

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT POLİTİKASI ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME
ARASINDAKİ İLİŞKİ: AZERBAYCAN ÖRNEĞİ

Araz GAFAROV

Öğrenci No: 2501181173

Tez Danışmanı

Dr. Öğr. Üyesi Murat ÇETİN

İSTANBUL – 2022

ÖNSÖZ

Bu noktaya gelmek ve yüksek lisansımı bitirmek benim için çok uzun ve zorlu bir yolculuk oldu. Bu süreçte bana güç ve ilim verdiği için Yüce ALLAHA teşekkürlerimi bildiriyorum.

Çalışmanın hazırlanma sürecinin her aşamasında bilgilerini, tecrübelerini ve değerli zamanını esirgemeyerek bana her fırsatta yardımcı olan sayın hocam Dr. Öğr. Üyesi Murat ÇETİN'e rehberlik, teşvik, eleştiri ve motivasyonları için teşekkür ederim. Onun öğrencisi olup ve onunla çalışma fırsatına sahip olmak benim için bir onurdu.

Önerileri ve katkıları tezimin kalitesini ve değerini önemli ölçüde artırdığı için tezimin jüri üyeleri olan Dr.Öğr.Üyesi Ümit Bozoklu, Dr.Öğr.Üyesi Ebubekir Mollaahmetoğlu özel bir teşekkürü ve takdiri hak ediyorlar. Onlara destekleri ve katkılarından dolayı çok teşekkür ederim.

Yükseklisans eğitimim boyunca diğer tüm hocalarıma yardımları, değerli emekleri ve eğitimime katkıları için çok teşekkür ederim.

Manevi desteğini sadece bu tezde değil, her zaman uzakta bile olsalar bana hissettiren annem ve babam hayatlarını her zaman sadece bana ve ablalarıma adadılar. Kelimeler duygularımı ve onlara olan minnettarlığımı ifade edemez. Beni yüksek lisans derecesine sahip olmamı görmek ailemin bir hayaliydi ve onların hayalini gerçekleştirmekten onur duyuyorum. Umarım bundan sonraki hayatımda da onları mutlu etmeye ve sevgilerine layık olmaya devam ederim.

Bu tezi yazarken ben çok şey öğrendim. Bu tez çalışmasının gelecekte bana ve bu alanda çalışmak ve araştırma yapmak isteyen herkese faydalı olmasını dilerim.

Araz Gafarov

30/01/2023

İstanbul, Türkiye

ÖZ
FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ:
AZERBAYCAN ÖRNEĞİ

Araz GAFAROV

Daha istikrarlı ve hızlı büyüyen bir ekonomiye kavuşmak, politika yapıcılar için en önemli konulardan biri olmaktadır. İstikrarlı bir ekonomik büyümenin sağlanması için ülkeler bir sıra tedbirler hayata geçirmektedir. Birçok çalışma finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrudan ilişki olduğunu öne sürmektedir. Fakat bu iki kavram arasında ilişkinin yönü tartışılır bir konu olarak kalmaktadır.

Çalışmanın temel amacı, Azerbaycan`da finansal gelişim ve ekonomik büyüme arasında ilişkinin olup olmadığının belirlenmesi olmaktadır. Bu amaç doğrultusunda, çalışma giriş, 3 bölüm ve sonuç kısımlarından oluşmakta olup, ilk bölümde genel olarak finansal gelişme ve ekonomik büyümeden bahsedilmektedir. Bu kapsamda finansal sistemin bileşenlerinden ve ekonomik büyümeye ilişkin teorilerden bahsedilmiştir. İkinci bölümde Azerbaycan Ekonomisine ve Finansal Sistemine değinilmiş ve Azerbaycan kapsamında temel istatistiklere açıklanmıştır. Son olarak üçüncü bölümde ise Azerbaycan`ın 1996-2017 yılları arasındaki verileri ele alınarak analizler yapılmıştır. Analiz kapsamında ADF, Johansen CoIntegration ve VECM testleri kullanılarak zaman serisi analizi uygulanmıştır. Analizde ekonomik büyüme reel GSYİH büyüme oranı ile ölçülmekte ve finansal gelişme ise geniş para arzının GSYİH'ye oranı, piyasa kapitalizasyon oranının GSYİH'ye, merkez bankası varlıklarının GSYİH'ye ve bankalardaki mevduatın GSYİH'ye oranları olmak üzere dört farklı gösterge ile ölçülmektedir.

Genel olarak, bulgular, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensel ilişkinin, Azerbaycan'de temel olarak finansal gelişmeden ekonomik büyümeye

doğru gittiğini göstermekte ve bunun arz öncüllü hipotezi desteklediği sonucuna varılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme, GSYİH, Azerbaycan



ABSTRACT

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

Araz GAFAROV

Achieving a more stable and rapidly growing economy is one of the most important issues for states. Countries take a series of measures to ensure a stable and rapid economic growth. Many studies suggest that there is a direct relationship between financial development and economic growth. However, the direction of the relationship between these two concepts remains a debatable issue.

The main purpose of the study is to determine whether there is a relationship between financial development and economic growth in Azerbaijan. For this purpose, the study consists of introduction, three chapters and conclusion parts, and in the first part, the theoretical between financial development and economic growth is mentioned in general. In this context, the components of the financial system and the theories of economic growth are mentioned. In the second part, discussions on the relationship between finance and growth are included and basic statistics are explained in the context of Azerbaijan.

Finally, in the third part, the data of Azerbaijan between 1996-2017 were analyzed. Within the scope of the analysis, time series analysis was applied using ADF, Johansen CoIntegration and VECM tests. Real GDP in the analysis During the analysis, economic growth is measured by the real GDP growth rate, and financial development is measured in four different ways: the ratio of large money supply to GDP, market capitalization ratio to GDP, central bank assets to GDP, and bank CRPosits to GDP. measured with the indicator.

Overall, the findings show that the causal relationship between financial development and economic growth mainly runs from financial development to economic

growth in Azerbaijan, and it is concluded that this supports the Supply-Oriented Hypothesis.

Keywords: Financial Development, Economic Growth, GDP, Azerbaijan



İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	ii
ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ.....	x
GRAFİK LİSTESİ	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME

1.1. Finansal Sistem	4
1.1.1 Finansal Sistemin Önemi ve Gelişimi	5
1.1.2 Finansal Sistemin Araçları	7
1.1.3 Finansal Piyasalar ve Kurumlar	9
1.1.4 Finansal Sistemin Fonksiyonları	10
1.2 Finansal Sistem ile İlgili Kavramlar.....	23
1.2.1 Finansal Gelişme	23
1.2.2 Finansal Serbestleşme	24
1.2.3 Finansal Derinleşme.....	26
1.2.4 Finansal Etkinlik	28
1.2.5 Finansal Erişim	29
1.2.6 Finansal İstikrar.....	29
1.3 Ekonomik Büyüme	30
1.3.1 Ekonomik Büyüme Kavramı	31

1.3.2 Ekonomik Büyüme Teorileri	33
1.4 Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme.....	35
1.4.1 Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisi.....	36
1.4.2 Finans ve Büyüme İlişkisine Yönelik Teorik Yaklaşımlar	41
1.5 Literatür Taraması.....	47
1.5.1 Uluslararası Çalışmalar	47
1.5.2 Azerbaycan'la İlgili Çalışmalar	58

İKİNCİ BÖLÜM

AZERBAYCAN EKONOMİSİ VE FİNANS SİSTEMİ

2.1. Azerbaycan Ekonomisinin Genel Ekonomik Görünümü.....	60
2.1.1 Azerbaycan Ekonomisinde Üretim ve Dış Ticaret.....	65
2.1.2 Azerbaycan Ekonomisinin Makroekonomik Göstergeleri.....	68
2.2 Azerbaycan Finans Sistemi	70
2.2.1 Azerbaycan Finans Sisteminin Tarihsel Gelişimi	71
2.2.2 Azerbaycan Finans Sisteminin Özellikleri.....	74

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AZERBAYCAN'DA FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. Ekonometrik Analiz	82
3.1.1. Birim Kök Testi	82
3.1.2. Eşbütünleşme Analizi	83
3.1.2.1. Johansen Eşbütünleşme Testi	83
3.1.2.2. Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM)	84

3.2 Veri Seti	85
3.3. Ekonometrik Sonuçlar.....	86
3.3.1. Birim Kök Analizi.....	86
3.3.2. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları	90
3.3.3. VECM Testi Sonuçları.....	91
SONUÇ	95
KAYNAKÇA	98

TABLÖLAR LİSTESİ

Table 1 Değişken Özetleri	85
Table 2: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	89
Table 3: Johansen Eş Bütünleşme Analizi Bulguları	90
Table 4: VECM Testinin Bulguları	92
Table 5: Kısa Dönem Nedensel İlişki	93

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Değişken Y Grafik Analizi.....	86
Grafik 2: Değişken M2 Grafik Analizi.....	87
Grafik 3 : Değişken MCAP Grafik Analizi	88
Geafik 4: Değişken CBA Grafik Analizi	88
Grafik 5: Değişken CRP Grafik Analizi.....	89

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
ACMB:	Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası
ADF:	Augumented Dickey Fuller
Ar-Ge:	Araştırma ve Geliştirme
AZN:	Azerbaycan Manatı
DF:	Dickey Fuller
EAGÜ:	En Az Gelişmiş Ülkeler
FİR:	Finansal İlişki Oranı
GOÜ:	Gelişmekte olan Ülkeler
GSYİH:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
KOBİ:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
LM:	Lagrange Multiplier
PP:	Philips Perron
VAR:	Vector Autoregression
VECM:	Vector Error Correction Model
WEF:	World Economic Forum

GİRİŞ

İktisat teorisi, sermayeyi en üretken kullanımlarına yönlendiren sağlam ve verimli finansal sistemlerin (bankalar, hisse senedi piyasaları ve tahvil piyasaları) ekonomik büyüme için faydalı olduğunu öne sürüyor. Finansal gelişmenin ekonomik büyümenin sağlanması için önemli olduğunu ortaya koyan bir çok araştırma bulunmaktadır. Fakat bazı araştırmacılar iki kavram arasında her hangi bir ilişkinin olmadığını savunmaktadırlar. Böylece, ekonomik büyümesini hızlandırmaya ve istikrarlı yapmaya çalışan tüm ülkeler kapsamında bu konuya olan ilgi özellikle son yıllarda daha da artmaktadır.

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ölçülmesi kapsamında sıklıkla araştırmalar yapılmaktadır. Ekonomik büyüme için yeterli tasarruf biriktirmenin yanı sıra bu tasarrufların yatırım yoluyla ekonomiye aktarılması da önemli noktalardandır. Birikmiş fonların yatırıma dönüştürülmesinde aracılık yapan finans sektörünün en aktif alan olması, gelişmiş bir finans piyasasının ekonomik büyüme için ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında nedenselliğin yönü ve kanalları hem teoride, hem de ampirik çalışmalarda açıklığa kavuşturulamamıştır. Söz konusu ilişki üzerinde odaklanan birçok çalışmada finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde güçlü ve pozitif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Finans-büyüme ilişkisine ilişkin tartışmalar, Schumpeter'in (1911) ekonomik büyüme için mali sektör gelişiminin önemine ilişkin görüşünü ileri sürmesinden bu yana başlamıştır. Schumpeter, finansal sektörün gelişiminin ekonomik büyüme için gerekli olduğunu savundu. Teknolojik yeniliklerle ekonomik büyümeye katkı sağlar. Argümanı, finansal gelişmenin, en verimli kullanıma sahip firmalara yeterli fon sağlayarak ekonomik büyümeyi etkilediğidir. Daha sonra Goldsmith (1969), McKinnon (1973) ve Shaw (1973) bu görüşü desteklemiştir. Gurley ve Shaw (1955), Neoklasik teorisyenlerin finans sektörünün öneminin iktisatçılar tarafından abartıldığı iddiasını çürüterek, büyüme için finansın önemini vurguladı. Benzer şekilde, finans ve büyüme arasındaki

ilişki konusunda Patrick (1966) iki önemli hipotez öne sürmüştür; (1) arz öncü hipotezi ve (2) talep takip hipotezi.

Bir ekonominin gelişmesi finans sektörünün gelişmesini gerektirir. Finans sektörünün gelişimi ise yoksulluğun azaltılmasına yardımcı olan devasa yatırımları ve büyümeyi sürdüren kurumların, araçların ve piyasaların kurulması ve büyümesi sürecinde gerçekleşir. Buna göre finansal gelişme olası karlı yatırımlar hakkında daha iyi bilgi verir ve optimum sermaye dağılımını teşvik eder. Başka bir deyişle finansal kurumların ortaya çıkışı, bilgi edinme maliyetlerinin azaltılmasına yardımcı olur. Ayrıca genişleyen finansal erişim, tüm ekonomiye yenilik ve refah kazanımı yoluyla yapısal bir değişiklik getirerek sisteme dinamik verimlilik aşılamaktadır. Finansal sistemin gelişimi finansal piyasaların büyüklüğünün, etkinliğinin ve istikrarının gelişmesi ve ekonomi için birçok avantajı olabilecek finansal piyasalara erişimin artması olarak tanımlanabilir. Örneğin iyi gelişmiş bir finansal piyasa, bir ekonominin tasarruflarını karlı yatırımlara yönlendirir (Stiglitz ve Weiss, 1983; Elmas, 1984), bilgi maliyetini düşürür ve böylece daha iyi sermaye tahsisine yol açar (Greenwood ve Jovanovic, 1990) ve aynı zamanda kurumsal yönetimin maliyetini düşürür (Bencivenga ve Smith, 1993). Ayrıca gelişmiş finansal araçlar, girişimcileri ödüllendirerek teknolojik yeniliği artırmaktadır (King ve Levine, 1993b). Levine'e (1997) göre, finansal sistemler, mal ve hizmet işlemlerini kolaylaştırmanın yanı sıra ticaret, riski çeşitlendirme, riskten korunma ve riski iyileştirmeye yardımcı olur. Ayrıca Levine'e (1997) göre, sermaye birikimi ve teknolojik yenilik, finansal gelişme ve büyüme arasındaki gereçlerdir. Finansal sistem yoluyla kredi tahsisi, finansal ve reel sektörler arasında, işletme sermayesi ihtiyaçlarını ve sabit sermaye yatırımlarını finanse etmek için kullanılabilecek bir kanal görevi görür; ilki üretimi artırmak için kullanılırken, ikincisi reel sektörde üretkenliği artırır (Das ve Guha-Khasnobis, 2008).

Ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki nedensel ilişkinin yönüne ilişkin değerlendirmeler dört başlık altında incelenebilir (nedensellik ilişkisi olmayan, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik, ekonomik

büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü nedensellik, çift yönlü nedensellik ilişkisi).

“Arz öncüllü (İtici Güç) Hipotezi” olarak adlandırılan görüş finansal gelişmenin ekonomik büyümenin arkasındaki itici güç olduğunu, ikinci görüş ise "talep takipli hipotezi” finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi takip ettiğini ve ekonomik büyümenin finansal gelişmenin bir sonucu değil bir nedeni olduğunu savunmaktadır. Arz öncü hipoteze göre gelişmiş, istikrarlı ve güvenilir finansal sistemlere sahip ülkelerde finansal sistem ekonomik büyüme için son derece önemlidir ve ekonomide tasarruf sağlar. Talep takipli hipotezine göre ise finansal sistemin gelişmesi ve devamlılığı için gerekli olan talep artışı ancak ekonomik büyüme ile gerçekleşecektir. Tez Azerbaycan`da ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin hangi hipoteze uygun geldiğini araştırmaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki iktisat literatüründe en çok incelenen konulardan birisidir. Bu konunun ampirik olarak incelenmesi makroiktisadi kararvericiler açısından oldukça önemlidir. Teorik dayanağı olan bu ilişkinin Azerbaycan örneğinde incelenmesi açısından literatürde yetersizlik mevcuttur. Bu perspektiften hareketle yazılan yüksek lisans tezinin temel amacı finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki teorik ilişkiyi, ampirik literatürü ve Azerbaycan`da finansal sistemin nitelik ve niceliklerini ele almakla birlikte finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi ampirik boyutlarıyla Azerbaycan örneğinde araştırmaktır. Çalışmanın literatüre temel katkısı Azerbaycan örneğinde yapılmış diğer çalışmalardan farklı olarak veri setinin büyüklüğü, frekansı ve değişken sayısının çok olduğu için daha kesin sonuçlu olmasıdır. Tezin ilk bölümünde iktisadi büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkinin kavramsal boyutu, ikinci bölümünde Azerbaycan`nın finansal sistemi ve ekonomisi, üçüncü bölümünde ise finansal sistemle iktisadi büyüme arasındaki etkileşimin ampirik boyutu ele alınmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME

1.1. Finansal Sistem

Finansal sistem; tasarruf-yatırım dengeliği ihtiyacı dolayısıyla fon dolaşımının gerçekleştirilmesini sağlayan, fon oluşumuna katkıda bulunan ve fon oluşumunu etkileyen birçok unsurun bir araya geldiği organizasyondur. Bu organizasyonda yer alan temel aktörler, sermayenin verimli alanlara yönelmesini sağlamak için tasarruflarını yatırıma dönüştürmek isteyen yani fon fazlası olan (fon arz etmek isteyen) ekonomik birimler ve bu fon fazlasına gereksinim duyan (fon talep eden) ekonomik birimlerdir. Bu organizasyondaki bu iki tamamlayıcı unsurun birbirlerine kanallize olmasını sağlayarak gerekli fon akışını ve dolanımını sağlayan iki temel yapıdan birisi; finansal kurumlar, düzenleyici ve denetleyici kurumlar ve beraberinde yardımcı kuruluşlarken, diğer yapı ise finansman araçları yani finansal varlıklar ve piyasanın sağlıklı işleyişini düzenleyen idari ve hukuki kurallardan oluşan yapıdır. Finansal kurumlar dönüştürme ve aracılık olmak üzere iki temel fonksiyona sahiptir. Finansal varlıklar ise değer saklama, riskin dağıtılması ve aktarımı ve ödeme aracı gibi fonksiyonlara sahiptir (Mollaahmetoğlu, 2016).

Leonardo'ya (2010) göre, bir ekonominin finansal sistemi, özellikle finansal piyasalar, finansal araçlar (kurumlar) ve finansal düzenlemeler olmak üzere üç ana bileşenden oluşmaktadır. Bu bileşenlerin her biri ekonomide belirli bir rol oynamaktadır. Finans sektörünün rolü insanların para biriktirebilecekleri olanaklar yaratmaktır. Kurumlar daha sonra yatırımcılara finans sağlamaktadır. Ödünç verilen para normalde sahiplerin şu anda kullanmadığı tasarruf fazlasıdır. Finansal sektörün aracı olarak rolü, onu ekonominin önemli bir parçası haline getirmektedir. Bir ülkedeki finans sektörü ne kadar gelişmiş olursa, paranın somut ve üretken projelere aktarılma olasılığı o kadar artmaktadır. Buna ek olarak bu fonların kanallize edilme şekli daha etkili hale geliyor. Finansal kurumlar, refahı yeniden oluşturarak ve bilgi ve sermaye aktararak insanların

tasarruflarını yatırıma dönüştürür. Finans kuruluşları tarafından iki önemli sorun yaşanmaktadır.

