkez Bankasının internet sitesinden (cbar.az) elde edilmiştir. Ekonometrik modelde kullanılacak değişkenler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

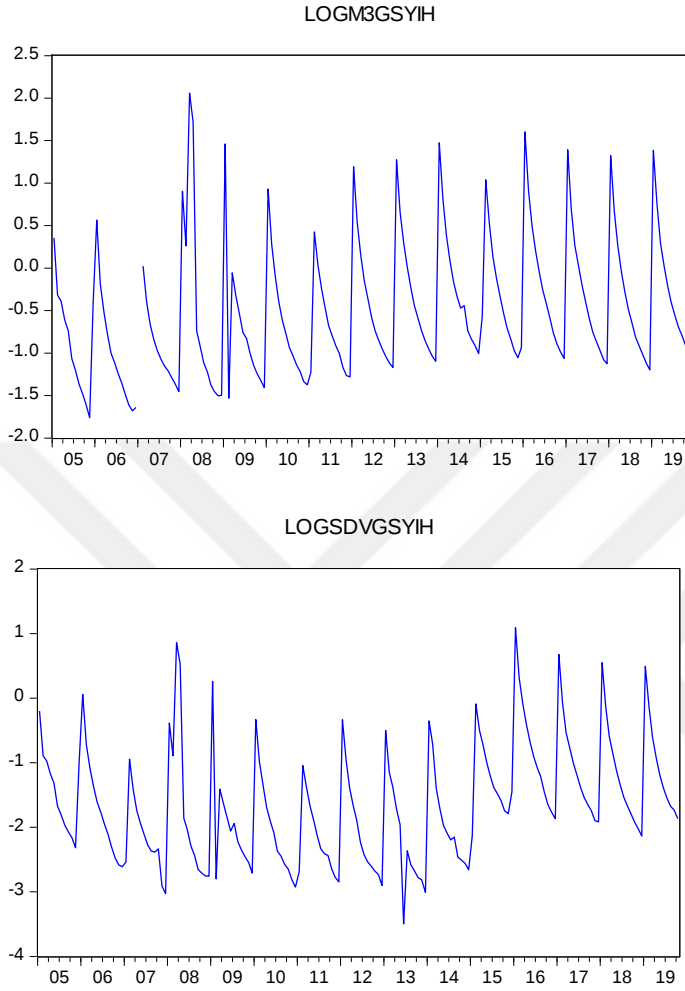
Tablo 1: Değişkenlere Yönelik Bilgiler

Değişken ismi	Değişkenin Modeldeki Rolü	Değişkenin açılımı
GSYİH	Bağımlı değişken	Reel Gayrisafi Yurt İçi Hasıla

M3/GSYİH	Bağımsız değişken	M3 para arzının GSYİH içindeki yeri
KREDİ/GSYİH	Bağımsız değişken	Kredi hacminin GSYİH içindeki yeri

Kurulacak ekonomik modeli teorik dayanağı gereğince inceleyecek olursak, ülkenin makro finansal verilerinin GSYİH üzerinde etkili olduğu, teori gereğince kabul edilmiş ve ampirik çalışmalarla sınanmış bir görüştür. Para arzının en geniş tanımı olan M3 para arzının GSYİH'e oranı ile bulunmuş değişken; parasal genişlemenin, milli üretimle özdeş ve eşbütünleşik olup olmadığını açıklamak amacı ile modelde yer almaktadır. Toplam kredi hacmini GSYİH'e oranı ise, kredi tabanı genişlemesinin, yani, kredi hacmin genişlemesinin toplam üretim üzerinde etki yaratıp yaratmadığını araştırmaktır. Hem M3'ün hem de toplam kredi hacmini ham veri olarak değil de GSYİH'e oran olarak ele alınmasının nedeni, finansal verilerin GSYİH'e duyarlı bir biçimde GSYİH'e olan etkisini araştırmaktır.





Ele alınan serilerin grafiğine göz attığımızda ele aldığımız serilerin durağan olmadığına, mevsimsel dalgalanmaların ve loggyih serisinin trende sahip olduğu tahmin edilmiştir. Serilerimizi durağanlaştırmakla aynı zamanda kaçınıcı mertebeden durağanlığa sahip olduklarını tahmin etmek sebebiyle yukarıdaki testlerin yapılması şarttır. Değişkenlerimizin hepsi census x11 yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmış aynı zamanda logaritması elde edilerek modele yerleştirilmiştir.