- İşlem sorunları: Bankalar, yatırımcıların parayı geri ödeyememe olasılığı da dahil olmak üzere belirli tehlikelerle karşı karşıyadır. Buna ek olarak, borçlulara (yatırımcılara) borç verenler (tasarruf edenler) tarafından verilen parayı vermek zorunda oldukları için ahlak sorunu ortaya çıkmaktadır. Borç verenler ve borç alanlar, yatırım projelerinin uygulanabilirliği ve doğası ile ilgili farklı bilgilere sahip olduğu için bu sorun mevcut olmaktadır.

- Bilgi sorunları: Finansal sistemler tarafından kullanılan tarama ve havuzlama prosedürleri oldukça pahalıdır. Bankaların çalıştırılabilmesi için ölçek ekonomilerinden yararlanmak gerekmektedir. Böylece, finansal sistemler büyüdükçe her iki sorunu da azaltabilirler. Finansal aracılık hizmetleri, teknolojik yenilik için önemli ve gereklidir. Finansal kurumlar ve piyasalar işlem ve bilgi sorunlarından etkilenebilir. Pazardaki sürtüşme, bilgi ve işlem maliyetlerini azaltma görevi söz konusu olduğunda finansal sistemler tarafından kullanılan araçtır (Levine 2004).

Öte yandan Arrow (1964) ve Debreu'e göre (1959), bilginin mükemmel olduğu durumunda finansal piyasalar ve araçlar için baskı yapmaya gerek olmayacaktır. King ve Levine (1993) tarafından yapılan araştırmalar, finansal aracılık hizmetlerinin gelişmişliğinin finansal sektördeki uzmanlaşma kapasitesini artırarak ekonomik büyümeyi olumlu etkileyebileceği gerçeğini desteklemiştir. Bu çalışmalar, uzun vadede ekonominin büyümesini artırmak için gelişmekte olan ülkelerde finans sektörünün gelişiminin çok önemli olduğunu da savunmaktadır.

1.1.1 Finansal Sistemin Önemi ve Gelişimi

Finansal sistem ekonomiye daha fazla yatırım sağlayarak ve ortalama yatırım verimliliğini artırarak ekonomik büyümenin hızlanmasına neden olmaktadır. Finansal sistem gelişmesi tasarrufları etkilemenin yanı sıra teknolojik gelişmeyi de teşvik edebilmektedir. Yapılan yatırımların finansmanında finansal sistem çok önemlidir, çünkü finansal piyasalara tasarruflarını değerlendirmek için çok sayıda tasarruf sahibi

girmektedir. Finansal piyasalar bunları bir havuzda biriktirmekte ve yatırım harcamalarını karşılayamayan yatırım sahiplerine bu kaynakları krediler vasıtasıyla transfer etmektedir. Bir ülkenin milli geliri ise yatırım harcamaları, tüketim harcamaları, kamu harcamaları ve net ihracatın toplamından oluşmaktadır. Bir ülkede belirli bir dönem içerisinde yapılan yatırımlar çarpan etkisiyle milli geliri yükseltmekte ve ekonomik kalkınma açısından da finansal sistemin ne derecede önemli olduğu görülmektedir.

Finansal kurumların finansal piyasaların ve finansal araçların gelişmesi şeklinde tanımlanabilecek olan finansal gelişme, finansal aracılık sürecinde pozitif katkıda bulunmakta ve tasarrufların arttırılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu tasarruf artışları yatırımları miktar ve kalite açısından arttırabilmektedir. Yatırımların düzeyi kadar verimliliğinin de finansal gelişme ile artması beklenmektedir. Bir başka deyişle, finansal sistemin gelişimi ile firmalarda düşük hatta negatif getirili yatırımların azalması, kredi için bankalar yerine sermaye piyasalarının daha yoğun kullanımı, yüksek sermaye maliyeti yüzünden sermaye yoğun yatırımlardan başka bir şekilde değişimi, yararsız ya da sınırlı piyasaların elimine edilmesi sağlanabilmektedir.

Finansal sistemin gelişimi tasarruf edenlerin riskini azaltıcı portföy çeşitlendirmesini kolaylaştırmakta ve yatırımcıların getirisini artırmak için daha çok seçenek sunmaktadır. Finansal sistemin bir diğer önemli fonksiyonu da bireysel yatırımcıların yatırım maliyetini düşürmek için verimliliği artırıcı en uygun maliyetli yatırım projesi bilgilerini sağlamasıdır. Finansal gelişme finansal sistemin gerek büyüklük gerekse yapı itibarıyla uğradığı değişimi de ifade etmektedir. Bu durumda finansal sistemdeki gelişme finansal derinleşme kavramıyla açıklanmaktadır. Finansal derinleşme ise finansal sistemin hangi ölçüde genişlediği ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir. Bir ekonomideki finansal aktifler toplamının ulusal gelire oranındaki artış olarak tanımlanan finansal derinleşme, ekonominin parasallaşma düzeyinin artışı ve finansal araçların sunduğu hizmetlerin genişlemesi olarak görülmektedir. Finansal derinleşmenin artması, ülke tasarruflarının artmasına, düşük

getirili tasarrufların finansal aktiflere dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli organize olmamış piyasalardan organize piyasalara kaymasına bağlıdır.

Finansal açıdan sık ekonomilerde bankacılık sisteminin baskın olması sebebiyle finansal gelişme genellikle bankacılıkla başlar, ancak devam ettikçe ve ekonomik büyüme sürdükçe bankacılık sistemi önemini kaybeder. (BALASSA Bela, Policy Choices in the 1990s, Macmillan, London,1993, s. 58. ÖCAL Tezer, Çolak ö. Faruk, Finansal Sistemler ve Bankalar, Nobel Yay., Ankara, 1999, s. 272- 273).

1.1.2 Finansal Sistemin Araçları

Finansal piyasaların en temel fonksiyonu fon fazlası olanlar ile fon eksikliği olanlar arasında kaynak aktarımı sağlamasıdır. Finansal piyasalara kaynak sağlayanların aktardıkları fon karşılığında, fon talebinde bulunanlardan aldıkları varlıklar “finansal araç” olarak adlandırılmaktadır. Bu kapsamda finansal araç, ihraç eden açısından “yükümlülük” iken, satın alan açısından “varlık” özelliği taşımaktadır. Menkul kıymetler finansal araçlar özelliği taşımakta iken, tüm finansal araçlar menkul kıymet özelliği göstermeyebilir. Finansal araçları birbirinden ayıran başlıca özellikleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

İsim: Finansal aracın temel özelliğini ifade eden genelleştirilmiş bir ismi vardır. Bu nedenle benzer finansal araç aynı isimle, farklı özelliğe sahip finansal araçlar farklı isimle adlandırılır. Bu özellikler finansal aracı çıkaran kuruluş, aracın vadesi, araca sahip olana sağladığı hak ve yükümlülükler olarak tanımlanabilir. Örneğin tahviller, pay senetleri, kira sertifikası, mevduat, değişken faizli tahvil vb. varlıklar en bilinen finansal araçlardır.

Hak ve yükümlülük: Finansal araçlar türüne göre elinde bulunduran tarafa ortaklık hakkı, alacaklılık hakkı, belli bir şeyi kullanma hakkı vb. haklar sağlar. Finansal aracı düzenleyen, ihraç eden, ortaya çıkmasını sağlayan açısından ise türüne göre farklı yükümlülükler getirir.

Vade: Finansal araçlar açısından vade, aracı çıkaranın nihai yükümlülüğünü yerine getireceği, aracı elinde bulunduranın ise finansal aracın geri iade edileceği tarih veya süredir. Ancak bazı finansal araçların belirli bir vadesi var iken bazı finansal araçlar sonsuz vadeli özelliği taşır. Örneğin: Bono, tahvil gibi finansal araçlarda vade belirli iken pay senedi, yatırım fonu katılma belgesi gibi araçlarda vade belirli değil, sınırsızdır.

Risk: Finansal araçlar genelde taraflardan birine bir tür hak sağlarken, karşı tarafa da bir yükümlülük getirdiği için kuşkusuz söz konusu yükümlülüğün yerine getirilmemesi en temel riski oluşturmaktadır. Örneğin: Finansal aracın türüne göre pay senedinde şirketin iflas etmesi ya da zarar ederek kar payı dağıtmaması riski oluştururken, tahvil benzeri alacaklılık sağlayan araçlarda en büyük risk firmanın vadesinde faiz ve anaparayı ödememesidir. Finansal araçlarda vade uzadıkça, o finansal araçlardan elde edilecek nakit akışlarının gerçekleşmeme ihtimali nedeniyle risklilik artmaktadır.

Likidite: Likidite herhangi bir varlığın istenildiği zaman gerçek değerine yakın tutardan nakde çevrilebilmesi olarak tanımlanabilir. Bu çerçevede finansal araç değerinden önemli kayıp olmadan kısa zamanda ve kolaylıkla nakde dönüşebiliyorsa likiditesi yüksek demektir. Örneğin: Finansal yapısı sağlam bir firmanın pay senetlerinin ya da borçlanma araçlarının likiditesi, finansal yapısı sağlam olmayan bir firmanın pay senetleri ve borçlanma araçlarının likiditesinden daha yüksektir.

Para birimi: Finansal araçlar farklı ülke para birimleri ile çıkarılabilmektedir. Örneğin: Türkiye'deki bir kişi / kurum tarafından ihraç edilen tahvil dolar veya euro cinsinden ihraç edilebilmektedir.

Vergi yükümlülüğü: Finansal araçlar yatırım ürünü oldukları için bu araçları ellerinde bulunduran taraflar bir gelir elde etmektedir. Yatırımcıların elde ettiği gelirin vergilendirilmesi temel kuraldır. Ancak bazı ülkeler bazı finansal araçlar için vergi muafiyeti getirebilmekte ya da benzerlerine göre daha düşük vergi oranı uygulanabilmektedir. (Başoğlu vd., 2001)

1.1.3 Finansal Piyasalar ve Kurumlar

Finansal piyasalar; “mali varlık” olarak tanımlanan kıymetli evrak niteliğindeki belgelerin alınıp satıldığı piyasalardır. Finansal piyasa kavramı, fon arz edenler, fon talep edenler, fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kuralları içerir. Finansal piyasa; para ve sermaye piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları da kapsamına alan bir kavramdır. Finansal piyasa aşağıdaki unsurlardan oluşmaktadır.

- a) Tasarruf sahipleri (fon arz edenler),
- b) Tüketiciler/Yatırımcılar (fon talep edenler),
- c) Yatırım ve finansman araçları,
- d) Yardımcı kuruluşlar,
- e) Hukuki ve idari düzen

Finansal piyasalar piyasa yerine göre organize ve organize olmayan piyasalar olarak ayrılırlar. Türkiye’de organize piyasalar T.C. Merkez Bankası Piyasaları (Açık Piyasa İşlemleri, Para Piyasası, Döviz Piyasası), Borsa İstanbul Piyasaları, Takasbank Piyasaları, Bankalararası TL Piyasası Bankalararası Repo Piyasası, organize olmayan piyasalar olarak ise Bankalararası Tahvil Piyasası, Bankalararası Döviz Piyasası, Serbest Döviz Piyasası ve Serbest Altın Piyasası sayılabilir. Finansal piyasalar fon arz ve talep süresine göre ise Para Piyasası ve Sermaye Piyasası olarak ayrılırlar.

Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya "para piyasası" denir. Para piyasasının tipik özelliği kısa vadeli fonlardan oluşması ve vadenin genellikle bir yılı aşmamasıdır. Para piyasalarında kısa vadeli likidite fazlası olanlarla, kısa vadeli likidite açığı olanlar karşı karşıya gelir. Likidite fazlası olanlar, tasarrufları karşılığında bir ödül yani faiz talep ederler, likidite açığı olanlar ise tasarruf açığını belli bir bedel, yani faiz ödeyerek karşılarlar. Para piyasasından sağlanan fonlar kredi olarak işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılır. Para piyasasının araçlarını ticari senetler,

kaynaklarını çeşitli mevduat oluşturmaktadır. Para Piyasası Araçları, Hazine Bonosu, Finansman Bonosu, Banka Bonoları, Banka Garantili Bonolar ve Repo/Ters Repodur.

Bir yıldan uzun vadeli finansal varlıkların işlem gördüğü piyasalar sermaye piyasası olarak adlandırılır. Sermaye piyasasından sağlanan krediler genellikle, işletmelerin bina, makine ve teçhizat gibi duran varlıklarının finansmanında kullanılır. Para piyasasında olduğu gibi, sermaye piyasasının kaynakları da tasarruf sahiplerinin birikimleridir. Sermaye piyasası araçları, pay senetleri, özel sektör tahvilleri, devlet tahvilleri, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri, katılma intifa senedi, gelir ortaklığı senedi, eurobond, gayrimenkul sertifikası, yatırım fonu katılım payları ve varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Sermaye piyasası, birincil ve ikincil piyasa olarak bölümlendirilir. Birincil Piyasa Pay senedi ve borçlanma araçlarını ihraç eden şirketler ile alıcıların yani tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. Menkul kıymetlerin ihraççıdan yatırımcıya satıldığı piyasalardır. Şirketlerin fon yarattıkları piyasalardır ve bu piyasalarda halka arz kuralları uygulanmaktadır.

İkincil Piyasa Daha önceden birincil piyasalarda yatırımcıya satılmış kıymetlerin yatırımcılar arasında alınıp satıldığı piyasalardır. Yatırımcılara likidasyon sağlar. Menkul kıymetleri ihraçtan alanlar, bunları tekrar paraya çevirmek istediklerinde, pay senetlerinde hiç bir zaman, borçlanma araçlarında ise vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler. İkincil piyasa bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır ve borsalar bu piyasaya en iyi örnektir. Birincil piyasada uzun vadeli fonların tasarruf sahibinden firmalara aktarımı söz konusudur ve birincil piyasada yapılan borçlanma aracı ve pay senedi satışları sonucunda firmaya yeni sermaye girer. Oysa ikincil piyasada el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran şirketle bir ilgisi yoktur (Lisanslama Sınavları Çalışma Kitabı, 2014).

1.1.4 Finansal Sistemin Fonksiyonları

Bir finansal sistem piyasada aracı olarak işlev görmekte ve fonların tasarruf fazlası fonların tasarruf açığı olan yatırımlara akışını kolaylaştırmaktadır. Çeşitli

kurumların, piyasaların, düzenlemelerin ve yasaların, uygulamaların, para yöneticilerinin, analistlerin, işlemlerin ve yükümlülüklerin bir bileşimidir.

Finansal sistem kredinin hem maliyetini hem de hacmini belirlemeye yardımcı olmaktadır. Fonların maliyetindeki bir artış, böylece ekonominin tüketimini, üretimini, istihdamını ve büyümesini olumsuz yönde etkileyebilir. Tam tersi, kredi maliyetini düşürmek olumlu bir etkiye sahip olabilir ve yukarıdaki tüm faktörleri iyileştirebilir. Açıktır ki, bir finansal sistem, bir ekonominin ve vatandaşlarının temel varlığı üzerinde bir etkiye sahiptir (Guiso vd., 2004). Aşağıdaki kısımda finansal sistemin temel fonksiyonlardan bahsedilecektir.

Bilgi Üretmek ve Kaynakların Tahsisi Fonksiyonu : Yatırım kararları vermeden önce firmaları, yöneticileri ve piyasa koşullarını değerlendirmenin büyük maliyetleri vardır. Bireysel tasarruf sahipleri, olası yatırımlar hakkında bilgi toplama, işleme ve üretme becerisine sahip olmayabilir. Tasarruf edenler, hakkında çok az güvenilir bilgi bulunan faaliyetlere yatırım yapmakta isteksiz olacaklarından, yüksek bilgi maliyetleri, sermayenin en yüksek değerli kullanımına akmasını engelleyebilir. Bu nedenle, birçok model sermayenin en karlı firmalara doğru aktığını varsayarken, bu yatırımcıların firmalar, yöneticiler ve piyasa koşulları hakkında iyi bilgiye sahip olduğunu varsaymaktadır (Levine ve ark., 2000: 31-77).

Mali araçlar bilgi edinme ve işleme maliyetlerini azaltabilmekte ve böylece kaynak tahsisini iyileştirebilmektedirler (Boyd ve Prescott, 1986). Araçlar olmadan her yatırımcı, firmaları, yöneticileri ve ekonomik koşulları değerlendirmenin getirdiği büyük sabit maliyetle karşı karşıya kalır. Sonuç olarak, birey grupları, başkaları için yatırım olanaklarını araştırmanın maliyetli sürecini üstlenen finansal araçlar oluşturabilir. Boyd ve Prescott'a göre (1986), finansal araçlar mevduat kabul ettikleri ve kredi verdikleri için bankalara benzemektedirler. Allen (1990), Bhattacharya ve Pfleiderer (1985) ve Ramakrishnan ve Thakor (1984) ayrıca finansal araçların firmalar hakkında bilgi üretmek ve bu bilgileri tasarruf sahiplerine satmak için ortaya çıktıkları modeller geliştirmişlerdir. Ancak, Boyd ve Prescott'tan (1986) farklı olarak, aracı kurumun hem

tasarrufları harekete geçirmesi hem de bu fonları borç sözleşmelerini kullanan firmalara yatırması gerekmektedir.

Finansal aracilar firmalar, yöneticiler ve ekonomik koşullar hakkındaki bilgileri iyileştirerek ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadırlar. Pek çok girişimcinin sermaye talep ettiğini ve sermayenin kıt olduğunu varsayarsak, firmalar hakkında daha iyi bilgi üreten finansal aracilar, böylece daha fazla gelecek vaat eden firmaları finanse edecek ve daha verimli bir sermaye tahsisi sağlayacaktır (Greenwood ve Jovanovic, 1990: 176-187).

Greenwood ve Jovanovic (1990) makalesi özellikle finans ve büyüme arasındaki dinamik etkileşimleri modellemektedir. Modele göre, finansal aracilar daha iyi bilgi üretmekte, kaynak tahsisini iyileştirmekte ve büyümeyi desteklemektedirler. Bununla birlikte, finansal aracilara katılmanın bir maliyeti vardır. Büyüme, daha fazla sayıda bireyin finansal aracilara katılmayı karşılayabileceği anlamına gelmekte, bu da finansal araciların büyüme üzerindeki olumlu sonuçlarla birlikte daha iyi bilgi üretme yeteneklerini geliştirmektedir. Bu nedenle, bu kısımda (i) finans ve büyüme arasındaki iki yönlü etkileşimleri ve (ii) ekonomik kalkınma sürecinde gelir dağılımı ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi vurgulamaktadır. Finansal aracilar, en iyi üretim teknolojilerini belirlemenin yanı sıra, yeni malları ve üretim süreçlerini başarılı bir şekilde başlatma şansını en yüksek olan girişimcileri belirleyerek teknolojik yenilik oranını artırmaktadır (Guiso vd., 2004: 526-556).

Hisse senedi piyasaları, firmalar hakkında bilgi üretimini de teşvik etmektedir. Şöyle ki, piyasalar büyüdükçe ve daha likit hale geldikçe, aracilar araştırma yapan firmalarda kaynakları harcamak için daha büyük teşviklere sahip olabilir çünkü bu bilgilerden büyük ve daha likit piyasalarda ticaret yaparak kar etmek daha kolay olmaktadır. Sezgisel olarak, daha büyük ve daha likit piyasalarda, bilgi edinmiş bir acentenin bu özel bilgileri gizlemesi ve piyasada işlem yaparak para kazanması daha kolaydır. Bu nedenle, daha büyük likit piyasalar, sermaye tahsisi için olumlu sonuçlarla birlikte bu değerli bilgiyi üretme teşviklerini artıracaktır. Bazı modeller verimli

piyasalar, bilgi ve istikrarlı durum büyümesi arasındaki bağlantılara işaret ederken, mevcut teoriler piyasa likiditesi, bilgi üretimi ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı çok sıkı bir şekilde çekmemektedir (Holmstrom ve Tirole, 1993).

Son olarak, sermaye piyasası aksaklıkları, beşeri sermayeye yatırımı engelleyerek büyümeyi de etkileyebilmektedir. Beşeri sermaye yatırımında ve aksaklı sermaye piyasalarında bölünmezliklerin varlığında, servetin başlangıçtaki dağılımı, beşeri sermaye artırıcı yatırımları üstlenecek kaynakları kimin kazanabileceğini etkileyecektir. Bu, hem kısa hem de uzun vadede toplam çıktı üzerinde potansiyel etkilere sahip kaynakların optimal olmayan bir şekilde tahsisi anlamına gelmektedir (Galor ve Zeira, 2013: 35-52).

Firmaları İzleme ve Kurumsal Denetim : Kurumsal yönetim, genel olarak ekonomik büyümeyi ve özellikle de finansal faktörlerin rolünü anlamak için merkezidir. Bir firmaya sermaye sağlayanların, firmaların bu sermayeyi nasıl kullandıklarını etkin bir şekilde izleyebilme ve etkileyebilme derecesi, hem tasarruflar hem de tahsis kararları üzerinde sonuçlar doğurmaktadır. Hissedarlar ve alacaklılar firmaları etkin bir şekilde izledikleri ve yöneticileri firma değerini maksimize etmeye ikna ettikleri ölçüde, firmaların kaynakları tahsis etme verimliliğini artıracak ve tasarruf sahiplerini üretimi ve yeniliği finanse etmeye daha istekli hale getirecektir. Buna karşılık, kurumsal yönetişimi geliştiren mali düzenlemelerin yokluğu, farklı temsilcilerin tasarruflarının harekete geçirilmesini ve ayrıca sermayenin karlı yatırımlara akmasını engelleyebilir. Bu nedenle, kurumsal yönetim mekanizmalarının etkinliği, ulusal büyüme oranları üzerinde potansiyel olarak büyük sonuçlarla birlikte firma performansını doğrudan etkilemektedir (Stiglitz ve Weiss, 1983: 912-927).

Yaygın hissedarlar, şirket birleşmeleri, tasfiyeler ve iş stratejilerindeki temel değişiklikler gibi önemli konularda doğrudan oy vererek ve dolaylı olarak da sahiplerin çıkarlarını temsil edecek ve sayısız yönetim kararını denetleyecek yönetim kurullarını seçerek etkili bir kurumsal yönetim uygulayabilirler. Düşük bilgi maliyetleri ile hissedarlar bilinçli kararlar alabilir ve buna göre oy verebilirler. Büyük pazar

sürtüşmelerinin ve çarpık teşviklerin yokluğunda, yönetim kurulları tüm hissedarların çıkarlarını temsil edecek, yöneticileri etkin bir şekilde denetleyecek ve kaynak dağılımını iyileştirecektir. Bununla birlikte, en azından Berle ve Means'tan (1932) başlayarak, birçok araştırmacı, küçük, dağınık öz sermayenin şirketler üzerinde sağlam bir kontrol sağlamanın önünde bir dizi engelle karşılaşabileceğini iddia etmiştir.

Bunun yanında çeşitli piyasa sürüşmeleri, dağınık hissedarların etkili bir şekilde kurumsal yönetim uygulamaktan alıkoyabilmekte, bu da yöneticilerin şirket ve genel olarak toplumdan çok kendilerine fayda sağlayan projeleri takip etmelerine olanak tanımaktadır. Özellikle yöneticiler arasında büyük bilgi asimetrisi vardır ve küçük hissedarlar ve yöneticilerin bilgi akışı üzerinde büyük bir takdir yetkisi bulunmaktadır. Dahası, küçük hissedarlar, yöneticileri denetlemek ve kurumsal kontrol uygulamakla ilgili büyük maliyetler ve karmaşıklık nedeniyle sık sık yöneticileri izleme konusunda uzmanlıktan ve teşviklerden yoksundur. Bu, her hisse sahibinin hissesi çok küçük olduğu için bir "bedavacı" sorununa yol açabilir. Her yatırımcı, yöneticileri izlemenin maliyetli sürecini üstlenmek için başkalarına güvenmekte, bu nedenle piyasada diğerlerini izleme çok az sayıda olmaktadır. Şirket içerisindeki kişiler ve yaygın hissedarlar arasında ortaya çıkan bilgi boşluğu, oy hakkı mekanizmasının etkili bir şekilde çalışmayacağı, ayrıca yönetim kurulunun, azınlık hissedarların menfaatlerini temsil etmeyeceği anlamına gelmektedir. Büyük hissedarlar sık sık, yönetim kurulunu "ele geçirmekte" ve yöneticileri, hissedarların değil kendi çıkarlarına en iyi şekilde davranmaları için yönlendirmektedir. Son olarak, birçok ülkede yasal kurallar küçük hissedarların haklarını yeterince korumamakta ve hukuk sistemleri, yaygın hissedar haklarıyla ilgili kitaplarda bulunan yasal kuralları sıklıkla uygulamamaktadır. Bu nedenle, büyük bilgi ve sözleşme maliyetleri, kaynak tahsisi ve ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilerle birlikte, dağınık hissedarların etkili bir şekilde kurumsal yönetim uygulamasına engel olabilmektedir (Shan vd., 2001: 443-454).

Diamond (1984), araçlar açısından bir finansal aracının kurumsal yönetişimi iyileştirdiği bir model geliştirmiştir. Aracı, birçok bireyin birikimlerini seferber eder ve bu kaynakları firmalara ödünç verir. Bu "yetkilendirilmiş monitör", toplam izleme

maliyetlerinden tasarruf sağlamakta ve aracı tüm yatırımcılar için izleme yaptığı için bedavacı sorunu ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca finansal aracılar ve firmalar uzun vadeli ilişkiler geliştirdikçe, bu bilgi edinme maliyetlerini daha da düşürebilmektedir.

Ekonomik büyüme açısından, bir dizi model, iyi işleyen finansal aracılarn kurumsal yönetişimi artırarak büyümei etkilediğini göstermektedir. Bencivenga ve Smith (1993), izleme maliyetlerinden tasarruf ederek kurumsal yönetişimi iyileştiren finansal aracılarn, kredi tayinlamasını azaltacağını ve dolayısıyla üretkenliği, sermaye birikimini ve büyümei artıracığını göstermektedir. Sussman (1993) ve Harrison, Sussman ve Zeira (1999), finansal aracılarn olumlu büyüme etkileri olan bilgi asimetritlerinin varlığında tasarruf sahiplerinden yatırımcılara kaynak akışını kolaylaştırdığı modeller geliştirmektedir. Yenilikçi faaliyete odaklanan De la Fuente ve Marin (1996), aracılarn özellikle maliyetli olan yenilikçi faaliyetleri izleme sürecini üstlenmek için ortaya çıktıkları bir model geliştirmişler. Bu, ekonomik büyüme üzerinde olumlu sonuçları olan rakip teknoloji üreticileri arasındaki kredi dağılımını iyileştirmektedir.

Boyd ve Smith (1992) farklı bir perspektiften, ülkeler arasında finansal aracılık kalitesindeki farklılıkların uluslararası sermaye akışları ve dolayısıyla ekonomik büyüme oranları üzerinde büyük etkileri olabileceğini göstermektedir. Sermayenin kıt olduğu ülkelerden sermaye bol ülkelere, sermaye kıtlığı olan bölgelere göre şirket kontrolünü uygulamakta yeterince etkili finansal aracılar varsa, sermayenin sermaye bol ülkelere akabileceğini gösterirler. Bu nedenle, sermayenin fiziki ürünü sermaye kıtlığı olan ülkelerde daha yüksek olsa da, yatırımcılar gerçek getirilerinin önemli ölçüde aracılar tarafından yapılan izlemeye bağlı olduğunun farkındadır. Bu nedenle, zayıf finansal aracılık, sermayenin optimalin altında tahsis edilmesine yol açacaktır (Boyd ve Smith, 1992: 409-432).

Risk Yönetimini Kolaylaştırma : Bilgi ve işlem maliyetlerinin varlığında, kaynak tahsisi ve büyüme açısından risklerin ticaretini, riskten korunmayı ve risk dağıtımını kolaylaştırmak için finansal sözleşmeler, piyasalar ve aracılar, ortaya çıkmaktadır. Bu

kısmı üç kategoriye ayırarak incelemekte fayda vardır: risk çeşitlendirmesi, zamanlar arası risk paylaşımı ve likidite riski.

Geleneksel finans teorisi, riskin çeşitlendirilmesine odaklanmaktadır. Finansal sistemler, bireysel projeler, firmalar, endüstriler, bölgeler, ülkeler vb. ile ilişkili riskleri azaltabilir. Bankalar, yatırım fonları ve menkul kıymetler piyasalarının tümü alım satım ve riski çeşitlendirme için araçlar sağlamaktadır. Finansal sistemin risk çeşitlendirme hizmetleri sağlama yeteneği kaynak tahsisini ve tasarruf oranlarını değiştirerek uzun vadeli ekonomik büyümeyi etkileyebilir. Tasarruf sahipleri genellikle riskten hoşlanmazken, yüksek getirili projeler düşük getirili projelerden daha risklidir. Bu nedenle, insanların riski çeşitlendirmesini kolaylaştıran finansal piyasalar, portföyün daha yüksek getiri beklenen projelere doğru kaymasına neden olma eğilimindedir (Claessens ve Laeven, 2018: 241-243).

Acemoğlu ve Zilibotti (1997) risk, çeşitlendirme ve büyüme arasındaki bağlantıları dikkatli bir şekilde modellemektedir. Yüksek getirili ve riskli projelerin genellikle bölünemez olduğunu ve büyük bir başlangıç yatırımı gerektirdiğini, insanların riskten hoşlanmadığını, düşük getirili projelerin, daha güvenli projeler olduğunu ve sermayenin korkutucu olduğunu varsaymaktadırlar. Temsilcilerin çeşitlendirilmiş portföylere sahip olmalarına izin veren mali düzenlemelerin yokluğunda, acenteler yüksek getirili, riskli projelerden kaçınırlar çünkü aracılardan orantısız şekilde riskli çabalara yatırım yapmasını gerektirirler. Temsilcilerin çeşitli riskli projeler portföyüne sahip olmalarına izin veren finansal sistemlerin, tasarrufların büyüme üzerinde olumlu yansımalarla birlikte yüksek getirili girişimlere yeniden tahsis edilmesini teşvik ettiğini göstermektedir.

King ve Levine (1993) teknolojik değişim açısından risk çeşitlendirmesinin yenilikçi faaliyeti teşvik edebileceğini göstermektedir. Temsilciler, karlı bir pazar alanı kazanmak için sürekli olarak teknolojik ilerlemeler sağlamaya çalışmaktadırlar. Bununla birlikte, inovasyonla uğraşmak risklidir. Çeşitlendirilmiş bir yenilikçi proje portföyüne sahip olma yeteneği, riski azaltır ve büyümeyi artıran yenilikçi faaliyetlere (yeterince

riskten kaçınan temsilcilerle) yatırımı teşvik eder. Böylece risk çeşitlendirmesini kolaylaştıran finansal sistemler teknolojik değişimi ve ekonomik büyümeyi hızlandırabilir. Finansal sistemler risk çeşitlendirmesinin yanı sıra, zamanlar arası risk paylaşımını iyileştirebilmektedir. Teori risk paylaşımı ve büyüme arasındaki bağlantıyı incelerken, araçlar yerine piyasaların rolüne odaklanma eğiliminde olmuştur. Bununla birlikte zamanlararası risk paylaşımını incelerken teori, zamanlararası risk yumuşatmayı kolaylaştırmada araçların avantajlı rolüne odaklanmıştır (Allen ve Gale, 2007, 523-546).

Makroekonomik şoklar gibi belirli bir zamanda çeşitlendirilemeyen riskler, nesiller arasında çeşitlendirilebilir. Uzun ömürlü araçlar uzun vadeli bir perspektifle yatırım yaparak ve patlama zamanlarında nispeten düşük ve durgunluk zamanlarında nispeten yüksek getiriler sunarak nesiller arası risk paylaşımını kolaylaştırabilir. Bu tür bir risk paylaşımı piyasalarla teorik olarak mümkün olsa da, araçlar sözleşme maliyetlerini düşürerek zamanlar arası risk paylaşımının fizibilitesini artırabilmektedir.

Üçüncü bir risk türü likidite riskidir. Likidite temsilcilerin finansal araçları kararlaştırılan fiyatlarla satın alma gücüne dönüştürebilecekleri maliyet ve hızı yansıtır. Likidite riski varlıkların değişim ortamına dönüştürülmesine ilişkin belirsizlikler nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bilgi asimetrisi ve işlem maliyetleri likiditeyi engelleyebilir ve likidite riskini artırabilir. Bu sürtüşmeler likiditeyi artıran finansal piyasaların ve kurumların ortaya çıkması için teşvikler yaratmaktadır.

Likidite ve ekonomik kalkınma arasındaki standart bağlantı, bazı yüksek getirili projelerin uzun vadeli bir sermaye taahhüdü gerektirmesi nedeniyle ortaya çıkmakta, ancak tasarruf sahipleri uzun vadeli tasarruflarının kontrolünden vazgeçmeyi sevmemektedirler. Bu nedenle, finansal sistem uzun vadeli yatırımların likiditesini artırmazsa, yüksek getirili projelere daha az yatırım yapılması muhtemeldir. Nitekim Hicks (1969) Sanayi Devrimi'nin ilk on yılında üretilen ürünlerin çok daha erken icat edildiğini savunmaktadır. Aksine 18. yüzyıl İngiltere'sinde büyümeyi ateşleyen kritik yenilik sermaye piyasası likiditesiydi. Likit sermaye piyasalarında tasarruf sahipleri,

tasarruflarına erişmek isterlerse hızlı ve kolay bir şekilde satabilecekleri likit varlıkları - öz sermaye, tahviller veya vadesiz mevduat gibi - tutabilmektedirler. Aynı zamanda sermaye piyasaları bu likit finansal araçları uzun vadeli sermaye yatırımlarına dönüştürür. Dolayısıyla, sanayi devrimi, uzun dönemler için büyük sermaye taahhütlerinin yapılabilmesi için bir mali devrimi gerektirmiştir (Bencivenga, Smith ve Starr, 1995: 53-77).

Diamond ve Dybvig'in (1983) ufuk açıcı likidite modelinde, tasarruf sahiplerinin bir kısmı iki yatırım arasında seçim yaptıktan sonra şok yaşayabilmektedir: likit olmayan, yüksek getirili bir proje ve likit düşük getirili bir proje. Şok alanlar likit olmayan proje üretilmeden önce tasarruflarına erişmek istemektedir. Bu risk likit, düşük getirili projelere yatırım yapmak için teşvikler yaratmaktadır. Model başka bir bireyin şok alıp almadığını doğrulamanın çok maliyetli olduğunu varsaymaktadır. Bu bilgi maliyeti varsayımı, devlete bağlı sigorta sözleşmelerini geçersiz kılmakta ve finansal piyasalar için - bireylerin menkul kıymet ihraç ettiği ve ticaret yaptığı piyasalar - ortaya çıkması için bir teşvik yaratmaktadır.

Diamond ve Rajan (2001), hisse senedi piyasalarının içsel oluşumunu modellemiş ve bunu bir büyüme modeline bağlamıştır. Spesifik olarak, şok alan tasarruf sahipleri, sermaye taleplerini likit olmayan üretim teknolojisinin gelecekteki karlarına başkalarına satabilirler. Piyasa katılımcıları diğer araçların şok alıp almadığını doğrulayamamaktadır. Katılımcılar kişisel olmayan borsalarda işlem yaparlar. Böylelikle likit hisse senedi piyasalarında, şirketler ilk hissedarlar tarafından yatırılan sermayeye kalıcı erişime sahipken, hisse sahipleri hisselerini kolayca satabilmektedir. Borsalar ticareti kolaylaştırarak likidite riskini azaltmaktadır. Hisse senedi piyasaları ise likidite riskini ortadan kaldırmaz. Yani, hisse senedi piyasaları, sigorta sözleşmelerinin, bir acentenin şok alıp almadığını gözlemlemeye bağlı olarak yazılabildiği zaman var olan dengeyi kopyalamamaktadır. Bununla birlikte borsa işlem maliyetleri düştükçe likit olmayan, yüksek getirili projeye daha fazla yatırım yapılmaktadır. Likit olmayan projeler yeterince büyük dışsallıklara sahipse, daha yüksek borsa likiditesi daha hızlı istikrarlı durum büyümesine neden olmaktadır (Diamond ve Rajan, 2001: 289-327).

Şimdiye kadar bilgi maliyetleri - tasarruf sahiplerinin şok alıp almadığını doğrulamanın maliyetleri - borsaların varlığını motive etmekte, ancak alım satım maliyetleri de ortaya çıkmayı hızlandırabilmekte ve likit borsaların önemini vurgulayabilmektedir. Bencivenga, Smith ve Starr'da (1995), yüksek getiri sağlayan, uzun süreli üretim teknolojileri, ikincil menkul kıymetler piyasalarında üretim sürecinin ömrü boyunca mülkiyetin devredilmesini gerektirmektedir. Mülkiyet taleplerini değiştirmek maliyetli ise, daha uzun süreli üretim teknolojileri daha az çekici olacaktır. Bu nedenle, ikincil piyasa ticaret maliyetleriyle ölçülen likidite üretim kararlarını etkilemektedir. Daha fazla likidite, daha uzun gebelik süresine ve daha yüksek getiriye sahip teknolojilere geçişi tetikleyecektir.

Finansal sistemler aynı zamanda beşeri sermaye birikimini de teşvik edebilmektedir. Özellikle mali düzenlemeler beceri birikimi için borçlanmayı kolaylaştırabilir. Beşeri sermaye birikimi, sosyal düzeyde azalan getirilere tabi değilse, beşeri sermaye yaratımını kolaylaştıran mali düzenlemeler ekonomik büyümeyi hızlandırmaya yardımcı olmaktadır (Uslu, 2018: 99-116).