3.3. BİRİM KÖK ANALİZİ

İktisadi olarak zaman serisi modellerine baktığımızda değişkenler genel olarak durağan olmamaktadırlar. Değişkenlerin durağan olmamaları ile yapılan regresyon testi genelde sahte regresyona sebep olacaktır. Ayrıca durağan olmayan değişkenler ile

yapılmakta olan analizler sonucu ve tahminlerin iktisadi yorumlanması tutarsızdır. Zaman serilerinin durağan olduğu durumda kovaryansı, varyansı ve ortalaması zaman içerisinde değişmemektedir (Göktaş, 2005).Yapılan ampirik çalışmalarda durağan olmayan zaman serilerini durağan hale getirmek nedeniyle birim kök testleri yapılmaktadır. Literatürde yaygın olarak rastladığımız birim kök testlerine Augumented Dickey Fuller (ADF), Philips-Perron ve Dickey Fuller testlerini örnek vere biliriz (Yurdakul, 2000). Yapılan çalışmada durağanlık koşulunun araştırılmasında genişletilmiş Phillips-Perron (1988) ve Dickey-Fuller(1981) birim kök testleri ortaya çıkmıştır.

Dickey-Fuller (1979) testi zaman serileri uygulamasında değişkenlerin otoregresif süreçle ifade edilip edilmeyeceğini öne çıkaran bir yapı seğılemektedir.Bunun yanı sıra Dickey-Fuller testi t istatistiğine bakılarak karar verilmekte olan ve en küçük kareler (EKK)yöntemi ile $y=0$ hipotezi için birim kök testi uygulayan bir metot olmaktadır. Bahsedilen Dickey-Fuller testinde bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini, bağımsız değişken olarak modele dahil ederek Genişletilmiş Dickey-Fuller (1981) testi olarak Dickey-Fuller testi geliştirilerek öne sürülmüştür. Dickey-Fuller(1981) testinde gecikmeli değişkene ait olan uygun gecikme sayısı belirlenirken Schwarz ve Akaike kriterileri kullanılarak bulunmaktadır (Göktaş,2005,s.67).Aşağıda sırasıyla bahsi geçen testin sabitsiz ve trendsiz, sabitsiz ve trendli , sabitli ve trendli modelleri verilmiştir :

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum \delta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \sum \delta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \beta T + \delta Y_{t-1} + \sum \delta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Phillips ve Perron (1988) finansal zaman serilerinde daha çok kullanılan bir testtir. Bu testi ADF`den farklı kılan önemli özelliği, değişen varyans ve otokorelasyon sorunu ile baş etmesidir. (Xrancis,1999,12). Aşağıda sırasıyla testin sabitsiz ve trendsiz, sabitsiz ve trendli , sabitli ve trendli modelleri verilmiştir

$$Y_t = \delta Y_{(t-1)} + u_t \quad (4)$$

$$Y_t = \beta_1 + \delta Y_{(t-1)} + u_t \quad (5) \quad [\text{Sabit Terimli}]$$

$$Y_t = \beta_1 + \delta Y_{(t-1)} + \beta_2(t-T/2) + u_t \quad (6) \quad [\text{Sabit Terimli ve Eğilim Katsayılı}]$$

Aşağıdaki tablolarda her üç değişkenin ADF ve PP testi sonuçları verilmiştir :

Tablo 2 : GSYİH

Test	Düzy	Birinci Fark
ADF	-1.844078 (0) [0.3567]	-6.787583(0) [0.0000] *
PP	-1.989490 [0.2908]	-6.541754 [0.0000] *

Tablo 3: M3/GSYİH

Test	Düzy	Birinci Fark
ADF	0.592762 [0.9886]	-7.346884 [0.0000] *
PP	0.271092 [0.9752]	-5.164065 [0.0000] *

Tablo 4: SDV/GSYİH

Test	Düzy	Birinci Fark
ADF	-0.603018 [0.4545]	-8.519731 [0.0000]
PP	-0.588611 [0.4608]	-8.455948 [0.0000]

- *: %5 düzeyinde, H_0 hipotezinin reddedildiği anlamına gelmektedir.

- Gecikme uzunlukları Schwartz bilgi kriterine göre hesaplanmış ve parantez içerisinde uygun gecikme uzunluğu verilmiştir.

Her üç serinin hem Augumented Dickey-Fuller (ADF) hem de Phillips-Perron (PP) testi sonuçlarına göre düzey değerlerinde birim kök içerdiği (H_0 hipotezi reddedilememektedir) sonucuna varılmıştır. Değişkenlerin 1. farkları alındıktan sonra birim kökün ortadan kalktığı (H_0 hipotezi red ediliyor) görülmüştür. Serilerin düzey değerlerinde test istatistiklerinin, kritik değerden büyük olduğu için serilerin birim kök içerdiği görülmektedir. Seriler birinci farkları alındığında durağan hale geldiği görülmüştür. Serilerin durağan olmadığından dolayı sahte regresyonun olabileceğinden, ancak seriler arasında uzun dönemli ilişkinin olup olmadığının araştırılması gerektiği (Göktaş,2015:43) ve uzun dönemli ilişkinin Johansen Eşbütünleşme Testi ile araştırılabileceğine karar verilmiştir.