Diğer bir likidite biçimi üretim süreci sırasında projelerin vaktinden önce likiditesini azaltabilen ve böylece daha uzun gebelik süresine sahip, daha yüksek getirili projelere yatırımı teşvik edebilen krediye sıkı erişimi içermektedir. Holmstrom ve Tirole (1998), firma üretim süreçlerinin uzun vadeli, belirsiz ve şoklara açık olduğunu belirtmektedir. Bu nedenle bazı firmalar dış finansman aldıktan sonra şok yaşayabilir ve projeyi tamamlamak için ek sermaye enjeksiyonlarına ihtiyaç duyabilir. Bilgisel asimetrielerin varlığında aracılar firmanın ilk finansmanı sırasında belirli doğa durumlarında ara bir aşamada firmaya ek krediye erişim hakkı veren bir kredi limitine bir opsiyon satabilmekte ve bu sermayenin etkinliğini artırmaktadır. Aghion vd. (2004) bunun yerine üretim sürecinde firmaların krediye erişme kabiliyetinin, firmalar makroekonomik şoklarla (örn. durgunluklar) karşı karşıya kaldıklarında yeniliği ve uzun vadeli büyümeyi nasıl etkilediğine odaklanmaktadır. Firmaların kısa vadeli, düşük getirili yatırımlara veya daha riskli, büyümeyi artıran araştırma ve geliştirmeye (Ar-Ge) yatırım yapabilecekleri bir model geliştirmektedirler. Ayrıca, Ar-Ge için ayarlama

maliyetleri olduğunu varsayarlar. Bu bağlamda bu ayarlama maliyetlerini hafifletmek için firmalara daha az fon sağlayabilen az gelişmiş finansal sistemler yeniliği engelleyecektir. Dahası makroekonomik oynaklık, az gelişmiş finansal sistemlerde yenilik ve büyüme üzerinde özellikle olumsuz bir etki yaratır, çünkü firmaların Ar-Ge yapma istekliliği gelecekte düzeltme maliyetlerini karşılamak için borçlanma yeteneklerine bağlıdır ve durgunluk ve olumlu olarak finansal gelişme düzeyine göre. Aghion vd. (2004) ayrıca finansal gelişmenin makroekonomik oynaklığın olumsuz büyüme etkilerini azalttığı tahminiyle tutarlı ampirik kanıtlar sağlamaktadır (Saatçı ve Dumrul, 2011).

Tasarrufları Birleştirme ve Mobilize Etme : Mobilizasyon - yatırım için farklı tasarruf sahiplerinden sermayeyi bir araya getirmenin maliyetli sürecidir. Tasarrufları harekete geçirmek, farklı kişilerden birikim toplamakla ilgili işlem maliyetlerinin üstesinden gelmeyi ve tasarruf sahiplerinin tasarruflarının kontrolünden vazgeçme konusunda kendilerini rahat hissetmelerini sağlamayla ilişkili bilgi asimetrisinin üstesinden gelmeyi içermektedir. Nitekim, Carosso'nun (1970) Amerika'da Yatırım Bankacılığı tarihinin çoğu, 19. ve 20. yüzyıllarda Birleşik Devletler'de sermaye artırımıyla ilişkili çeşitli maliyetlerin bir açıklamasıdır. Birçok temsilcinin tasarruflarını harekete geçirmeyle ilişkili işlem ve bilgi maliyetleri ışığında, bu sürtüşmeleri azaltmak ve mobilizasyonu kolaylaştırmak için çok sayıda mali düzenleme ortaya çıkabilir. Spesifik olarak, mobilizasyon, sermayeyi artıran üretken birimler ile fazla kaynaklara sahip ajanlar arasında çok sayıda ikili sözleşmeyi içerebilir. Birçok kişinin yeni bir tüzel kişiliğe yatırım yaptığı anonim şirket, firma, çok sayıda ikili mobilizasyonun en önemli örneğini temsil etmektedir. Çoklu ikili sözleşmelerle ilişkili maliyetlerden tasarruf etmek için, mobilizasyon, binlerce yatırımcının servetlerini yüzlerce firmaya yatırım yapan aracılara emanet ettiği araçlar yardımıyla da gerçekleştirilebilir (Sirri ve Tufano, 1995: 83). Bunun gerçekleşmesi için, "harekete geçiriciler" tasarruf sahiplerini yatırımların sağlamlığı konusunda ikna etmelidir (Boyd ve Smith, 1992). Bu sonuca doğru, aracılar, tasarruf sahiplerinin birikimlerini aracıya emanet etme konusunda kendilerini rahat

hissetmeleri için yıldız şöhretleri oluşturma konusunda endişelenmektedirler(Sağlam ve Erataş, 2017: 121-140)

Bireylerin tasarruflarının dağıtılmasında daha etkili olan finansal sistemler, tasarrufları artırarak, ölçek ekonomilerinden yararlanarak ve yatırım bölünmezliklerini aşarak ekonomik kalkınmayı derinden etkileyebilmektedir. Daha iyi tasarruf mobilizasyonunun sermaye birikimi üzerindeki doğrudan etkisinin yanı sıra, kaynak tahsisi iyileştirebilmekte ve teknolojik yeniliği artırabilmektedir. Birden fazla yatırımcıya erişim olmadan, birçok üretim süreci ekonomik olarak verimsiz ölçeklerle sınırlandırılacaktır. Dahası, pek çok çaba, tek bir yatırımcının imkanlarının veya eğiliminin ötesinde muazzam bir sermaye enjeksiyonunu gerektirmektedir. Bagehot (1873) İngiltere ile fakir ülkeler arasındaki önemli bir farkın, İngiltere'de finansal sistemin kaynakları “büyük işler” için seferber edebilmesi olduğunu savunmuştur. Bu nedenle, iyi projeler sermaye yetersizliğinden başarısız olmamaktadır. Bagehot, bunun tek başına ulusal tasarruf oranı olmadığını, toplumun kaynaklarını bir araya getirme ve bu tasarrufları en üretken amaçlara tahsis etme yeteneği olduğunu belirtmiştir. Ayrıca, mobilizasyon sıklıkla küçük mezhep araçlarının oluşturulmasını da içermektedir. Bu araçlar, hanehalklarına çeşitlendirilmiş portföylere sahip olma fırsatları sunmaktadır. Acemoğlu ve Zilibotti (2007), büyük, bölünmez projelerde, birçok farklı bireyden elde edilen tasarrufları harekete geçiren ve çeşitli riskli projeler portföyüne yatırım yapan finansal düzenlemelerin, yatırımın ekonomik büyüme üzerinde olumlu sonuçları olan daha yüksek getirili faaliyetlere yeniden tahsisini kolaylaştırdığını göstermektedir (Acemoğlu ve Zilibotti, 2007).

Ödemeler Sistemi Olmak ve Mübadeleni Kolaylaştırmak : İşlem maliyetlerini düşüren mali düzenlemeler uzmanlaşmayı, teknolojik yeniliği ve büyümeyi teşvik etmektedir. İşlemleri kolaylaştırma, uzmanlaşma, yenilikçilik ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantılar Adam Smith'in (1776) Ulusların Zengiliyi (Wealth of Nations) eserinin temel öğeleri olmaktaydı. Smith, işbölümünün, uzmanlaşmanın üretkenlik iyileştirmelerinin altında yatan temel faktör olduğunu savunmaktaydı. Daha fazla

uzmanlaşmayla, işçilerin daha iyi makineler veya üretim süreçleri icat etme olasılığı daha yüksektir (Smith, 1776).

İnsanların herhangi bir nesneye ulaşmanın daha kolay yöntemlerini keşfetme olasılıkları, zihinlerinin tüm dikkatini tek bir nesneye yönelttiğinde, çok çeşitli şeyler arasında dağıtılmasından çok daha fazladır. Smith (1776), işlem maliyetlerini düşürmede, daha fazla uzmanlaşmaya izin vermede ve teknolojik yeniliği teşvik etmede paranın rolüne odaklanmaktaydı. Bununla birlikte, bilgi maliyetleri de paranın ortaya çıkmasını motive edebilir. Malların özelliklerini değerlendirmek maliyetli olduğu için takas değişimi çok maliyetlidir. Bu nedenle, değişimi kolaylaştırmak için kolayca tanınan bir değişim ortamı ortaya çıkabilir. Bununla birlikte, ekonomiler paraya yöneldiğinde işlem ve bilgi maliyetlerindeki düşüş, ille de bir defalık düşüş değildir. Finansal yenilik sayesinde işlem ve bilgi maliyetleri düşmeye devam edebilir (Rahmani, 2019).

Greenwood ve Smith (1996) değişim, uzmanlaşma ve yenilik arasındaki bağlantıları modellemiştir. Onlara göre, daha fazla uzmanlaşma, daha fazla işlem gerektirmektedir. Her işlem maliyetli olduğundan, işlem maliyetlerini düşüren mali düzenlemeler daha fazla uzmanlaşmayı kolaylaştıracaktır. Bu şekilde, değişimi destekleyen pazarlar, verimlilik kazanımlarını teşvik etmektedir. Bu verimlilik kazanımlarından finansal piyasa gelişimine geri bildirim de olabilir. Piyasaların kurulmasıyla ilgili sabit maliyetler varsa, kişi başına düşen gelirin artması, bu sabit maliyetlerin kişi başına düşen gelirin payı olarak daha az külfetli olduğu anlamına gelmektedir. Böylece, ekonomik gelişme finansal piyasaların gelişimini teşvik etmektedir.

Greenwood ve Smith (1996) modelinde, bununla birlikte, işlem maliyetlerindeki azalma, yeni ve daha iyi üretim teknolojilerinin icat edilmesini teşvik etmemektedir. Bunun yerine, daha düşük işlem maliyetleri, ekonomik açıdan çekici olan "rafta" üretim süreçlerini genişletir. Ayrıca model, daha özel üretim süreçlerini desteklemek için bir sistem olarak daha iyi "pazarı" tanımlamaktadır. Bu, işlem maliyetlerini düşüren ve

böylece özel üretim teknolojilerini doğal olarak teşvik eden bir ortam üreten finansal araçların veya kurumların ortaya çıkışını açıkladığı anlamına gelmemektedir.

Değişim işlemlerinde, kredi fırsatlarının sunulması ve ödemelerin teminat altına alınması gibi nitelikler ile de kolaylık sağlanabilmektedir. Bu kaynaklar, finansal aracı kurumlar vasıtasıyla daha az maliyet ile yönetilmekte ve yatırım olanaklarına aktarılmaktadır. Bu yolla da bilgi maliyetleri düşürülmekte ve işlemler büyük ölçüde kolaylaşmaktadır (Greenwood ve Smith, 1996: 149).

1.2 Finansal Sistem ile İlgili Kavramlar

Globalleşme ve dijitalleşmenin etkisiyle her geçen gün yeni bir kavramın ortaya çıktığı finans sisteminde bazı kavramlar birbirlerine yakın anlamda olsalar da bazıları birbirlerine zıt anlamlara sahip olduğu gözükmemektedir. Finansal sistemin ayrılmaz parçalarından olan ve bu sektoru daha açık ve geniş şekilde izah etmeye yardımcı olan bu kavramlar her bir finans sektörü bireyinin kullandığı ve bilmesi gereken kavramlardır.

1.2.1 Finansal Gelişme

Finansal gelişme ekonominin parasallaşma düzeyini ve finansal aracılık hizmetlerinin boyutunu gösteren bir ölçüt olarak da kabuledilebilir. Finansal gelişme piyasa başarısızlıklarının azalmaları sonucunda ortaya çıkmaktadır. Finansal gelişmeyi ölçmek için bir dizi gösterge kullanılmaktadır. Genel olarak kabul edildiği gibi, finansal gelişme dört boyutla ölçülebilir: derinlik, erişim, verimlilik ve istikrar. Literatürde finansal gelişmenin ölçülmesinde kullanılan en yaygın boyut, finansal sektörün büyüklüğünü yansıtan finansal derinliktir ve finansal sistemin likit yükümlülüklerinin Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya (GSYİH) oranıyla ölçülmektedir. Araştırmacılar, belirli bir finans sektöründeki derinliği ölçmek için farklı göstergeler kullanmaktadırlar. Bununla birlikte, para arzına bağlı önlemleri kullandıkları ve bu tür önlemlerin parasal toplam olarak bilindikleri için benzer davranışlara sahip olduklarını belirtmek önemlidir. Bazı araştırmacılar M2'nin GSYİH'ya oranını kullanmaktadır. Finansal gelişmeyi değerlendirmek için kullanılan bir diğer gösterge, banka kredilerinin banka kredileri ve

merkez bankası iç varlıklarının toplamına bölünmesi olarak tanımlanan banka oranıdır. (Öztürk ve Özyakışır, 2018).

Bu ölçütlerin yanı sıra borsa ölçütü, finansal gelişmeyi ölçmek için ampirik çalışmalarda da kullanılmaktadır. Yaygın olarak kullanılan ilk önemli ölçüt piyasa kapitalizasyon oranıdır. Bu ölçüt, aynı zamanda listelenen hisselerin toplam değerinin GSYİH'ye eşit olduğu piyasanın toplam büyüklüğünü ifade etmektedir

Son zamanlarda içsel finansal gelişme ve büyüme modeli tartışılmaktadır. Bu model bilim adamlarının büyük ilgisini çekmiştir. Modelin özü, bir yandan artan büyümenin daha fazla finansal ürün/hizmet gerektireceğini düşünmektedir. Öte yandan, finansal kurumlardaki büyüme, sermaye birikimini kolaylaştıracak ve daha yüksek ekonomik büyümeye yol açacaktır.

1.2.2 Finansal Serbestleşme

1970'lerden itibaren, dünyanın dört bir yanındaki ülkeler, faiz ve kredi kontrollerini azaltarak, yerli ve yabancı bankaların giriş engellerini azaltarak ve sermaye hesabını serbestleştirerek finansal sektörlerini kademeli olarak serbestleştirmeye başladılar. Bankalar daha fazla tasarruf çekmek için daha yüksek faiz oranları sunarak daha fazla yatırımlar sağlayacağından, artan banka rekabetinin finansal gelişmeyi teşvik etmesi bekleniyordu. Ayrıca, rekabet, genel giderleri azaltmak ve banka ve risk yönetimini iyileştirmek için teşvikler sağlarken (Denizer, Dinç ve Tarımcılar 2007), yabancı bankaların girişi yeni banka ve risk yönetimi tekniklerinin yayılmasını teşvik edecekti (Claessens, Demirgüç-Kunt ve Huizinga 2001). Sermaye hesabı liberalizasyonunun hem yerli hem de yabancı yatırımcılar için portföy çeşitlendirme olanaklarını artırması ve bunun da yerel finansal piyasa gelişimini teşvik etmesi bekleniyordu (Chinn ve Ito 2006). Gelişmekte olan ülkeler arasında, finansal liberalizasyon özellikle Washington mutabakatı sonrası dönemde (yani 1990'dan sonra) meydana gelmiştir.

Finansal serbestleşmenin beklenen olumlu etkileri tartışmalıdır. Stiglitz (2000), bastırılmış finansal sektörlerin serbestleştirilmesinin daha verimli kredi tahsisine yol

açtığı argümanının kusurlu olduğunu savunuyor. Mükemmel bilgi altında bu doğru olabilirken, finansal piyasalar asimetrik bilgi ile karakterize edilir. Stiglitz, asimetrik bilgi altında, fiyat mekanizması yoluyla ademi merkeziyetçiliğin (yani bankaların faiz oranlarını serbestçe belirlemesine izin verilmesi) Pareto etkin bir dengeye yol açmayacağını göstermektedir. Boot (2000), finansal liberalizasyonun aslında bilgi asimetrilerini ağırlaştırabileceğini savunuyor. Banka rekabeti arttıkça ve faiz oranları düştükçe, borçlular bankalarıyla uzun süreli ilişkileri sona erdirmek için bir teşvike sahip olabilir. Borçlular diğer bankalara geçtiğinde, önceki bankanın borçluları hakkında topladığı bilgiler artık değersiz hale gelir ve bu da bilgi asimetrilerini artırır.

Bankalar arasındaki artan rekabet aynı zamanda franchise değerinde bir azalmaya yol açabilir ve bu da risk alımının artmasına neden olabilir. Daha az verimli bankalar, genel giderleri azaltarak rekabet edemedikleri için, bir kumar stratejisi benimseyebilirler, yani kârlı kalmak için bilgi toplama ve izleme çabalarını azaltırlar. Uzun vadede verimsiz bankaların yerini daha verimli bankaların alması muhtemel olsa da en azından kısa vadede, finansal liberalizasyon verimlilik yerine istikrarsızlığa yol açabilir. Bu, potansiyel olarak banka kaçışları ve bankacılık krizlerinin izlediği ani sermaye çıkışlarına yol açabilir.

Finansal serbestleşmenin olumlu görüşüne yönelik eleştiriler, uygulamadan edinilen deneyimlerle desteklenmiştir. Bazı ülkeler, bazı durumlarda keskin ekonomik gerilemelerin eşlik ettiği derin mali krizler yaşamıştır. 2007-2008'deki son küresel mali ve ekonomik kriz bunun açık bir örneğidir, 1997-1999'da Güneydoğu Asya ülkeleri, 1996'da Meksika, 1980'lerin başında Arjantin ve Şili'nin yaşadığı krizler de buna bir örnektir.

Ampirik çalışmalar, finansal gelişmeyi teşvik etmede finansal liberalizasyonun etkinliği konusunda karışık sonuçlar bulmaktadır. Finansal serbestleşmenin net etkisi olumlu görünse de ülkeler ve zaman dilimleri arasında büyük bir heterojenlik vardır. Bu heterojenliğin ışığında, son ampirik literatür, başarılı finansal liberalizasyon politikalarının ön koşullarını belirlemeye başlamıştır. Birçok çalışma, etkin banka

düzenlemesi ve denetiminin önemine odaklanmıştır. Hermes ve Meesters (2015), finansal liberalizasyonun banka etkinliği üzerindeki etkisinin, bankacılık sisteminin düzenleme ve denetiminin kalitesine bağlı olduğunu bulmuştur. Bu sonuç, Sahay ve ark. (2015), bankacılık denetimine ilişkin Basel Temel İlkeleri ve sigorta sektörü için Sigorta Temel İlkeleri ile ölçüldüğü üzere, finansal gelişmenin düzenleyici çerçevenin kalitesiyle pozitif ilişkili olduğuna dair kanıt bulmuştur.

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998) hukukun üstünlüğü, yolsuzluk düzeyi, kolluk kuvvetleri ve bürokratik verimlilik ölçütlerini kullanan zayıf bir kurumsal ortamın ve uygun düzenleme ve denetimin yokluğunun finansal krizlerin ortaya çıkmasını daha olası hale getirdiğine dair kanıtlar bulmaktadır. Benzer şekilde Klein ve Olivei (2008) sermaye hesabı liberalizasyonunun finansal gelişmeyi desteklediğini göstermektedir. Ancak bu sonuç öncelikle kurumların, banka düzenleme ve denetiminin genellikle daha gelişmiş olduğu gelişmiş ülkelerden kaynaklanmaktadır. Daha düşük kurumsal kaliteye ve banka düzenlemesi ve denetimine sahip gelişmekte olan ülkeler için sermaye hesabının serbestleştirilmesi finansal gelişmeyi teşvik etmede başarısız olur. Sonuç olarak son ampirik çalışmalar finansal kurumların uygun şekilde düzenlenmesi ve denetimi olmadan ve doğru kurumsal ortam olmadan finansal liberalizasyonun finansal gelişmeyi iyileştirme beklentilerini karşılamayabileceğini göstermektedir.

1.2.3 Finansal Derinleşme

Finansal derinleşme terimi finansal hizmetlere erişimin iyileştirilmesini ifade etmek için kullanılmaktadır. Finansal derinleşme, bir ekonomideki farklı sosyoekonomik gruplar için daha geniş finansal hizmet seçeneklerini ve finansal hizmetlere daha iyi erişimi tanımlayabilmektedir. Finans sektörünün derinleşmesinin dikkate değer bir unsuru, finansmana yeterli erişimi olmayan ekonomik birimlerin finansal hizmetlere erişimini genişleterek ekonomik büyümeyi artırma etkisidir. Kural olarak, az gelişmiş bir finansal sistem durumunda, ekonomik birimler finansal hizmetlere ancak bankacılık

ilişkileri süreci yoluyla daha iyi erişebilirler. Buna ek olarak, ekonomik birimler, yerli kaynakların yaratılması ve dış finansmana daha az bağımlılık yoluyla yükümlülüklerinin büyümesini finanse etmektedir (Goswami ve Sharma, 2011).

Bir başka deyişle finansal derinlik bir ülkede bankaların ve diğer finansal kuruluşlar ile finansal piyasaların bir arada ekonomik bir ölçüte göre büyüklüğünü ifade eder. Bir ekonomide kredilerin, finansal sermayenin, finansal ürünlerin genişlemesi finansal derinlik göstergesidir. Literatürde en çok kullanılan derinlik ölçütünün özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı olduğu söylenebilir. Finansal derinlik, bir ekonomide tasarruf sahipleri ile yatırım yapmak isteyen girişimciler arasındaki fon alışverişini sağlayan finansal araçların ve finansal aracılardan yenilik sürecinde yaygınlaşmasını ve yeniliklere uyum sağlayarak şekillenmesini ifade etmektedir. Finansal derinleşme kişi başına düşen finansal hizmetler ve kurumlardaki artış ve toplam finansal varlıkların gelire oranındaki artış olarak da ifade edilebilir (Demirgüç-Kunt ve Klapper, 2012). Finansal derinleşme özetle finansal varlıklar ve hizmetler için oluşturulmuş kompleks bir piyasa olarak tanımlayabileceğimiz finansal sektörün nitelik, nicelik ve etkinlik bakımından ilerlemesini ifade etmektedir. İyi yapılandırılmış ve denetlenen kurumların finansal sistemde tasarrufların toplanmasını sağlamaktadır. Finansal gelişme sürecinde yasal düzenlemeler ve denetimler önem arz etmektedir (Yücel, 2019). Finans sektörünün derinleşmesi ülkedeki tüm ekonomik birimlere uyarlanmış mevcut finansal hizmetler havuzunun iyileştirilmesini tanımlamak için de kullanılabilir. Finans sektörünün derinleşmesi para arzının reel GSYİH'ye oranını da iyileştirmektedir (Cole, 2008).

Kavramsal olarak finansal piyasanın derinleşmesi, genellikle araçların ve endüstrilerin, krediler, sigorta poliçeleri, devlet tahvilleri ve hazine bonoları gibi sermaye ve para piyasası varlıklarına erişim dahil olmak üzere, yatırım ve tasarruf amaçları için para ve sermaye piyasalarını kullanabileceği anlamına gelmektedir. Finansal araçlar ve piyasalar varlık fiyatlarında karşılıklı oynaklığa neden olmadan büyük miktarlarda sermaye sağladıkları ve büyük ciroları yönettikleri için avantajlı bir konumdadır. Ek olarak derin finans sektöründe, finansal kurumlar risk paylaşımı veya transferi sürecinde risklerden korunmak veya riskleri çeşitlendirmek için daha geniş bir

varlık yelpazesi sağlayabilir. Derin finansal piyasalar borçlulara çok çeşitli risk yönetimi ve finansman araçlarına erişim sağlarken, tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların fazla fonları daha geniş bir risk paylaşımı ve kaliteli yatırım araçları yelpazesine tahsis etmelerine izin verir (Goswami & Sharma, 2011).

1.2.4 Finansal Etkinlik

“Etkinlik” üretim sonucunda gerçekleşen optimum girdi-çıktı miktarları arasındaki farkla ölçülmektedir. Bu ölçüt ele alınan üretim biriminin veri girdi miktarı ile elde ettiği ve elde edebileceği maksimum potansiyel çıktı arasındaki oran şeklinde tanımlanabilmektedir. Benzer bir tanım da girdi düzeyi temel alınarak belli bir çıktı miktarını elde etmek için gerekli minimum girdi miktarıyla firmanın bu düzeyde üretimi gerçekleştirmesi için kullandığı girdi miktarı arasındaki oran olarak yapılabilmektedir (Ertuğrul ve Zaim, 1996). Etkinlik, temelde amaca ulaşmadaki başarının bir göstergesidir. Bu bağlamda, bir firma aktif olduğu alanda başarılı olduğu ölçüde etkindir. Eger amaçlarına ulaşamıyor ise etkin değildir. Bu etkinlik veya etkinsizlik durumu hedeflenen ve gerçekleşen performans arasındaki fark ile ölçülmektedir. Etkinlik kavramı, ekonomik ve finansal anlamda etkinlik olarak sınıflandırılmaktadır. Genel olarak kaynakların tam olarak kullanılması ekonomik etkinlik içinde değerlendirilirken kaynakların mevcut yatırım alanlarına verimli olarak dağılımı ise finansal etkinlik kapsamında incelenmektedir. Fon transferini sağlayan para ve sermaye piyasalarının bütünü oluşturarak finansal sistemin etkinliği de genel ekonomik etkinliğin sağlanmasında önemli bir yer tutmaktadır. Ekonomik etkinlik ve finansal etkinlik kavramlarının bir bütün olarak değerlendirilmesi ekonominin genel olarak yüksek performans göstermesi için büyük önem taşımaktadır. Sağlıklı ve canlı bir ekonomi, tasarruf sahibi bireylerin fonlarını üretken yatırım yapmak amacıyla olan bireylere aktaran bir finansal sistem gerektirmektedir. Bu bağlamda, artan bir ekonomik etkinlik iyi düzenlenmiş bir finansal yapı ile etkin bir finansal yönetimin bileşkesi olarak ortaya çıkmaktadır. Finansal sektörün yönetim açısından ekonomik analizi, finansal sektörün performansını ekonomik büyümeyi ve finansal krizlerin nasıl ortaya çıktığını

ve genel ekonomik aktivite için çok ciddi sonuçlar ortaya koymaktadır (Mishkin, 2000). Kurumlar ekonomi içindeki paranın dolanımında önemli yere sahiptirler.

1.2.5 Finansal Erişim

Finansal erişim, bireyler ve firmalar tarafından finansal hizmetlerin kullanılmasıdır. Finansal erişim, bireylerin ve firmaların iş fırsatlarından yararlanmalarına, eğitime yatırım yapmalarına, emeklilik için birikim yapmalarına ve risklere karşı sigortalanmalarına olanak tanır (Demirgüç-Kunt, Beck ve Honohan 2008). Demirgüç-Kunt ve Levine (2008) finansal erişimi, finansman için “fiyat ve fiyat dışı engellerin olmaması” olarak tanımlamıştır. Benzer fakat daha ayrıntılı bir tanımda, Claessens (2006) finansal erişimi “makul kalite ve makul maliyetin belirli bir objektif standarda göre tanımlanmasının gerektiği, makul kalite ve makul maliyetin tüm maliyetleri yansıtacak şekilde makul kalitede finansal hizmetler arzının mevcudiyeti” olarak tanımlamıştır: maddi ve manevi giderler”. Bu tanımlardan ima edilen, potansiyel banka kullanıcılarının bankacılık hizmetlerinden yararlanma arayışlarında engellerin olmamasıdır. Sarma (2008) popüler çalışmasında kapsayıcı bir finansal sistemin üç boyutunu tanımlamıştır. Bunlar, bankacılık penetrasyonu (toplam nüfusa oranı olarak banka hesaplarının sayısı), bankacılık hizmetlerinin mevcudiyeti (1000 nüfus başına banka şubesi sayısı) ve kullanım boyutudur (banka kredisi ve banka mevduatının GSYİH'ye oranı). Genel olarak, politika yapıcılar, finansal sisteme daha fazla yetişkinin katılımı yoluyla ekonomik performansı iyileştirmenin bir yolu olarak finansal katılım programları geliştirir.

1.2.6 Finansal İstikrar

Finansal istikrar, finans sisteminde dengeleri bozma potansiyeli olan beklenmedik durumlara karşı ekonominin dayanıklılığı olarak tanımlanabilir. Dünya üzerinde yaşanan krizler, ekonomik gelişmeler ve benzeri durumlar ülke ekonomisini

etkiler. Bu etkilerin en aza indirilmesi için finansal istikrar politikası yürütülür. Bu yol izlenerek olası ekonomik çöküşler ve dalgalanmalar önlenabilir ya da bu gibi durumlarda alınan etkiler minimuma indirgenir. Ekonomide olası sorunların önlenmesi ve ciddi hasarlar bırakmaması için çeşitli tedbirler alınarak piyasa dalgalanmaları önlenmeye çalışılır. Bu tedbirler ile ülke ekonomisindeki denge bozulmalarının en aza indirgenmesi hedeflenir. Finansal istikrar, para politikasının etkinliğini önemli ölçüde artırır. Finansal istikrar sağlanmadığında toplum refahında bozulmalar ve ülke ekonomisinde dalgalanmalar görülür. Merkez bankasının takibini sağladığı finansal istikrar, ülkenin ekonomisini güvence altına almakta önemli bir role sahiptir. Ülke ekonomisi üzerinde ciddi bir role sahip olan Merkez Bankası temel görevleri arasında finansal sistemde istikrarı sağlayan ve para, döviz piyasalarıyla alakalı düzenleyici tedbirler almak yer alır.

Özellikle son dönemlerde yaşanan finansal krizler finansal istikrar konusunun önemini vurgulamıştır. Merkez bankalarındaki para politikası ile alakalı gündemin en önemli konusu olan finansal istikrarın göz ardı edilmemesi gerektiği anlaşılmıştır.

1.3 Ekonomik Büyüme

Genel olarak ekonomik büyüme, ekonomide zaman içinde üretim kapasitesinin artması ve buna bağlı olarak üretilen mal ve hizmetin artmasıdır. Belirli bir ülkedeki ekonomik büyüme genellikle ulusal çıktının en önemli, en yaygın kullanılan ve kapsayıcı ölçüsü olan gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) kullanılarak ölçülmektedir. Ekonomik büyüme gayri safi yurtiçi hasıladaki değişikliklerle ölçülebilmekte ve bir ülkenin geçen yılki tam ekonomik çıktısını ölçmektedir. Ayrıca, ister yurt içinde veya yurtdışına satılsın, yurt içinde ve satılmak üzere üretilen tüm mal ve hizmetleri kapsar. Yalnızca bitmiş üretimi ölçmekte, böylece bir ürünü yapmak için üretilen parçaları dikkate almamaktadır (İdris, 2012).

1.3.1 Ekonomik Büyüme Kavramı

Geçmişten günümüze ekonomiler için önemli belirleyicilerden biri ekonomik büyüme olmuştur. Ekonomik büyümenin kaynağının tespit edilmesi ve bu doğrultuda uygulamalar yapılması ülkede yaşayan bireylerin refahı için oldukça önemlidir. Ekonomik büyüme, makro iktisadın en önemli alanlarından biri olagelmış ve pek çok çalışmaya konu olmuştur. Bu sebeple ekonomik büyümenin tanımı hususunda, pek çok kaynak bulunmaktadır. Kabaca bir ülkenin belli bir zaman içinde, ki bu genellikle bir yıl olarak varsayılmaktadır, üretim kapasitesinde ve üretilen mal, hizmet miktarında meydana gelen artışlardır. Çeşitlilik gösteren ekonomik büyüme tanımının bir diğeri de Gayri Safi Yurtiçi Hasılda (GSYİH) meydana gelen reel artışlar ve dolayısıyla Gayri Safi Yurtiçi Hasılanın ülke nüfusuna bölünmesi ile elde edilen kişi başına GSYİH' deki reel artışlar şeklindedir. Bu reel artışlar ekonomik büyümenin sayısal olarak ölçülebilen bir olgu olduğunu göstermektedir (DİNLER, 2008). Büyümenin reel olup olmadığı yani GSYİH' deki artışların fiyattaki değişimlerden arındırılıp arındırılmadığı, büyümenin sağlıklı bir şekilde ölçülmesi için önemlidir. Çünkü büyüme, nominal olarak hesaplandığında bir önceki yıla göre oluşan büyüme aslında üretim miktarı artışından değil de fiyat artışlarından gerçekleşebilir. Bu durum reel hayata yansımayan bir büyüme demektir.

Morris (1998), ekonomideki büyümenin bir ülkenin doğru yönde ilerlediğini gösterirken, yavaşlamanın bir ülkenin neyi yanlış yaptığını değerlendirmesi gerektiğine işaret etmektedir. Denison (1962), bir ekonominin büyümesinin kişi başına GSYİH veya reel GSYİH değerlendirilerek görülebileceğini savunmuştur. Ekonomik büyüme, sosyal düzende yaşayan insanların refahının yanı sıra yaşam standartlarında da bir artış anlamına gelmektedir. İnsanların zenginliği, tüketimlerinde artışa neden olmaktadır. Bu nedenle ekonomik büyüme, artan bir toplum kümesinde ve toplamında mal ve hizmet üretme becerisine ve yeteneğine sahip olmak olarak tanımlanabilir. Üretim kapasitesindeki artışın, belirli bir ülke için sürdürülebilir kişi başına gelir artışına yol açtığı iddia edilmektedir (Turan, 2008).

Ekonomistler, ekonomik büyümenin doğrudan ve dolaylı faktörlerden etkilendiğini vurgulamaktadırlar. Doğrudan faktörler arasında teknolojiye yenilikler, doğal kaynaklar (toprak ve madenler gibi) ve son olarak insan sermayesi (çalışan nüfusta bir azalma veya artış) yer alırken, dolaylı faktörler arasında mali politikalar, tasarruf oranları, yatırımlar, emek ve sermaye, hükümetin etkinliği, finansal sistemin etkinliği, finansal kurumlar, özel sektör ve toplam talebin durumu yer almaktadır. Ülkeler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olarak gruplandırılmıştır. Bu yeni dünya tasarımı, ulusların ekonomik büyümeyi yeni sürece uyum için ana hedef olarak belirlemesine yol açmıştır. Bu nedenle ekonomik büyüme, Türkiye'de olduğu gibi gelişmekte olan ülkeler için hükümetlerin en önemli ekonomi politikalarından biridir. Ekonomik büyüme, gelişmiş ülkeler için kritik önem taşıırken, gelişmekte olan ülkeler için ön planda olmaktadır. Ekonomik kalkınma eğitim, sağlık ve diğer sosyal faktörlerden oluşmaktadır. Yoksul ülkeler için, ekonomik kalkınma girişimlerinin çok az olduğu veya hiç olmadığı bir ekonomik büyümeyi deneyimleme hassasiyeti yoktur (Betül, 2013).

Yukarıdaki değerlendirmeden ekonomik büyüme, ister gelişmiş ülkelerde olduğu gibi mal ve hizmetlerin toplam talep ve arzındaki artışlara bağlı olsun, isterse ilgili çabaların bir sonucu olsun, bir ekonomide yıllık olarak meydana gelen reel GSYİH'deki artış olarak tanımlanabilir. Dünyadaki ekonomiler, üç özel sınıfa ayrılmıştır: az gelişmiş, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler. Bu nedenle, iktisatçılar çeşitli ülkelerdeki farklılıkları neyin doğurduğunu sormak zorundadır. Her şeyden önce, ekonomik büyüme tüketicilerin daha yüksek gelir seviyeleri elde etmesini sağlamaktadır. İkinci olarak, ekonomik büyüme istihdam oranının artmasına yardımcı olur ve böylece işsizlik seviyesinde bir düşüşe yol açar. Daha sonra, hükümetlerin daha yüksek vergi gelirleri yaratarak borçlanmayı azaltmalarına yardımcı olur ve bu da eğitim ve altyapı gibi kamu hizmetlerini iyileştirmeyi sağlamaktadır. Ayrıca ekonomik büyüme, gelirden çevre sorunlarına daha fazla para harcayarak çevrenin korunmasına da yardımcı olabilir (İnce, 2011).

1.3.2 Ekonomik Büyüme Teorileri

Schumpeter Büyüme Teorisi: Schumpeter'ın ekonomik büyüme teorisi, adını Avustralyalı bir ekonomist olan Schumpeter Joseph'den (1911) almıştır. Schumpeter, araştırmalarında Marx'ın fikirlerinden büyük ölçüde yararlanmış olsa da iki araştırmacı arasında büyük fikir ayrılıklarının olduğunu da görmek mümkündür. Schumpeter, büyüme modelini oluştururken iki kavram kullanmıştır. Bu kavramlardan ilki teknolojik gelişmeyle ilişkili olan üretim faktörlerinin değişim bir kombinasyonunu içermektedir. İkinci kavram ise girişimcilerin, kısa bir süreliğine de olsa tekel olma avantajını elde etmeleri için pazara yönelik yeni süreçler ve ürünler formüle ettiği görüşüne sahiptir. Parello (2010) 'nın belirttiği gibi, inovasyon yoluyla piyasadaki mevcut süreçler ve ürünler modası geçmiş hale getirilir. İnovasyonların süreçleri ve modası geçmiş ürünleri oluşturma davranışı, onları yok edici kılmaktadır. Harrod ve Domar Büyüme Teorisi : Yatırımlar ve tasarruflar bu modelde kullanılan en önemli faktörlerdir. Harrod (1939) ve Domar (1946), yüksek düzeyde milli gelirin, toplam talebin desteklenmesine yol açan yatırım artışlarının bir sonucu olduğunu belirtmiştir. Ayrıca, üretkenlikteki artışın toplam arzın bir sonucu olduğu da ortaya koyulmuştur. Milli gelirin getirisi artar, üretkenlikteki yatırım artarsa, yeniden daha fazla yatırıma yol açar, bu da büyümede sermaye birikimini etkileyerek fonları kanalize ederek yüksek düzeyde marjinal tasarruf oranı ve ekonomik kalkınmaya yol açar. Ayrıca, Harrod-Domar, tasarruf oranlarının izlenmesinin ve büyümeyi destekleyen yabancı sermaye getirilmesinin gerekliliğini analiz etmiştir. Analizde, üç önemli büyüme oranını ayırt edilmiştir: İşgücü verimliliği büyüme oranı, fiili büyüme oranı ve menkul kıymet büyüme oranı (Thirlwall, 1999).

Solow'un Teorisi (Dışsal Büyüme) Bu teorinin kurucusu, büyüme oranının nüfus artış hızı ve teknik ilerleme tarafından belirlendiğini varsayan Solow'dur (1956). Her ikisi de sürekli büyüme için bir dış faktör olarak kabul edilmektedir. Solow modeli uzun vadede ekonomik büyüme teorilerini, ölçeğe göre sabit getiri açısından üretim fonksiyonu ile ifade etmiştir. Bu model üretimin tüketim ve yatırım arasındaki bölünmesini ve sermaye birikimi üzerindeki etkilerini incelemektedir. Ayrıca Solow modeli, uzun dönemli büyüme oranlarının, nüfus artış oranları, verimlilik artışı, işgücü

yapısı ve teknoloji gibi dış faktörlerle güçlü bir şekilde ilişkili olduğunu belirtmektedir. Bu dışsal faktörler sabit durumdaki gelir düzeyini açıklamaktadır. Solow modelinde Cobb-Douglas üretim fonksiyonu aşağıdaki gibi verilmiştir (Solow, 1956: 65-94):

$$Y = A e^{mt} K^a L^{1-a}, 0 < a < 1.$$

Yukarıdaki denklemde Y, K, L, A, e m ve a sırasıyla çıktı, sermaye, emek, "emeğin efektifliyi", dışsal büyüme oranı için teknoloji ve emeğin payını ifade etmektedir (Pack, 1994).

Solow (1956), çeşitli ülkelerde farklı ekonomik büyümeye neyin yol açtığını araştırmıştır. Teknolojideki ilerlemeyi dışsal fenomenler olarak gören dışsal bir büyüme çerçevesi önermiştir. Bu çerçeve, altyapı biriktirme işlevini açıklamaya yardımcı olduğu ve bir ekonomide büyümeyi sürdüren güç olduğunu öne sürerek teknolojideki ilerlemelerin değerini vurguladığı için özellikle önemlidir.