3.4. JOHANSEN KOETENGRASYON (EŞBÜTÜLEŞME) TESTİ

Koentengrasyon iktisadi değişkenler arasında uzun dönem ilişkisinin araştırılmasında kullanılmaktadır.. Aralarında uzun dönemli denge ilişkisi olduğu farz edilen değişkenler bu yöntemle test edilmektedirler. Koentengrasyon durağan olmayan değişkenlerin doğrusal kombinasyonu ile ilgilenmektedir. Koentengrasyon koşuluna göre bütün değişkenler aynı mertebeden entegre olmalı (Göktaş,2005,115) .

Literatürde koentegrasyonun saptanmasında en çok kullanılan yöntemlerden birisi Johansen (1988) analizidir. Bu yöntemde vektör otoregresif (VAR) modellerde bir değişkenin kendisinin ve modelde yer alan bütün değişkenlerin gecikmeli değerleri ifade edilmektedir. (Enders,1995,386: Göktaş,2015,125).

Johansen koentegrasyon analizinde π matrisinin rankının bilinmesi gerekmektedir. Burada Π katsayıları ($N \times N$) boyutlu matristir. matrisi, $\pi = \alpha\beta$ şeklinde yazılır. β eşbütünleşme matrisini, α ise her bir eşbütünleşme vektörünün parametrelerine ilişkin ağırlıkları göstermektedir. Johansen koentegrasyon testinde : $r(\pi) = 0$ ise eşbütünleşme yoktur, $r(\pi) = 1$ ise 1 tane eşbütünleşme, $r(\pi) = 2$ ise 2 tane eşbütünleşme, $r(\pi) = r$ ise r tane eşbütünleşme ilişkisi vardır (Bierens,1997,384).

Koentengrasyon testi yapılacağı durumlarda serilerin düzey değerleri kullanılarak VAR modeli kurulmalı ve uygun gecikme uzunluğu belirlenmelidir .

Johansen Eşbütünleşme testine geçmeden önce, seriler arasındaki etkileşimin kaç aylık gecikmeyle ortaya çıktığını tespit etmek üzere optimal gecikme uzunluğu olan VAR(1) modeli oluşturulmuş, Akaike ve Shwartz bilgi kriterileri ile gecikme sayısına karar verilmiştir. 12 gecikme sayısına kadar bakılmış hem akaike hem de shwartz kriteri baz alınarak uygun gecikme uzunluğu üç (3) olarak bulunmuştur.

Tablo 5: Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Uzunluğu	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	- 1678.332	NA	23233125	25.47472	25.54024	25.50134
1	- 1195.789	935.8399	17787.64	18.29983	18.56191*	18.40633*
2	- 1183.295	23.66330	16874.51	18.24689	18.70552	18.43326
3	- 1173.755	17.63516*	16746.53*	18.23870*	18.89389	18.50494
4	- 1166.654	12.80227	17253.61	18.26749	19.11922	18.61359
5	- 1161.891	8.370669	18428.46	18.33169	19.37998	18.75767
6	- 1152.950	15.30882	18489.99	18.33258	19.57742	18.83842
7	- 1149.740	5.350119	20253.61	18.42030	19.86170	19.00602
8	- 1142.805	11.24257	20991.05	18.45160	20.08955	19.11719

Bulunan optimal gecikme uzunluğunda otokorelasyonun olup olmadığını araştırmak için LM testi yapılmıştır. Bulunan 3. Gecikme uzunluğunda otokorelasyonun olup olmadığı test edilmiştir:

Tablo 6: Otokorelasyon Testi

Gecikme	LM-Stat	Prob
1	13.15070	0.1559
2	15.21575	0.0852
3	10.31326	0.3257
4	7.561442	0.5789
5	15.49914	0.0781
6	10.09251	0.3430
7	6.379983	0.7014
8	2.017304	0.9912
9	4.373142	0.8852
10	17.54503	0.0408
11	15.07624	0.0889
12	6.108068	0.7291

LM otokorelasyon testinin hipotezlerine göre %5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi otokorelasyonun olmadığını, H_1 hipotezi otokorelasyonun olduğunu göstermektedir. Uygulanan testin sonucuna göre 3. gecikme uzunluğunda hesaplanan değer olan 0.3257 değerinin %5 anlamlılık düzeyindeki ve 4. Serbestlik derecesine uygun olarak tablo değerinden ($\chi^2_{0.005;4} = 9,488$) küçük oldmaktadır. Bu durumda 3. gecikmede otokorelasyonun olmadığı yönünde olan H_0 hipotezi reddedilememektedir.

Analiz sonuçlarının tüm istikrar koşullarını sağlayıp sağlamadığını test etmek için hata teriminin tüm dönemler için sabit kalıp kalmadığı Heteroskedasite testi ile incelenmiştir. Yapılan White testi sonuçlarına göre, hata teriminin tüm dönemler için sabit olduğu görülmüştür:

Tablo 7: White Değişen Varyans Testi

χ^2	Df	Olasılık Değeri
31.2274	38	0.1191

*Yapılan otokorelasyon ve değişen varyans testi ile istikrar koşulu sağlanmış, yapılan testin analizinin sonuçlarının ekonometrik olarak anlamlı olduğu kanaatine varılmıştır.