Solow modeli emek ve sermayenin azalan getiriler yaşadığı düşüncesini benimsemektedir. Bir ülkedeki sermaye, birikim miktarı kadar artmaktadır. Nüfus artışı ve amortisman, her işçinin çıktı seviyesini düşürmekte ve dolayısıyla sermaye miktarı da azalmaktadır. Bu tür bir büyüme, istikrarlı bir ekonomik büyümeye yol açmaktadır. Solow'un modeli, bu ülkelerin yeni teknolojileri kullanarak istikrarlı büyümeyi aşabileceklerine işaret etmektedir. Model ayrıca, kişi başına üretimin uzun vadede bir ülkedeki tasarruf seviyesinden büyük ölçüde etkilendiğini vurgulamaktadır.

Model, bir ulusun azalan getiri yaşarken bile büyümesi için dış etkinin mevcut olması gerektiğini vurgulamaktadır. Dışsal faktör, kaynaklar oldukça az olduğunda bile üretimin mümkün olmasına izin veren yeni teknolojinin formülasyonunu temsil etmektedir. Bir ülkede teknoloji yükseldiğinde o ülke büyümeye ve yatırım yapmaya başlar. Bu model aynı zamanda, gelişmemiş ülkelerin hızla yetişmeleri ve büyümeleri için, gelişmiş ülkelere benzer teknolojilere ve tasarruf oranlarına sahip olmaları gerektiğini belirtmektedir. Grafts ve Toniolo (1996), bu teoremin büyüme seviyeleri ile kişi başına düşen gelir arasındaki ters ilişkiye işaret ettiğini belirtmişlerdir. Yani kişi başına düşen gelir arttıkça büyüme hızı düşmektedir. Bu nedenle, gelişmiş ve gelişmekte

olan ülkeler arasında gelirden yakınsama, yabancı ve yerli yatırım mevcut olduğunda ortaya çıkar. Solow modeli gelişmiş ülkelerde uygulamada başarılı olmuş ancak gelişmekte olan ülkelerde başarısızdır (Tawiri, 2010: 759-767).

İçsel Büyüme Teorisi : İçsel büyüme teorisi, insanları sermaye, bilgi ve becerilerini üretimin önemli faktörleri olarak gören yeni bir kavramı içermektedir. Teori, insanların artırılmış bir geri dönüş oranına sahip olduğunu belirtmektedir. Bu sınıftaki teoriler, insan sermayesinin üretkenliğini neyin artırdığına odaklanmıştır. Philip ve Peter (1992) tarafından geliştirilen bir içsel büyüme modeli, örtük büyüme kaynağıdır. Bu teori, endüstriyel bir ilerlemenin ürünlerin kalitesini artırdığını varsaymaktadır. Tasarruf sahiplerinin finansal araçlara olan güvenini artırarak tasarrufların boyutu kendiliğinden artmaktadır (Boca, 2011).

Öte yandan Pagano (1993), AK modelini kapalı ekonomi için kullanmış (burada K hem beşeri hem de fiziksel sermayeyi içermektedir ve A, pozitif bir sabit olan teknoloji düzeyidir) ve finansal sistemin fon transferini ve verimlilik giderini mümkün kıldığını tartışmıştır tasarrufların yatırıma aktarılmasına yardımcı olan araçlar ve bu aracı kuruluşlar, sermayenin marjinal verimlilik seviyesini yükselterek ekonomik teşviki etkileyebilirler. Dahası, bu teori büyümenin insan sermayesine yatırım ve tasarrufla ilgili olduğunu ve yatırım araştırması, ilerlemesi ve bilgi üretimi ile ilgilendiğini varsaymaktadır.

Böylelikle, hükümet, insan sermayesi yoluyla ve yüksek teknoloji endüstrilerine yatırımı teşvik ederek kaynak tahsis etme verimliliğini iyileştirebilmekte ve uzun vadeli büyüme tercih edilmektedir (Ak vd., 2016: 151-160).

1.4 Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki olan ilişki, özellikle son yıllarda ekonominin dikkat çeken konularından biri haline gelmiştir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin nedensellik boyutunun tartışmalı bir alan olduğu

görülmektedir. Bazı yazarlar bu ilişkide, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi belirlediğini belirtmekte, diğer görüşün taraftarları ilişkinin yönünün ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu savunmaktadırlar. Yazında, ilk görüş arz-öncüllü hipotez, ikinci görüş ise talep takipli hipotez olarak adlandırılmakta ve birçok ampirik çalışmada sınanmaya çalışılmaktadır. Bununla birlikte, 1980'lerin sonlarında bir çok ülkede bilgisayar işlem gücünün ve ekonomik verilerin elverişliliğinin artması, konu üzerine olan ampirik yazının gelişmesine büyük ölçüde katkı sağlamıştır. Finansal sistemler, yeni teknolojilerin yayılması ve sermaye birikiminin gerçekleşebilmesi için fon tedarikinde bulunma fonksiyonu üstlenmelerinden dolayı, ekonomik büyüme sürecinde önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Gelişmiş ve fonksiyonlarını etkin şekilde yerine getiren finansal sistemler, bireylerin ellerinde bulunan küçük değer taşıyan mevduatları, büyük yatırımlara yönlendirme, yatırım çeşitlenmesini mümkün kılarak, tasarruf sahiplerinin risklerini azaltma, uygulanması düşünülen projeler hakkında bilgi toplama ve değerlendirme maliyetlerini, uzmanlaşmış kurumları vasıtasıyla azaltma ve kaynakların yönetilmesini izleme gibi fonksiyonlar üstlenerek, verimliliği ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir.

1.4.1 Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisi

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler, finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetleri vurgulamış ve bunların yenilik ve büyüme için gerekliliğini savunmuş olan Joseph Schumpeter'in çalışmalarında yer almaktadır. Schumpeter, finansal aracı rollerindeki bankaların, teknolojik yeniliği kolaylaştırdığını belirtmektedir. Bankalar tasarrufları bir araya getirmekte, yatırım projelerini değerlendirmekte, yöneticileri denetlemekte ve firmalar hakkındaki detaylı bilgileri daha düşük maliyetle elde edebilmektedir. Finansal araçlar kaynakları daha verimli alanlara yönlendirerek, ekonomik sistem içerisinde çok önemli bir rol üstlenmektedirler (Capasso, 2004). Schumpeterci görüşe göre, finansal araçların gelişimi, büyümeyi doğrudan etkileyen, teknik değişimi ve verimlilik büyümesini olumlu yönde etkilemektedir (Bloch ve Tang, 2003:). 1990'larda, finansal gelişme ve uzun vadeli büyüme arasındaki ilişkiye yönelik araştırmalar, içsel büyüme literatüründen yeni bir

ivme kazandı. Bu akışın dallarından biri, finansal koşulların kişi başına düşen GSYİH'deki istikrarlı büyümeyi açıklayıp açıklayamayacağı sorusuna odaklanmıştır. Ana argüman, finansmanın, sermayenin marjinal ürünündeki düşüşü telafi eden toplam yatırım performansı üzerinde bir dış etkiye sahip olmasıdır. Bazı çalışmalar yalnızca hisse senedi piyasalarının rolüne odaklanmaktadır (Demetriades ve Hussain, 1996: 387-411).

Çoğu çalışmada, oldukça geniş bir sermaye kavramına sürekli bir getiri sağlaması açısından model yapısı AK tipindedir (Romer 1986). Örneğin, Benchevenga ve Smith (1991), tasarrufların daha üretken faaliyetlere kanalize edildiği ve yatırımcıların varlık karışımlarını büyümeyi teşvik eden likit olmayan varlıklara doğru ayarlamalarına izin veren bir model sunmuştur. İnsanlar gelecekteki likidite ihtiyaçları konusunda belirsizlikle karşı karşıyadırlar ve bu nedenle iki tür varlığa sahiptirler: güvenli ancak verimsiz olan likit varlıklar ve oldukça üretken ve riskli likit olmayan varlıklar. Finansal araçların varlığı, varlık yapısını daha riskli hale getirir ve dolayısıyla büyümeyi artırır. Finansal kurumlar, bireylerin likidite ihtiyaçları ile ilişkili riski azaltmalarına olanak tanır. İnsanların gelecekteki likidite ihtiyaçları konusunda karşılaştıkları belirsizliğe rağmen, bankalar, çok sayıda kanunun bir sonucu olarak mevduat sahiplerinden öngörülebilir bir likidite talebiyle karşı karşıyadır. Buna göre, bankalar yatırım fonlarını daha verimli bir şekilde yerleştirebilmektedir. Buna ek olarak, insanlar artık finansal araçların varlığında yatırımları tasfiye etmeye zorlanmadığından, sosyal olarak gereksiz sermayenin tasfiyesi azaltılabilir. Benzer şekilde, Benchevenga, Smith ve Starr (1995), finansal kuruluşların, mudilerin maruz kaldığı likidite riskini, finansal varlıkları alınıp satılabilir hale getirerek (hisse senedi piyasaları) veya mudilerin vadesinden önce nakit çekmelerine izin vererek (bankalar) azalttığını göstermektedir. Bu, uzun vadeli projelere yatırım yapmanın önündeki engelleri azaltır. Finansal piyasalarda işlem maliyetlerini düşürmek, analizleri için kritik öneme sahiptir (Kandır vd., 2017: 311-326).

Bazı makaleler, finans ve büyüme arasında çoklu denge ve yoksulluk tuzaklarına izin veren karşılıklı dışsallık olasılığından bahsediyor. Greenwood ve Jovanovitch

(1990) finansal aracılık ve büyümenin içsel olduğu bir model geliştirmiştir. Yazarlar, finansal gelişme ve büyüme arasında iki yönlü pozitif bir nedensel ilişki olduğunu öne sürüyorlar. Bir yandan, finansal kurumlar maksimum getiri sağlayan yatırım fırsatlarını bulmak için bilgi toplamakta ve analiz etmektedir. Fonları en verimli kullanıma yönlendirerek, yatırımın ve büyümenin verimliliğini artırmaktadırlar. Ancak finansal kurumların iki yönlü bir etkisi vardır: Bireyler tarafından kazanılan gelir sadece daha yüksek değil, aynı zamanda daha güvenlidir çünkü finansal sistem, yatırımcıları kendine özgü risklere karşı sigortalar. Öte yandan büyüme, pahalı bir mali yapının oluşturulması ve geliştirilmesi için gereken fonları sağlamaktadır.

Saint-Paul (1992), finansal piyasaların teknolojik seçim ve işbölümü üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Bu modelde, temsilciler iki teknoloji arasında seçim yapabilir: ilki esnektir ve üretim çeşitlendirmesine izin verir, ancak düşük üretkenliğe sahiptir. İkincisi, sert, daha özel ve üretken olmaktadır. Tüketici tercihlerindeki şoklarla (bu, belirli ürünler için talep eksikliğine yol açabilir) ve finansal kurumlar olmadan, riskten kaçınan insanlar, yüksek üretkenlik yerine teknolojik esnekliği seçebilirler. Finansal piyasalar, bireylerin olumsuz talep şoklarına karşı korunmak ve daha verimli teknolojileri seçmek için çeşitlendirilmiş bir portföye sahip olmalarına izin vermektedir. Bu, daha büyük bir işbölümüne katkıda bulunur. Model çoklu dengeye izin verir: "Düşük" bir dengede, finansal piyasalar az gelişmiştir, bu nedenle insanlar daha az üretken ama esnek teknolojileri seçerler. Bu teknolojiler önemli bir riske maruz kalmamakta ve finansal piyasaların gelişmesine yönelik teşvikler sınırlı olmakta ve ekonomi az gelişmiş durumdadır (Jayaratne ve Strahan, 1996).

"Yüksek" bir dengede, finansal piyasalar gelişir, teknoloji uzmanlaşır ve risklidir. Bu, finansal piyasalar için bir ihtiyaç yaratmaktadır. Model daha sonra aynı ülkelerdeki çoklu büyüme yollarını ve farklılıkları dikkate alacak şekilde genişletilir. Berthelemy ve Varoudakis (1996), içsel büyüme sisteminde finans sektörü ile reel sektör arasında karşılıklı dışsallıklar ortaya koymaktadır. Finans sektörünün sermaye kullanımının etkinliği ve dolayısıyla büyüme üzerinde olumlu bir etkisinin yanı sıra tasarruf hacmi

yoluyla reel sermayenin finans sektörü üzerindeki dış etkisinin olduğunu öne sürmektedirler.

Mekanizmalar şu şekilde çalışmaktadır: Birincisi, finans sektörü, yatırım fırsatları hakkında bilgi toplayıp analiz ederek tasarrufları daha verimli kullanım için yönlendirir. Buna karşılık, reel sektörün genişlemesi tasarruf hacminde artışa neden olmaktadır. Finans piyasasının büyüklüğünün artırılması, finans sektöründeki uygulamalı deneyim yoluyla rekabeti ve teknik verimliliği artırmaktadır. Bu iki yönlü nedensel ilişki, çoklu dengeleri indükleyen kümülatif bir sürece yol açar. Yetersiz finansal gelişme, yoksulluk tuzaklarına yol açabilir (Yeldan, 2019).

King ve Levin (1993b), ara ürüne uygulanan maliyet tasarrufu sağlayan buluşlarla Romer (1990) veya Grossman ve Helpman (1991)'e benzer Schumpeterci bir teknolojik ilerleme modeli geliştirmişler. Finansal araçlar ve menkul kıymetler piyasaları, belirli girişimcilerin artan üretkenlik yoluyla büyümeyi yönlendiren yenilikler yapmasını sağlar. Finansal sistemler girişimciliği dört şekilde etkiler: girişimcileri değerlendirir, kaynakları bir araya toplar, riskleri çeşitlendirir ve inovasyondan beklenen getirileri değerlendirirler. Daha iyi finansal sistemler, başarılı yenilik olasılığını artırır. Depozito tavanı veya yüksek rezerv gereksinimleri gibi çarpıklıklar inovasyon hızını yavaşlatır.

Başka bir çalışma grubu, kredi piyasasına devlet müdahalesi veya iflas etmesi gibi konulara ayrılmıştır. İlgili yazarlar, bu "eski" sorunları içsel büyümenin "yeni" çerçevesine yerleştirmişler. Örneğin, Roubini ve Sala-i-Martin (1992), sermayeye azalan getiri sağlayan AK içsel büyüme modeli bağlamında finansal baskıyı yeniden tanımlamaktadır. Bu modelde hükümetler, kolay enflasyonist gelirler elde etmek için mali baskı politikaları izlemeyi seçebilirler. Mali baskı, insanları daha büyük bir nominal paraya sahip olmaya teşvik eder, bu da enflasyon vergisinin temelini oluşturur. Vergi kaçırma ile ilişkili yüksek gelir vergisi göz önüne alındığında, hükümetler mali sektörü kontrol altına almayı ve enflasyonu hızlandırmayı tercih ediyor. Finansal baskılamının

sermaye üretkenliği ve tasarrufları üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle büyüme yavaşlamaktadır (Ağır, 2010).

Mattesini (1996), finansal gelişme ve ekonomik büyümeye farklı bir yaklaşım sunmaktadır. Kredi piyasasının asimetrik bilgi ile karakterize edildiği basit bir örtüşen üretim modeli geliştirir. Roubini / Sala-i-Martin'de olduğu gibi, üretim Romer (1986) tarafından geliştirilen ölçek teknolojisinin sürekli getirisine dayanmaktadır. Büyümenin itici güçlerinden biri, aracılık sisteminin etkinliğini yansıtan bir parametre olan finansal kurumları izleme maliyetidir. Bu parametre, ampirik analiz için kredideki oranlar ile kredinin oranı arasındaki farka yaklaşık olarak eşittir. Yüksek izleme maliyetlerinin ekonomik büyüme oranını azaltacağı, yani spreadler ve kazançların negatif korelasyonlu olması bekleniyor. Bencivenga ve Smith (1993), piyasa başarısızlığı ile ilişkili AK tipinin başka bir içsel büyüme modelini sunar. Bu modelde, kredi tayinlaması ve büyüme, ekonomik kalkınma üzerindeki kalıcı olumsuz etkilerle birlikte tanımlanmaktadır (Bencivenga ve Smith, 1993: 97-122)

Hisse senedi piyasalarının gelişme süreci açısından önemi üzerine pek çok araştırma yazılmıştır. Bu çalışmalara, kısmen bankacılık ve hisse senetleri için farklı sonuçlar ürettikleri ve bankaların ve menkul kıymet piyasalarının farklı hizmetler sunduğunu gösterdikleri için ayrı ayrı ele alacağız. Örneğin, Atiye ve Jovanovitch (1993) bir içsel büyüme modeli geliştirmeden, Greenwood ve Jovanovitch'in (1990) yaklaşımını kullanıp bunu borsalara uyguladılar. Borsa, yatırımcı risk sigortası ve yatırım projeleri hakkında daha fazla bilgi oluşturur. Buna karşılık büyüme, hisse senedi piyasalarının gelişimini destekler. Greenwood ve Jovanovitch tarafından geliştirilen model, gerçek anlamda içsel bir büyüme modelidir, yani finansal aracılığın sermaye getirisini azaltmadığı anlamına gelmektedir (Caporale vd., 2015:48-60).

Levin (1991), borsanın iki işlevi yerine getirerek büyümeyi sürekli olarak hızlandırdığı içsel bir büyüme modeli kurar. Bu işlevler, likidite riskini ve verimlilik riskini azaltmak olmaktadır. Hisse senedi piyasaları olmadan, riskten kaçınan yatırımcılar, firmaya özgü performans şokları nedeniyle bir firmaya yatırım yapma

konusunda isteksiz olabilir. Hisse senedi piyasaları, yatırımcıları bu benzersiz riske karşı sigortalar ve çeşitlendirilmiş portföyleri korumalarına izin verir ve bu, firmaya tahsis edilen kaynakların oranını artırır. İkincisi, likidite şokları, acenteleri, düşük tasfiye getirileriyle birlikte planlanan varlıkları önceden satmaya zorlayabilir. Hisse senedi piyasası bu riski azaltır çünkü sahiplik daha kolay ve daha iyi koşullarda devredilebilir. Likidite riskindeki bu azalma, şirketlere yatırımı teşvik etmekte ve dolaylı olarak büyümeyi hızlandırmaktadır. Firma sermayesinin erken tasfiyesi önlenabilir, böylece teknolojik yeniliklere gereksiz şok yaşanmaz. Bu, firmanın üretkenliğini artırmakta ve doğrudan büyümeyi teşvik etmektedir. Model aynı zamanda finansal piyasalardaki engelleme veya vergilendirme faaliyetinin uzun vadeli büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermektedir (Christopoulos ve Tsionas, 2018: 55-74).

1.4.2 Finans ve Büyüme İlişkisine Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Schumpeter (1911) gelişmiş bir finans sektörü tarafından sağlanan hizmetlerin üretkenliği ve büyümeyi artırıcı etkilerine işaret eden argümanlar ortaya koyduğundan bu yana, önemli miktarda teorik ve ampirik literatür ortaya çıkmıştır. Başlangıçta bu literatür, finans sektörünün ekonomik büyümede nedensel bir rol oynayıp oynamadığı veya finansal araçların sadece hızlı sanayileşmeden mi kaynaklandığı sorusuna odaklanmıştır. Joan Robinson (1952) tarafından ileri sürülen ikinci bakış açısı 1960'ların ortalarına kadar baskın bir rol oynamıştır. Gerschenkron (1962), Patrick (1966) ve özellikle Goldsmith (1969), finansal sektörün ekonomik kalkınma sürecinde oynayabileceği itici rolün olduğunu vurgulamıştır. Bu öncü çalışma, düşünce yönünü değiştirmek için çığır açmış olsa da, nedensellik sorunu o zamandan beri teorik tartışmada önemli bir konu olarak kalmaktadır.