Bir sonraki aşamada seriler arasında uzun dönemli ilişkinin (Eşbütünleşmenin) varlığını test etmek için Johansen (1988) Eşbütünlüşme testi uygulanmıştır. Bu testte eşbütünleşme vektörlerinin sayısını belirlemek amacıyla iz (λ_{trace}) ve maksimum öz (λ_{max}) değerleri kullanılmaktadır. İz ve maksimum öz değerlerin, %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerlerden büyük olduğu durumda eşbütünleşmenin (yani, uzun dönemli ilişkinin) olduğuna karar verilir. Johansen Eşbütünlüşme testine göre H_0 hipotezi eşbütünleşmenin olmadığını ($r=0$), H_1 hipotezi ise eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu ($r>0$) desteklemektedir.

Tablo 8: λ_{trace} Değerlerine Göre Hipotezin Değerlendirilmesi

Temel hipotez H_0	Alternatif Hipotez H_1	λ_{trace} değeri	0.05 kritik değeri	Olasılık değeri
$r=0$	$r>0$	86.84169	35.19275	0.0000
$r<1$	$r>1$	41.29980	20.26184	0.0000
$R<2$	$r>2$	3.442907	9.164546	0.5014

Tablo 9: λ_{max} Değerlerine Göre Hipotezin Değerlendirilmesi

Temel hipotez H_0	Alternatif Hipotez H_1	λ_{max} değeri	0.05 kritik değeri	Olasılık değeri
$r=0$	$r>0$	45.54189	22.29962	0.0000

r<1	r>1	37.85689	15.89210	0.0000
r>2	r>2	3.442907	9.164546	0.5014

Tabloda r, eşbütünleşme sayısını ifade etmektedir. Kritik değerler MacKinnon (1996), olasılık değerleri ise Mackinnon-Haug-Michelis'dan(1999) alınmıştır.

Test sonuçlarını incelediğimizde iz ve maksimum öz değerlerin %5 kritik değerlerden daha büyük olduğu görülmektedir. Bu durum, en az 1 koentegre ilişkisinin mevcut olduğunu göstermektedir. Yani, LOGGSYİH, LOGM3GSYİH ve LOGSDVGSYİH değişkenleri eşbütünleşik olmaktadır. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini açıklayan katsayılar aşağıdaki gibidir :

Tablo 10: Eşbütünleşme Katsayıları

Katsayı	LOGGSYİH	LOGM3GSYİH	LOGSDVGSYİH
Normalleştirilmiş eşbütünleşme katsayıları (β')	1.000000	-0.102364 (0.00012)	-0.130040 (0.01120)
Uyarlanma hızları katsayıları (α)	-3.383243 (0.15533)		

Tablodaki veriler ışığında LOGGSYİH, LOGM3GSYİH ve LOGSDVGSYİH değişkenleri arasındaki uzundönemli ilişkiyi yorumlayabiliriz. Ekonometrik modelin bulgularına göre, Azerbaycan'da m3 para arzındaki %1'lik artış, GSYİH'ı 0,1 kadar, SDV kredilerindeki %1'lik artış ise GSYİH'ı 0,13 kadar artırmaktadır.

3.5 HATA DÜZELTME MODELİ (VEC)

Uzun dönemde eşbütünleşik olan LOGGSYİH , LOGM3GSYİH ve LOGSDVGSYİH değişkenleri arasında kısa dönemli dinamikleri araştırmak amacıyla Vektör Hata Düzeltme Modeli tahmin edilmiştir. Tahmin sonucu elde edilen bulgular

aşağıda verilmiştir:

$$\Delta \text{LOGGSYIH}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{LOGM3GSYIH}_t + \alpha_2 \Delta \text{LOGSDVGSYIH}_t + \alpha_3 \text{TREND} + \alpha_4 \text{ECT}_{t-1} + E_t \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \text{LOGGSYIH} = & -0.002 \text{ECT}_{t-1} \\ & + 0.16 \text{LOGM3GSYIH}_{t+1} + 0.24 \text{LOGSDVGSYIH} + 0.15 \text{LOGGSYIH}_{t-2} + 0.001 \quad (8) \\ R^2 = & 0.53 \end{aligned}$$

Düzeltilmiş $R^2 = 0.52$

M3 para arzındaki 1 birimlik artışın 1 dönem GSYİH'ı 0.16, iki dönem sonra 0.15 olarak artırmaktadır. 2 dönem sonra anlamlılık ortadan kalkmaktadır. SDV kredilerinde 1 birimlik artış ise 1 dönem sonra 0,24 kadar GSYİH'ı artırmaktadır. Hata teriminin katsayısının negatif olması ve t istatistiğinin anlamlı çıkması hata düzeltme modelinin anlamlı olduğunu göstermektedir. Hata teriminin katsayısının negatif çıkması, kısa dönemde dengeden sapmaların olmasına rağmen uzun dönemde yeniden dengeye geldiğini göstermektedir.

Bulgular, istatistiksel ve ekonometrik olarak anlamlı, iktisadi olarak ise beklenenden daha düşük bir sonuç doğurmaktadır.

SONUÇ

İktisadi büyüme sürecinin ve bu sürecin bileşenlerinin her dönem öne çıkan konulardan olduğu dikkat çekmektedir. İktisadi büyüme olgusunun hem kamu politikalarınca odak noktası olması hem de iktisadi literatürde üzerinde durulması, ülkelerin farklı iktisadi büyüme performansları göstermesi ve ekonomilerindeki büyüme süreçlerini farklı faktör artışları ile hayata geçirmeleri ile daha da artmıştır. Hem ulusal hem de uluslararası ekosistemde önemli yer tutan finansal büyüklükler ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin önemli olup olmadığı sorunsalı, literatürde önemli tartışmalara neden olmuştur. Hatta, bazı iktisatçıların finansal sektörde yaşanan gerilemelerin reel büyümeyi artırdığı fikrini savunmaktadırlar.

Finansal sistemin başlıca görevi, ekosistemde yer alan fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirmektir. Finansal sistem; yasal çerçeveler dahilinde finansal araç ve araçların vasıtasıyla sürdürülmektedir. Finansal araç ve araçların sayısının yükselmesi ve finansal sistemin genel hatlarının gelişmesi ile birlikte reel ekonomiyi besleyen bir finansal sistem öne çıkmaktadır.

Finansal ekosistemin temel amacı, ekonomide mevcut olan fon fazlası olan birimlerden, fon ihtiyacı olan birimlere fon aktarımını gerçekleştirmektir. Finansal sistem bu fonksiyonunu; finansal araçlar, araçlar ve bu birimlerin davranışlarını şekillendiren yasal düzenlemeler sayesinde yerine getirmektedir. Finansal araçların artması ve gelişmesi, yeni finansal araçların yaratılması ve yeni yasal düzenlemelerle finansal sistemin istikrarlı bir yapıya kavuşturulması, hem finansal sistemin gelişmesi, hem de reel ekonomiyi besleyebilmesi için gereklidir.

Finans sektöründeki büyümeler, hem finansal genişlemeyi hem de finansal derinleşmeyi içermektedir. Finansal piyasaların genişlemesi veya çeşitlenmesi yoluyla finansal sektörün gelişmesi, kaynakların daha iyi tahsis edilmesini sağlamaktadır.

Finansal büyüme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki ekonomi literatüründe sıkça ampirik analizler ile test edilen bir ilişkidir. Bazı yazarlara göre, bu ilişki önemli bir düzeyde iken, bazılarına göre ise önemsizmeyecek kadar düşük düzeydedir. Schumpeter (1912) , bankacılık sisteminin, iktisadi büyüme sürecinin motoru olduğunu idda ederken, Robinson (1952) ise ekonominin büyüme sürecinde girişimleri hayata geçirmek için gereken likit tedariki ile sınırlı olduğunu düşünmüştür. Bunun yanı sıra Lucas (1988) da finansal sektörün ekonomi içerisindeki yerinin abartıldığını düşünmekteydi. Bu ilişkiye yönelik yapılan ilk ampirik çalışma Godsmith (1969) tarafından yapılmış ve iki ekonomik süreç arasında önemli bir pozitif bağlantının olduğu görülmüştür. İktisadi büyüme ve finansal büyüme enstrümanları arasındaki nedenselliğin yönüne ilişkin literatüre üç başlık altında bakabiliriz. Bunlardan ilki, Schumpeter(1911) tarafından ortaya atılan arz çekişli ilişkidir. Bu fikre göre, finansal sistemin etkin bir şekilde aracılık fonksiyonunu yürüttüğü takdirde, yatırımlar için gerekli fon miktarı sağlayarak ekonomik büyümeyi artırmaktadır (Aydın vd. 2013). Bu fikre göre, tek yönlü ve finansal sistemden iktisadi büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik mevcuttur. İkinci bakış açısı ise, Robinson (1952) ile başlayan ve finansal gelişmenin iktisadi büyümeyi takip ettiğini ifade eden talep itişli yaklaşımdır. Bu durumda ise iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedensellik söz konusudur. Bu fikirler ile birlikte Demetriades ve Hussein'in (1996) tarafından ortaya atılan bakış açısına göre finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında hem arz çekişli hem de talep itişli olmak üzere çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin mevcuttur. Üçüncü bakış açısı ise Lucas'ın (1988) ampirik çalışmasında elde ettiği sonuçtan hareketle, finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin mevcut olmadığını vurgulamaktadır (Bozoklu ve Yılancı 2013).