1970'lerde tartışma, birçok hükümetin yapay olarak düşük faiz oranları ve enflasyonist para politikaları yoluyla büyüme ve gelir elde etmek için yürüttüğü bir politika olan finansal baskı olgusuna odaklanmıştır. Bu tartışmalar kredi piyasasına hükümet müdahalesini savunan Keynes (1936) ve Tobin'in (1965) teorik çalışmasına

dayanmaktaydı. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) finansal baskı politikasına karşı argümanlar öne sürmüş ve finansal sektörün uygun teşvikler yaratarak tasarrufları artırmadaki rolünü vurgulamışlardır. Daha yüksek tasarruf ve yatırım oranları elde etmek için hükümetlere faiz oranı tavanını yükseltmelerini ve enflasyonist para politikası ile senorajı yükseltmeyi bırakmalarını tavsiye etmişler. Sonuç olarak, reel faiz oranları piyasa tahminlerine yükselmeli ve böylece tasarrufları artırmalıdır. McKinnon-Shaw modellerinin önemli bir özelliği, yüksek büyüme oranlarını yalnızca geçici olarak açıklamalarıdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki birçok hükümet politika tavsiyelerini takip etmiş ve büyümede önemli bir ivme ve bazen aşırı yüksek ve değişken reel faiz oranları elde etmiştir (Çeştepe, 2016: 32-35).

1980'lerin başında neo-yapısalcılar McKinnon-Shaw okulunu eleştirmiş ve finansal liberalleşmenin büyümeyi yavaşlatacağını tahmin etmişler. Argümanları Keynes ve Tobin'inkine benzer olmaktadır. Joseph Stiglitz (1989) finansal serbestleştirmeyi finansal piyasalardaki piyasa başarısızlıklarının teorik temeli üzerinden eleştirmektedir.

Finans ile büyümeyi pozitif olarak birbirine bağlayan bir başka teori, 1990'ların başında içsel büyüme literatürünün bir bölümü olarak ortaya çıkmıştır. King ve Lewin (1993b), yeniliğin rolünü vurgulayarak Schumpeterci akıl yürütme çizgisini izlemekteydi. Finansal sistemler, tasarrufları en verimli kullanımına yönlendirir ve bu faaliyetlerle ilişkili riskleri çeşitlendirir. Bu görevleri yerine getirerek, başarılı yenilik olasılığını ve teknolojik ilerleme oranını artırır. İçsel büyüme literatürünün en önemli bulgusu, büyüme hızındaki artışların sürdürülebilir olmasıdır. Fiziksel sermaye birikimine dayalı düşünce okulunun aksine (McKinnon, 1973), teknolojik ilerleme hızı dahili olarak belirlenir. Bu, sermayenin marjinal üretkenliğinin düşmesini engeller. Levin (1997), sermaye birikimini ve verimlilik artışını teşvik eden finansal sistemlerin aşağıdaki temel işlevlerini özetlemektedir: risk almayı, riskten korunmayı, çeşitlendirmeyi ve havuzlamayı teşvik etmekte, kaynakları tahsis etmekte, yöneticileri kontrol ederler ve organizasyonel kontrol uygulamakta, tasarrufları harekete geçirmekte, mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırmaktadırlar (Demir ve Öztürk, 2017: 438-455).

Gershenkron (1962), bankacılık sektörünün rolünü "ekonomik geri kalmışlık" olarak adlandırdığı bağlamda yerleştirmiştir. Onun hipotezine göre, bir ülkenin sanayileşmenin başlangıcındaki ekonomik gelişme derecesi, bankacılık sektörünün rolünü belirlemektedir. İngiltere'de, en gelişmiş ekonomi olan sanayileşmenin aktif bir finans sektörüne ihtiyacı yoktu çünkü yatırım küçüktü ve çok az sermaye ve uzmanlaşmış girişimcilik gerektiriyordu. Orta derecede geri kalmış bir ülke olan Almanya, sanayileşmeye teknolojinin daha gelişmiş ve yatırımın büyük olduğu zamanlarda girmiştir. Bankacılık sektörü, sanayileşme sürecini hızlandırmak için hem sermaye hem de girişimcilik sağlamaktaydı. Daha da geri olan Rusya, büyük ölçekli sermaye-yoğun sanayileri rayına oturtmak için güçlü bir finans sektöre ve lider hükümet gücüne ihtiyaç duymaktaydı. Patrick (1966), finans ve büyüme arasındaki nedensellik konusuna Gershenkron'dan daha spesifik olarak odaklanmıştır. "Talebi takip etme" ve "arz öncüllü" olarak adlandırdığı iki model belirledi ve bunları geliştirme sürecinin belirli aşamalarına yönlendirmiştir. İki modelden ilkinde, ekonomik kalkınma, büyüyen bir finans sektörü tarafından pasif bir şekilde karşılanan finansal hizmetler için bir talep oluşturmaktadır. Hızlı toplam büyüme, dış fonlara olan talebi artırır. Sektörler veya endüstriler arasındaki büyüme oranlarındaki fark büyükse, önde gelen sektörlerle tasarruf aktarımı için finansal hizmetlere olan talep artacaktır. Ancak ikinci durumda, finansal aracılık, çoğunlukla küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarını büyük yatırımcılara kanallandırmak için ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Finans sektörü kaynakları geleneksel sektörlerden modern sektörlerle yönlendirmekte ve ikincisinde girişimciliği teşvik etmektedir. Patrick'e göre, arzı yönlendiren ikinci model, ekonomik gelişmenin ilk aşamalarında hakimiyet kuruyor ve daha sonra lider rolünü kademeli olarak bir sonraki talebe kaydırmaktadır. Dolayısıyla, doğası gereği, nedensellik finanstan büyümeye gider ve bu gelişmekte olan ülkelere beklenmelidir. Bu nedenle, talebi takip eden modelin büyümeden finansmana giden nedensel bir ilişki kurması beklenmektedir. Dolayısıyla, daha gelişmiş ülkelere bu nedensellik yönünü göstermeleri beklenebilir. Böylece, Patrick'in yapısıyla net ve deneysel olarak test edilebilir bir hipotez ortaya atıldığı söylenebilir.

Rondo Cameron (1967), finansal sistemlerin büyümeyi teşvik edebileceğini savunmakta, ancak bunun için sağladıkları hizmetlerin kalitesinin ve verildikleri verimliliğin hayati rolünü vurgulamaktadır. Daha sonra finansal sistemin önemli özelliklerini, özellikle de bankaları özetlemektedir: Finansal aracılık, riskten kaçınanlardan küçük fonları girişimcilik becerilerine sahip kişilere aktarmak ve böylelikle ikincisi için fon kullanılabilirliğini artırma aracı olarak hizmet etmektedir. İkincisi, finansal aracılık güvenli bir ortamın olduğunu göstermekte ve yatırımcıları cesaretlendirmektedir. Borçlanma maliyetindeki düşüş, girişimcileri daha büyük yatırımlar yapmaya teşvik etmektedir. Genişleyen bir finans sektörü, kullanıcılar, bölgeler ve mevsimsel dalgalanma dönemlerinde faiz oranlarının yayılmasını azaltmaktadır. Üçüncüsü, finans kurumları, sanayileşmenin ilk aşamalarında, genellikle verimsiz olan ilk servet stokunun daha verimli tahsisi için fırsatlar yaratmaktadır. Son olarak, teknolojik ilerlemeyi teşvik etmede bankaların rolünü vurgulamaktadır (Demirhan vd., 2011).

Cameron, çoğu teknik yeniliğin banka finansmanına erişimi olan yerleşik firmalardan geldiğini savunmaktadır. Bununla birlikte, Cameron'ın temel değeri teorik düşüncelerinde yatmamaktadır. Böyle ki, 19. yüzyılda İngiltere, İskoçya, Fransa, Belçika, Almanya, Rusya ve Japonya'da başarılı sanayileşme süreçlerinde finans ve büyümenin etkileşimi hakkında ayrıntılı vaka çalışmaları da sunmuştur. Bu örnek olay incelemelerini karşılaştırmak bazı çarpıcı benzerlikleri ve farklılıkları ortaya koymaktadır: İngiltere'de yetkililer, finans sektörünün büyümeyi teşvik etmede yapıcı bir rol oynamasına izin verme konusunda çok dikkatli davranmış, ancak zayıf yönetim ve oldukça gevşek hukuk, finansal yeniliği imkansız hale getirmiştir. Böylece, bu finansal yenilikler hızlı sanayileşmeye büyük katkı sağlamıştır. İskoçya'da finansın sanayileşmeye katkısı daha da çarpıcı olmuştur. Özgürlüğü ve rekabeti ön plana çıkaran politikalarla bankalar, nakit kredi sistemi gibi finansal yenilikler geliştirmiş ve doğrudan sektöre yönelmişler. İskoçya'da bankacılık, gelişmiş bir eğitim sistemi ile birlikte, endüstriyel gelişme sürecine önemli katkılarda bulunmuş ve çok yüksek büyüme oranlarını uzun süre korumuştur (Duvan, 2011).

Fransa'da, az gelişmiş bir bankacılık sistemi, 19. yüzyılın ilk yarısında daha hızlı sanayileşmeyi engellemiştir. Borç verme kısıtlamaları, çok az banka şubesi ve finansal kurumların yetersiz çeşitliliği ve uzmanlaşması, aslında Fransa Merkez Bankası'nın tekel pozisyonundan kaynaklanan ekonomik kalkınmadaki yavaşlamanın ana nedenleri olmaktadır. Yüzyılın ikinci yarısında, bazı mali reformlar yapıldı, ancak birçok kısıtlama hala kalmaktaydı. Belçika'nın o zamanki mali sistemi, endüstriyel gelişmeyi kolaylaştırmak için tasarlanmış ilk anonim bankanın kurulması gibi bazı büyük yeniliklerle karakterize edilmekteydi. Bazı eksikliklere rağmen (1851'den önce kısa vadeli ticari kredinin ihmal edilmesi gibi), Belçika'nın mali sistemi, İskoçya ile aynı şekilde büyümeyi tetikledi, ancak ikincisinden önemli ölçüde daha az rekabetçi olmuştur (Gaffeo vd., 2014: 89-115).

Almanya'da, 1870'e kadar, özel bankalar endüstriyel gelişme için sermaye toplayan en önemli finans kurumları olmaktadır. Genellikle sınai işletmelerle yakın ilişki içinde olmakta, böylece aynı anda hem kredi talep edip hem de sağlayabilmiş, böylece ekonomik kalkınmada itici bir rol oynamışlardır. Bununla birlikte, Prusya Bankası'nın genişlemesi, kısıtlayıcı politikalarının ilerlemesini yavaşlatmıştır. Genel olarak, Alman deneyimi, o zamanlar büyük ölçüde eksik olan bankacılık sektöründe rekabetin önemini göstermektedir. Rusya'da bankacılık, ekonomik kalkınmayı diğer birçok ülkeden daha fazla canlandırmıştır. Bankalar, aksi takdirde hareketsiz kalacak olan muazzam kaynakları seferber etmiştir. Çeşitli türlerdeki kamu ve özel finans kurumları, sermayeyi sanayi için ortaklaşa seferber etmiş ve para arzı, çok katı bir banknot ihracı sistemine tabi tutulmuştur. 1868 ile I Dünya Savaşı arasında Japonya, ekonomik kalkınmayı teşvik eden bir finansal sistem kurmuştur. Bankaların sektörle yakın bağları vardı ve esas olarak sabit varlıklar ve işletme sermayesine yapılan uzun vadeli yatırımların finansmanı ile ilgilenmekteydiler. Patrick'in terminolojisine göre, Japon bankacılık sistemi o zamanlar "tedarik lideri" olmuştur (Karamelikli ve Keskingöz, 2017: 683-701).

Analizin bir sonucu olarak, iki grup ülke ayırt edildi: İskoçya, Belçika, Rusya ve Japonya'da finans sektörü sanayileşmeye aktif olarak katkıda bulunurken, Almanya

(1870'e kadar) ve Fransa'da finansal gelişmenin yanlış politikalarla engellendiği ortaya konulmuştur. İngiltere'de uygun olmayan politikalar hızlı finansal gelişmeyi ve yeniliği engelleyemezdi. Bununla birlikte, bu grup ülkelerde finans, daha çok talebi takip eden bir model sergilemiştir. Cameron vd. (1972) daha çok, 1914'ten önce önemli düzeyde sanayileşme gerçekleştiremeyen ülkeler (Sırbistan, İspanya) veya tamamlanmamış ve gecikmiş sanayileşme olan ülkeler (Avusturya, İtalya) ve son olarak hızlı ekonomik gelişme gösteren ülkelerde (ABD, Japonya) araştırmalar yapmaktaydı. Bankacıların ilgili riskleri alma konusundaki isteksizliği nedeniyle, Avusturya finans sisteminin sanayileşme sürecinde ters etki yaratan bir rol oynadığı ortaya çıkmıştır. Ek olarak, korumacı ticaret politikaları, bankalar ve girişimciler tarafından daha az agresif davranışlara yol açmıştır. Diğer uygunsuz politikalar da finansal sistemin verimliliğini zayıflattığından, finansal koşulların büyümeyi engellediği sonucuna varılabilir. Sırbistan'da sanayileşme eksikliği, az gelişmiş bir finansal sistemden ziyade genel yönetim ve girişimcilik becerilerinin eksikliğinden kaynaklanmaktaydı. İkincisi, sadece birkaç yıllık bağımsızlık içinde şaşırtıcı derecede karmaşık bir yapıya kavuştuğuydu. İtalya'da, aşırı devlet borçlanması nedeniyle mali istikrarsızlık, özel yerli sermaye birikimini önemli ölçüde engellemiş görünmektedir. İspanya örneğinde, finansal sistem sanayileşmeyi destekleyemedi çünkü siyasi otoriteler onu kamu maliyesi ve demiryolu inşaatına zorlamaktaydı. Amerika Birleşik Devletleri'nde, özellikle Louisiana'da ve yine Japonya'da yapılan araştırmalar, finans sektörünün büyümeyi yönlendirmedeki rolünü güçlü bir şekilde göstermektedir. Bu ikinci örnek olay grubu, uygun olmayan finans sektörü politikalarının bazı ülkelerde sanayileşmeyi nasıl durdurduğunu, ancak aynı zamanda finansmanın diğer sektörlerdeki darboğazları telafi edemediğini de göstermektedir (Betül, 2014: 85-115).

Goldsmith (1969), finansal aracılığın büyüme üzerindeki olumlu etkisinin, yatırımın verimliliğinin ve hacminin artmasına bağlı olabileceğini, ancak ikincisine daha az önemli bir rol atmasına rağmen olabileceğini savunmaktadır. Goldsmith, ülkelere göre finans ve büyüme ilişkisi üzerine önemli ampirik veriler sağlayan ilk kişi olmaktaydı. Goldsmith, GSMH ile ilişkili olarak tüm finansal varlıkların değeri olarak

tanımlanan bir finansal gelişme göstergesi oluşturarak (sözde FIR veya finansal ilişki oranı), bu alanda daha sonraki ampirik araştırmaların temelini atmıştır. 35 gelişmiş, gelişmekte olan ve sosyalist ülkeden oluşan bir örneklem için, finansal gelişme değişkeni ile kişi başına GSMH arasında 1960'ların başlarında ölçülen brüt pozitif korelasyon bulmuştur. Bununla birlikte, sonucun birkaç emisyonun varlığı nedeniyle biraz kusurlu olduğu söylenebilir: Japonya, İtalya ve Birleşik Krallık, çok daha yüksek FIR değerlerine sahipti ve Sovyetler Birliği, ilgili ulusal refah seviyelerinin önerdiğinden çok daha düşük bir FIR değerine sahipti (Goldsmith, 1969).

Gershenkron, Patrick, Cameron ve Goldsmith'in araştırması hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkelerdeki politika yapıcılarını etkileyen süregelen bir bilimsel tartışmayı ateşledi. Teorik temelleri nispeten basitti ve finans ile büyüme arasında önemli bir ilişki olduğuna dair ampirik kanıtlar ham kalmaktaydı. Yine de konuya olan ilginin artmasında önemli rollerinin olduğu kaçınılmazdır (Özcan ve Ayşe, 2011: 121-142).

1.5 Literatür Taraması

1.5.1 Uluslararası Çalışmalar

Pradhan (2009) 1961-2012 döneminde ASEAN ülkelerinde bankacılık sektörünün gelişimi, borsa gelişimi, ekonomik büyüme ve diğer dört makroekonomik değişken arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Nedenselliğin yönünü test etmek için bir panel vektör otoregresif modeli kullanan çalışma, bu değişkenler arasında hem tek yönlü hem de çift yönlü nedensel ilişkilerin varlığını bulmuştur.

Blanco (2009) on sekiz Latin Amerika ülkesinde 1962-2005 döneminde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmektedir. Yazar, VAR içindeki Granger Nedensellik Testini kullanarak bu ülkelerde ekonomik büyümenin finansal gelişmeye neden olduğunu tespit etmiştir. Ancak Bittencourt (2012) 1980 ve 2007 yılları arasında dört Latin Amerika ülkesinde finansal gelişmenin ekonomik büyümedeki

rolünü incelemektedir. Panel zaman serisi analizine dayalı sonuçlar, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi desteklediğini doğrulamaktadır.

Herwartz ve Walle (2014), 1975–2011 döneminde 73 ülke için yıllık verileri kullanarak, finansın ekonomik kalkınma üzerindeki etkisinin düşük gelirli ülkelere göre yüksek gelirli ülkelerde genellikle daha güçlü olduğunu bulmuşlardır.

Ancak Menyah ve ark. (2014), 21 Afrika ülkesinden oluşan bir veri setini kullanarak, finansal olarak yönlendirilen büyümeye dair güçlü bir kanıt bulamamaktadır. Hasan ve diğerleri (2011), düşük ve orta gelirli ülkelerde finans ve büyüme arasındaki ilişki üzerine ampirik sonuçlar sunmaktadır. Elde ettikleri sonuçlar, gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Sonuçlar, çoğu bölge için finans ve büyüme arasında çift yönlü bir nedensel ilişki olduğunu ve en yoksul iki bölge için büyüme ve finans arasında tek yönlü bir nedensel ilişki olduğunu göstermektedir.

Lowe ve Singh (2014), 87 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin verilerini kullanarak, artan finansmanın mutlaka ekonomik büyümeyi desteklemediği sonucuna varmıştır. Samargandi, Fidrmuk ve Ghosh (2015) tarafından yapılan benzer bir eşik etkisi çalışması, 1980-2008 döneminde 52 orta gelirli ülkeden oluşan bir grupta finans ve büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etti. Finans ve uzun vadeli büyüme arasında ters U şeklinde bir ilişki bulmuşlardır.