Yapılan ampirik çalışmanın bulgularına göre, değişkenler üzerinde yapılan birim kök testlerinin sonuçları her üç değişkenin birinci mertebeden durağan olduğunu göstermiştir. Ardından eşbütünleşme testine geçmeden önce uygun gecikme uzunluğu bulunmuş ve bu gecikme uzunluğunda otokorelasyon ve değişen varyans gibi tanısallık testleri yapılmış ve sonuç olarak modeli etkileyecek bir soruna rastlanmamıştır. Yapılan Johansen eşbütünleşme testi sonuçlarına göre 1 milyon manatlık m3 para arzı artışı, 0,1 kadar GSYİH'ni artırmakta, SDV kredilerindeki 1 milyon manat artış ise 0,13 kadar

GSYİH'ı artırmaktadır sonuçları elde edilmiştir. Hem uzun dönemde hem de kısa dönemde değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Hata düzeltme modelinin anlamlı sonuç doğurması, kısa dönemli anlamlılığı teyit etmiştir. Eşbütünleşme testi sonuçlarına göre çalışma kapsamında kurulan H_0 hipotezinin doğruluğunu kabul etmiştir (H_0 : Finansal genişleme GSYİH'ni artırmaktadır. H_1 : Finansal genişleme GSYİH'ni artırmamaktadır) .





KAYNAKÇA

Abu-Bader, Suleiman ve Abu-Qarn, Aamer. S. (2008), “Financial Development and Economic Growth: The Egyptian Experience”, *Journal of Policy Modeling*, 30 (2008), pp. 887–898.

Ağayev, S. (2012), “Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi”, *Marmara Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 32(1), 155-164.

Akıncı, G., Y. , Akıncı, M. ve Ö. Yılmaz (2014), “Financial Development Economic Growth Nexus: A Panel Data Analysis Upon OECD Countries”, *Hitotsubashi Journal Of Economics*, 55(1), 33-50.

Akimov, A., Wijeweraa, A., ve B. Dollery, (2009), “Financial Development and Economic Growth: Evidence from Transition Economies”, *Applied Financial Economics*, 2009, 19(12), 999-1008.

Al-Yousif, Y. K. (2002). Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries. *Review of Financial Economics*, 11(2), 131–150.

Ang, James B. and McKibbin, Warwick J., (2007), "Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia", *Journal of Development Economics*, Elsevier, Vol. 84(1), 215-233, September.

Anwar, Sajid ve Sun, Sizhong (2011), “Financial Development, Foreign Investment and Economic Growth in Malaysia”, *Journal of Asian Economics*, 22(2011), pp.335-342.

Arestis, P., Demetriades, P.O. ve Luintel, K.B. (2001). “Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33(1), 16–41.

Arestis, P., Demetriades, P.O., Fattouh, B. ve Mouratidis, K. (2002). “The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence from Developing Economies”, *International Journal of Finance and Economics*, 7(2), 109–121.

Atje, R. ve Jovanovic, B., (1993). “Stock Markets and Development, European Economic Review, 37(2-3), 632–640.

Aydın, K., M., Ak, M. Z. ve N. Altuntaş (2013), “Çevre Ülkelerinde Finansal Gelişme ile Büyüme Arasındaki İlişki: Panel Veri Analizi”. H. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 31(2), 1-14.

Aydın, Mücahit, and Gürkan Malcıoğlu. "Financial Development and Economic Growth Relationship: The Case of Oecd Countries." Journal of Applied Research in Finance and Economics 2.1 (2016): 1-7.

Beck, T. ve Levine, R. (2004). “Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence”, Journal of Banking and Finance, (28), 423–442.

Beck, T., Levine, R. ve Loayza, N. (2000). “Finance and the Sources of Growth”, Journal of Financial Economics, 58(1-2), 261–300.

Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. The Review of Economic Studies, 58(2), 195. <http://doi.org/10.2307/2297964>

Bhattacharya, P.C. ve Sivasubramanian M.N. (2003) “Financial Development and Economic Growth in India: 1970- 1971 to 1998-1999”, Applied Financial Economics, 13(2), 925-929.

Bozoklu, Ş. ve V. Yılcı (2011), “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Gelişmekte Olan Ekonomiler İçin Analiz”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 28(2), 161-187.

Calderon, Cesar ve Liu, Liu (2003), “The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth”, Journal of Development Economics, 72 (2003), pp.321 – 334.

Caporale, G. M., Rault, C., Sova, R., & Sova, A. (2009). Financial development and economic growth: Evidence from ten new EU members (Brunel University Economics and Finance Working Paper Series, No. 09-37). Retrieved from

https://www.researchgate.net/publication/46450349_Financial_Development_and_Economic_Growth_Evidence_from_Ten_New_EU_Members

Caporale, G.M., Howells, P. ve Soliman, A.M. (2005). “Endogenous Growth Models and Stock Market Development: Evidence From Four Countries”, *Review of Development Economics*, 9(2), 166–176.

Chang, Tsangyao ve Caudill, Steven B. (2005); “Financial Development and Economic Growth: The Case of Taiwan”, *Applied Economics*, Volume 37, Number 12, s. 1329-1335.

Christopoulos, Dimitris K. ve Tsionas, Efthymios G. (2004); “Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests”, *Journal of Development Economics*, Volume 73, Issue 1, s. 55-74.

Cojacaru, L. Hoffman, S. ve J. Miller, (2011), “Financial Development and Economic Growth: Empirical Evidence from CEE and CIS Countries”, *Working Paper Series*, 22, 1-30.

Demetriades, P. O., & Hussein, K. A. (1996). Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics*, 51(2), 387–411. [http://doi.org/10.1016/S0304-3878\(96\)00421-X](http://doi.org/10.1016/S0304-3878(96)00421-X)

Demirguc-Kunt, A. ve Maksimovic, V. (1998). “Law, Finance, and Firm Growth”, *Journal of Finance*, 53(6), 2107–2137.

Dickey, D. ve Fuller W. A. (1981). “Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with A Unit Root”, *Econometrica*, 49(4), ss. 1057-1072.

Dickey, D.A. ve Fuller W.A. (1979). “Distribution of The Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, *Journal of the American Statistical Association*, 74, 427-431.

Dritsakis, N., Adamopoulos, A.. (2004). “Financial Development and Economic Growth in Greece: An Empirical Investigation with Granger Causality Analysis”, *International Economic Journal*, 18(4), 547-559.

- Dudian, M., P., ve A. Raluca, (2013), “Financial Development and Economic Growth in Central and Eastern Europe», Theoretical and Applied Economics, 20 (8/585), 59-68.
- E Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Engle, R. F. ve Granger C. W. J. (1987). “Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing”, *Econometrica*, 55 (2), 251-276.
- Enisan, A. A. ve Olufisayo, A.O. (2009). “Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Seven Sub-Saharan African Countries”, *Journal of Economics and Business*, 61(2), March-April, 162-171.
- Fink, G., Haiss, P. ve G. Vuksic, (2009), “Contribution of Financial Market Segments at Different Stages of Development: Transition, Cohesion and Mature Economies Compared”, *Journal of Financial Stability*, 5 (4), 431-455.
- Fink, G., Haiss, P. ve Hristoforova, S. (2003). Bond Markets and Economic Growth, *Research Institute for European Affairs Working Paper*, 49. April.
- Francis, X. (1999). On the power of Dickey-Fuller tests against fractional alternatives. *Business Cycles: Durations, Dynamics, and Forecasting*, 258.
- Fry, M. F. (1978). Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development? *Journal of Money, Credit and Banking*, 10(4), 464–475.
- Goldsmith, R. W. (1959). Financial Structure and Development as a Subject for International Comparative Study. In *National Bureau of Economic Research (Vol. The Compar*, pp. 114–123). NBER.
- Goldsmith, R.W. (1969). *Financial Structure and Development*, Yale University Press: New Haven.
- GÖKTAŞ, Ö. (2005). *Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi*. İstanbul: Beşir Kitabevi.
- Gregorio, J. D., & Guidotti, P. E. (1995). Financial development and economic growth. *World Development*, 23(3), 433-448. doi: 10.1016/0305-750X(94)00132-1

Gujarati, D.N. (1999) Temel Ekonometri, (Çev. Ü. Şenesen ve G.G. Şenesen). İstanbul, Literatür Yayınları.

Gurley, J.G. ve Shaw, E.S. (1955). “Financial Aspects of Economic Development”, American Economic Review, (45), 515–538.

Hagmayr, B., Haiss, P. ve K. Sümegi, (2007), “Financial Sector Development and Economic Growth-Evidence for Southeastern Europe”, Research Gate, 2007,http://www.researchgate.net/publication/228255390_Financial_Sector_Development_and_Economic_Growth_Evidence_for_Southeastern_Europe,ErişimTarihi: 04.11.2015.

Henry, P.B. (2000),“Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?”, Journal of Financial Economics, 58(1-2), 301–334.

Johansen S. ve Juselius, K. (1990). “Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Application to the Demand for Money”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 52(2), 169-210.

Johansen, S. (1988). “Statistical Analysis of Cointegration Vectors, Journal of Economic Dynamics and Control, 12(2-3), 231-254.

Kandır, S. Y., İskenderoğlu, Ö., & Önal, Y. B. (2007). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Araştırılması. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 16(2), 311–326.

Kar, M., Pentecost, E. J. (2000). Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on The Causality Issue, Loughborough University Economic Research Paper, December. (Erişim Tarihi 09.02.2009). (<http://www.econturk.org/muhsinkar.pdf>).

Kenourgios, D., ve A. Samitas, (2007), “Financial Development and Economic Growth in a Transition Economy: Evidence for Poland”, Journal of Financial Decision Making, 3(1), 35-48.

King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. The Quarterly Journal of Economics, 108(3), 717–737. <http://doi.org/10.2307/2118406>

- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513–542. [http://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90028](http://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90028)
- Levine, R. ve Zervos, S., (1998). “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*, 88(3), 537–558.
- Lucas, R., E., (1988), “On the Mechanics of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.
- Luintel, Kul B., Khan, Mosahid, Leon-Gonzalez, Roberto ve Li, Guangjie (2016), “Financial Development, Structure and Growth: New Data Method and Results”, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 43 (2016), pp.95-112.
- Mccaig, B. ve Stengos, T. (2005). “Financial Intermediation and Growth: Some Robustness Results”, *Economics Letters*, 88(3), 306–312.
- Mckinnon, R., (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C., The Brookings Institution.
- Menyah, Kojo, Nazlıoğlu, Şaban ve Wolde-Rufael, Yemane (2014), “Financial Development, Trade Openness and Economic Growth in African Countries: New Insights from a Panel Causality Approach”, *Economic Modelling*, 37(2014), pp.386–394.
- Müslümov, A. ve Aras, G. (2002). “Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği”, *İktisat İşletme Finans*, 17(198), 90- 100.
- Naceur, Samy Ben, and Samir Ghazouani. "Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region." *Research in International Business and Finance* 21.2 (2007): 297-315.
- Ndikumana, L. (2005). “Financial Development, Financial Structure, and Domestic Investment: International Evidence”, *Journal of International Money and Finance*, 24(4), 651–673.

Obradovic, S. ve M. Grbic, (2015), “Causality Relationship Between Financial Intermediation by Banks and Economic Growth: Evidence From Serbia”, Prague Economic Papers, 24(1), 60-72.

Patrick, H. T. (1966), Financial Development And Economic Growth in Underdeveloped Countries, Economic Development and Cultural Change, 14, 174–189.

Petkovsk, M. ve J. Kjojevski, (2014), “Does Banking Sector Development Promote Economic Growth? An Empirical Analysis for Selected Countries in Central and South Eastern Europe”, Economic Research, 27(1), 55-66.

Rioja, Felix ve Valev, Neven (2004); “Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development”, Economic Inquiry, Vol. 42, No. 1, s. 127-140.

Robinson, J. (1952), “The Generalization of the General Theory”, In the Rate of Interest and Other Essays, London, Macmillan, 69-142.

Rousseau, P.L. ve Vuthipadadorn, D. (2005), “Finance, Investment, and Growth: Time Series Evidence from 10 Asian Economies”, Journal of Macroeconomics, (27), 87–106.

Schumpeter, J. (1911). The Theory of Economic Development, Harvard University Press, Cambridge.

Schumpeter, J. A., (1912), The Theory of Economic Development, Cambridge: Harvard University Press.

Schumpeter, J. A., (1934), The Theory of Economic Development; An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle, Çev. Opie, R. Cambridge: Harvard University Press.

Shahbaz, M., Ahmed, N. ve Ali L. (2008). “Stock market Development and Economic Growth: ARDL Causality in Pakistan”, International Research Journal of Finance and Economics, 14, 182-195.

Shahbaz, Muhammed, Tiwari, Aviral Kumar ve Nasir, Muhammed (2013), “The Effects of Financial Development, Economic Growth, Coal Consumption and Trade Openness on CO2 Emissions in South Africa”, Energy Policy, 61(2013), pp.1452–1459.

Shan, J. Z., Morris, A. G., & Sun, F. (2001). Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem? *Review of International Economics*, 9(3), 443–454. <http://doi.org/10.1111/1467-9396.00291>

Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, London.

Smargandi, Nahla, Fırdmuc, Jan ve Ghosh, Sugata (2015), “Is the Relationship Between Financial Development and Economic Growth Monotonic? Evidence from a Sample of Middle-Income Countries”, *World Development*, 68, pp. 66–81.

Soultaneva, A., (2011), “Financial Intermediation and Economic Growth: Evidence from the Baltic Countries”, *Umea Economic Studies*, 187, 1-11.

Winkler, A., (2009), “Southeastern Europe: Financial Deepening, Foreign Banks and Sudden Stops in Capital Flows”, *Focus on European Economic Integration*, 1, 84-97

Wolde- Rufael, Yemane (2009), “Re-examining the financial development and economic growth nexus in Kenya”, *Economic Modelling*, 26(2009), pp.1140–1146.

Yurdakul, F. (2000). Yapısal kırılmaların varlığı durumunda geliştirilen birim-kök testleri. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(2).

Zhang, Jin, Wang, Lanfang ve Wang, Susheng (2012), “Financial Development and Economic Growth: Recent Evidence from China”, *Journal of Comparative Economics*, 40 (2012), pp.393–412.