Apergis, Philippdis ve Economou (2007), 1975-2000 döneminde 15 OECD (Avustralya, Belçika, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Almanya, İrlanda, İtalya, Japonya, Yeni Zelanda, Norveç, İsveç, İsviçre, Birleşik Krallık ve Amerika Birleşik Devletleri) ve 50 OECD üyesi olmayan ülkede finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığını incelemektedir. Granger nedensellik testinin sonuçları, bu ülkelerde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Petkovski ve Kjosevski (2014), bankacılık sektörünün gelişiminin seçilmiş Orta ve Güneydoğu Avrupa ülkelerinde ekonomik büyümeyi destekleyip desteklemediğini

incelemektedir. Genelleştirilmiş bir anlık dinamik panel yöntemi kullanılarak, sonuçlar özel sektör kredi ve faiz marjlarının ekonomik büyüme ile negatif, para oranının ise ekonomik büyüme ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir.

Fethi ve Katırcıoğlu (2015), Birleşik Krallık'ta 1965 Q1'den 2011 Q4'e kadar borsa/bankacılık sektörü gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Mevsimsel uyum modelleme çerçevesi kullanan çalışma, finans sektörünün Birleşik Krallık'ta hem kısa hem de uzun vadede ekonomik büyümeyi yönlendirdiğine dair zıt kanıtlar bulmuştur.

Nyasha ve Odhiambo (2015) tarafından yapılan bir başka çalışma, 1980-2012 döneminde Birleşik Krallık'ta hem bankacılık hem de piyasa temelli finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki dinamik etkisini, dağıtılmış bir gecikmeye bağlı otoregresyon testi yaklaşımı kullanarak incelemektedir. Bu çalışmanın ampirik sonuçları, İngiltere'de piyasaya dayalı finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olmasına rağmen, banka temelli finansal gelişmenin önemli bir olumsuz etkisi olduğunu göstermektedir.

Pradhan, Arvin, Bahmani, Hall ve Norman (2017) tarafından yapılan daha yakın tarihli bir çalışma, incelemek için dört farklı finansal gelişme göstergesini (bankacılık sektörü gelişimi, tahvil piyasası gelişimi, borsa gelişimi ve sigorta sektörü gelişimi) kullanmıştır. 1991–2011 döneminde ASEAN bölgesindeki finansal büyüme oranlarından elde ettikleri sonuçlar, bankacılık sektörünün gelişimi, borsanın gelişimi, tahvil piyasasının gelişimi, sigorta piyasasının gelişimi ve uzun dönemde kişi başına düşen ekonomik büyümenin eşbütünleşme ilişkisini paylaştığını göstermektedir. Bununla birlikte, nedensel bir ilişki olması durumunda, sonuçları bir finansal gelişme değişkeninin kullanımına duyarlıdır. Bankacılık sektörünün gelişmesinden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisini ve borsa gelişimi ile ekonomik büyüme arasında ve sigorta sektörünün gelişimi ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensel ilişki olduğunu açıklamışlardır.

Finansal faktörler ve büyüme arasında güçlü bir bağlantı olduğuna dair kanıtlar zamanla artmaktadır, ancak nedenselliğin yönü bir tartışma konusu olmuştur. Sıklıkla ortaya çıkan bir diğer soru da, hangi tür finansal kuruluşun büyümeyi desteklediğidir. Kanıtlar hisse senedi piyasaları için bankalara göre çok daha net görünmektedir.

Fritz (1984), 1969'dan 1981'e kadar olan üç aylık bir zaman serisinde nedensellik testleri yapmak için Filipinler'i örnek bir ekonomi olarak kullanmıştır. Nedenselliğin, gelişme sürecinin erken aşamalarında finansal derinleşmeden büyümeye doğru kanıt bulmuştur. Sürecin sonraki aşamalarında nedensellik tersine çevrilir ve reel ekonomi finansal hizmetlerde artış gerektirir.

Goldsmith (1969), büyük ölçekli ülkeler arası analiz söz konusu olduğunda 1860-1963 dönemini kapsayan 35 ülkeden oluşan bir örneklem için finansal gelişme ile ekonomik performans arasında kabaca bir korelasyon olduğunu bildirmektedir. King ve Levin (1993), 1960 ve 1989 yılları arasında yaklaşık 80 ülke için, büyük bir finansal göstergeler kümesinin (çakışan ve başlangıç) güçlü bir şekilde büyüme, sermaye oluşumu, üretkenlik artışı ve yatırım oranları ile ilişkili olduğunu varsaydılar. Aletli ve aletsiz birleştirilmiş kesitsel zaman serisi verilerine dayalı regresyonlar, bulguları desteklemektedir. King ve Levin (1993) özellikle, çok hızlı büyüyen ve çok yavaş büyüyen ülkeler arasındaki uçurumun yaklaşık üçte birinin finansal aracılık sektörünün büyüklüğünün artırılmasıyla kapatılabileceğini savunmaktadır (Evin, 2007).

Bazı deneysel araştırmalar, finansal gelişmenin belirli yönleriyle ilgilenir. Roubini ve Sala-i-Martin (1992) finansal baskı ve büyüme arasındaki ilişkiyi tartışmaktadır. Bulgular 1960-1985 döneminde 98 ülkenin analizini kullanarak, çeşitli mali baskıların büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermektedir. Diğer faktörler hesaba katıldığında, enflasyon oranları ve rezerv oranları büyümeyle ters orantılıdır. Ayrıca, güçlü bir şekilde negatif reel faiz oranlarının (yıllık eksi %5'in altında) düşük büyüme oranlarıyla önemli ölçüde ilişkili olduğu hipotezi için ampirik destek bulunmuştur. Bu bulgu, orta derecede negatif reel faiz oranları için geçerli değildir. Yazarlar bunu yalnızca ciddi finansal baskıların büyümeyi engellediğinin bir göstergesi olarak

yorumlamaktadırlar. Jayaratne ve Strahan (1996), şube reformunun büyüme üzerindeki etkisini analiz etmek için 1972'den beri ABD eyaleti düzeyindeki verileri kullanmıştır. Bankalar ve banka holding şirketleri hem eyalet içinde hem de ötesinde coğrafi genişleme konusunda kısıtlamalarla karşılaşmıştır. 1970'lerin ortalarından bu yana, çoğu eyalet bu kısıtlamaları önemli ölçüde kaldırdı. Bu çalışmanın ana fikri, deregülasyonun bankaların etkinliğini artırarak ve aracılıklarının kalitesini artırarak ortalama finansal aracılık maliyetini düşürmesidir. Sonuçlar, reformlardan sonra büyümenin hızlandığını gösteriyor. Kredi kalitesi de artmış, ancak tasarrufları ve yatırımları etkilememiştir. Mattesini (1996), asimetrik bilgilerle ilişkili maliyetleri izlemek için bir değişken olarak kredi ve mevduat arasındaki farkı kullanmıştır. Tahminleri 1978-1992 dönemine ve kırk ülkeden oluşan bir örneğe atıfta bulunuyor. Yayılma, tüm örneklem ve gelişmiş ülkelerin bir alt örneği için büyüme oranlarının açıklanmasında özellikle önemlidir. Bununla birlikte, düşük gelirli alt örnek için, yaygınlık ve büyüme arasında önemli bir ilişki yoktur. Yazar bunu, gelişmekte olan ülkelerdeki yayılma derecesini de etkileyebilecek mali baskıların varlığıyla açıklamıştır (Has, 2014: 112-119).

Hisse senedi piyasası göstergelerine yönelik de bir dizi çalışma yapılmıştır. Atje ve Jovanovitch (1993) 40 gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeden oluşan bir örneklem üzerinde modellerinin değerini deneysel olarak test etmektedir. İki finansal kalkınma temsilcisi kullanarak, biri bankanın komisyonculuğu ve diğeri borsadaki yaklaşık faaliyeti ölçülmüş ve sadece ikincisinin iyi çalıştığı görülmüştür. Böylece yazarlar, hisse senedi piyasalarının kişi başına GSYİH'da uzun vadeli büyümeyi iyileştirdiği sonucuna varmışlar. Harris (1997) bunun tersine, borsa faaliyetinin, en iyi durumda, kişi başına uzun vadeli çıktı büyümesi için çok az açıklayıcı güce sahip olduğu sonucuna varmıştır. 1991'de resmi borsası olan 60 ülkeden 1980-1991 dönemine ait 49 veriyi kullanılmıştır. Bu makale, Atje ve Jovanovitch'in (1993) çalışmalarına doğrudan bir cevaptır ve metodolojilerini eleştirmektedir. Harris, yatırımları geciktirmek yerine bir akış regresyon denklemi işlevi kullanır (Atje ve Jovanovitch, 1993: 632-640).

Bir başka kesitsel çalışmada, De Gregorio ve Guidotti (1995) uzun vadeli büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Barro (1991), bir büyüme

gerilemesi uygulamak için 1960 ile 1985 yılları arasında yaklaşık 100 ülkeden oluşan bir örneği analiz etmiştir. Genel bulgu, finansal gelişmenin, gelişmiş büyüme performansı ile ilişkili olduğudur. Alt örneklerin kesitsel bir bağlamda analiz edilmesi söz konusu olduğunda, yazarlar finansal kalkınmanın etkisinin yüksek gelirli ülkelere düşük gelirli ülkelere doğru arttığını bulmuşlar. Daha sonra, 1950-85 için altı yıllık ortalamaları kullanarak 12 Latin Amerika ülkesi için panel verilerini analiz ettiler. Özellikle 1970'ler ve 1980'ler için düzensiz finansal serbestleşme ve hükümet yardım planları, finansal gelişme ile büyüme arasındaki ters ilişkiyi açıklamaktadır. Bu sonuç, finansal serbestleşmenin bir finansal krizden kaçınmak için uygun bir düzenleyici çerçeve gerektirdiğine dair politika tavsiyesine götürür. Son olarak, yazarlar büyüme için finansmanın ana iletim kanalının hacminden ziyade yatırımların verimliliğini artırması gerektiği hipotezine ampirik destek bulmuşlardır.

Berteleme ve Varoudakis (1995), 1960-1985 döneminde 91 ülkeden oluşan bir örneklem kullandı. Yazarlar, olası yoksulluk tuzaklarını belirlemek için yakınsama kulübü testlerini kullanarak, eğitim kazanımının bu bakımdan öncelikli bir faktör olduğu sonucuna varmışlardır. Ancak finansal faktörler de yüksek veya düşük büyüme dengelerine, yani benzer uzun vadeli büyüme oranlarına sahip yakınsama gruplarına neden olabilir. Ampirik sonuçlar, yetersiz mali koşulların, ekonomik kalkınma sürecini başlatmak için halihazırda yeterli beşeri sermayeye sahip ülkelere büyümeyi ciddi şekilde engelleyebileceğini göstermektedir.

Odedokun (1996), nedensellik sorunu hakkında bilgi edinmek için, genellikle 1960'ları ve 1980'leri kapsayan farklı dönemlerdeki 71 gelişmekte olan ülkeyi analiz eder. Bulgular, "finans büyümeyi yönlendirir" hipotezini desteklemektedir. Yazar, zaman serilerinin regresyon analizini kullanarak, finansal aracılığın ülkelerin yaklaşık yüzde 85'inde ekonomik büyümeyi desteklediği sonucuna varmıştır. İkincisi, finansal aracılık büyümeyi teşvik etmede eşit derecede önemli bir rol oynar ve ihracat artışı, sermaye birikim oranı gibi diğer faktörler ve bu bağlamda işgücünün büyümesinden daha önemlidir. Üçüncüsü, özellikle düşük gelirli EAGÜ'lerde finansal aracılığın uyarıcı etkisine dikkat çekiyor. İlginç bir şekilde, büyümeyi sağlayan finansal aracılık

modellerinin ülkeler ve bölgeler arasında büyük ölçüde değişmediğini keşfetmiştir. Russo ve Wachtel (1998), beş sanayileşmiş ülkeden tarihsel kanıt sağlamıştır. Elde ettikleri sonuçlar 1870-1929 döneminde bu bulguyu gösteriyor. ABD, İngiltere, Kanada, Norveç ve İsveç, finansal faktörlerin etkisi altında hızlı bir sanayileşme yaşamıştır. Hem vektör hata düzeltme modelleri hem de vektör otomatik regresyon modelleri, finansal aracılık değişkenlerinin önemli geri bildirim etkileri olmaksızın reel sektördeki öncü rolünü belirler. Model genel olarak geçerlidir, ancak bağlantıların niteliği ülkeden ülkeye biraz değişmektedir (Gökdeniz vd., 2013: 101-117).

Hindistan üzerinde Demetriades ve Luintel (1996) tarafından yapılan bir vaka çalışması, bankacılık sektörü kontrolü ile finansal derinleşme ve finansal derinleşme ve büyüme arasındaki ampirik bağlantıları göstermektedir. Bankacılık sektörü kontrolleri, faiz oranı kontrolleri, rezerv ve likidite gereklilikleri ve yönlendirilmiş kredi programları ile ölçülür. 1961'den 1991'e kadar olan deneysel sonuçlar, borç verme oranlarını sınırlandırmanın yanı sıra, bu kontrollerin Hindistan'ın finansal gelişimi üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu göstermektedir. Yazarlar ayrıca finansal kalkınma ve ekonomik faaliyet arasında çift yönlü bir nedensel ilişki buluyorlar. Luintel ve Hahn (1999), 36 - 41 yıllık bir dönem boyunca ilk on gelişmekte olan ülkenin bir örneğine çok değişkenli vektör otoregresif bir model uygulamış ve tüm ülkeler için iki yönlü nedensellik kanıtları bulmuşlar. Harrison, Sussman ve Zeira (1999) nihayet, finans ve büyüme arasında bir geri besleme etkisi olduğunu göstermek için 1965-1995 yılları arasındaki ABD eyalet düzeyindeki verileri kullanmıştır: büyüme, pazara yeni girenleri çekerek, finansal aracılık maliyetlerin azaltır. Bu da yatırımı ve büyümeyi artırır.

Ram (1999) sadece yüksek büyüme oranlarına sahip ülkelerde finansal faktörler ile ekonomik gelişme arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuştur. Panel yöntemlerini 1965-1985 döneminde dört Latin Amerika ve Güneydoğu Asya ülkesinden oluşan bir örneklemde uygulayan Benhabib ve Spiegel (2000), belirli finansal gelişme değişkenlerinin büyümenin belirli bileşenleriyle (ör. sermaye oluşumu ve verimlilik artışı) ilişkili olduğunu bildirmiştir. Bununla birlikte, sonuçları ülke sabit etkilerinin dahil edilmesine duyarlıdır. Bu bulguyu, finansal faktörlerin bir ülkenin daha geniş

özelliklerini yansıtabileceğinin bir göstergesi olarak yorumlamışlardır. Deidda ve Fattu (2002), finansal derinlik ve büyümenin yalnızca yüksek gelirli alt örneklem için pozitif olarak ilişkili olduğunu iddia etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal hizmetlerin sağlanmasına ilişkin sabit kaynak maliyetlerinin büyümeyi engellediğini açıklıyorlar. Böylece, finans ile büyüme arasında doğrusal olmayan bir durum olduğu sonucuna varmışlardır.

Wang (1999) 1961-1999 dönemi boyunca Tayvan üzerine bir çalışma sunmaktadır. Finansal sektörden reel sektöre olan marjinal spreadlerin ortalama olarak tersine göre daha büyük olduğunu, ancak zamanla ve reel sektörden gelen marjinal spreadlerle karşılaştırıldığında azaldığını göstermektedir. Bunu, Tayvan'ın ekonomik gelişiminin ilk aşamalarında finansmanın büyümeyi tetiklediği, ancak daha sonra tutumların değiştiği anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, bazı çalışmalar nedensellik hakkında farklı bir sonuca varmaktadır. Demetriades ve Hussein (1996), 16 daha az gelişmiş ülke için mali gelişme ile reel GSYİH arasındaki nedensel ilişkiyi zaman serisi yöntemlerini kullanarak test etmektedir. Bulguları, finansal faktörlerin ekonomik gelişme sürecinde öncü bir rol oynadığı hipotezine çok az destek sağlıyor. Zıt model (yani, finansal gelişmeye yol açan büyüme) ve çift yönlü nedensellik için daha fazla kanıt vardır. Araştırmalarının bir başka önemli bulgusu da nedensellik modellerinin ülkeden ülkeye farklılık göstermesi ve vaka çalışmaları ile dikkatli zaman serileri analizine duyulan ihtiyaçtır. İki taraflı nedensellik örnekleri, başarılı mali reformlara sahip iki ülke olan Kore ve Tayland'dır.

Atje ve Jovanovic başlangıçtaki borsa aktivitesi seviyesini (işlem gören değer) gecikmeli yatırımla çarparak ve ikincisini ayrı bir değişken olarak girerek, değişkenlerin içselliğini hesaba katmaya çalışmışlar. Harris esasen aynı ekonometrik modeli kullanıyor, ancak yaklaşımlarının uygunsuz olduğunu, çünkü birikim ve mevcut yatırımın yeterince bağlantılı olmadığını savunmaktadır. Bunun yerine, mevcut yatırımların içselliğini hesaba katmak için araçların kullanılması önermiştir. Örneklem gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere bölünmesi biraz farklı bir sonuç vermektedir. Gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi piyasaları uzun vadeli büyümeyi

desteklemiyor gibi görünse de gelişmiş ülkeler için bir miktar açıklama gücüne sahiptirler. Levin ve Zervos (1998), hisse senedi piyasası aktivitesini ölçen değişkenlerin büyüme, sermaye oluşumu, verimlilik kazançları ve özel tasarruf üzerindeki etkisini tahmin etmek için 1976'dan 1993'e kadar 47 ülkeden kesitsel verileri kullanmaktadır. Mevcut ve gelecekteki GSYİH büyüme oranları, sermaye birikimi ve GSYİH ile ölçeklenen bir başlangıç değeri ve bir başlangıç devir hızı (ortalama piyasa değeri olan piyasa değeri) ile ölçülen borsa likiditesiyle verimlilik artışı arasında güçlü bir pozitif korelasyon bulunmuştur. Hisse senedi piyasası büyüklüğü, volatilite ve küresel sermaye piyasalarındaki entegrasyon gibi diğer değişkenler büyüme ile güçlü bir şekilde ilişkili değildir. Menkul kıymetler piyasasına eşzamanlı giriş ve bankacılık sektörünün gelişimi (banka kredilerinin GSYİH'ye karşı özel sektöre ölçülmesi) her ikisi için de önemli çıkarımlara sahiptir. Yazarlar bunu bankaların ve borsaların farklı hizmetler sunduğunun bir göstergesi olarak yorumlamaktadır.

Hiçbir finansal değişkenin özel tasarruflar üzerinde önemli bir etkisi yoktur. Russo ve Wachtel (2000) bu bulguları 1980-1995 arasındaki zaman içinde 47 ülkeden topladıkları verileri kullanarak doğrulamaktadır. Büyüme ve finans arasındaki potansiyel içselliği hesaba katmak için iki aşamalı en küçük kareler regresyon yaklaşımı kullanırlar. Kesitsel regresyon sonuçları, ancak piyasa kapitalizasyonunun büyüme üzerindeki etkisini göstermektedir. Panel vektör otomatik regresyon spesifikasyonunu kullanarak, borsa performansından (kişi başına işlem hacmi ve fiyat endeksi ile ölçülen piyasa değeri) ekonomik aktiviteye kadar değişen nedensellik kanıtları bulurlar. Sonuçta, hisse senedi piyasası göstergelerinin genel bir fiyat endeksi ile ayarlanmasının piyasa kapitalizasyonunun ekonomik aktivite üzerindeki etkisini abarttığını gösteriyorlar. Bunun yerine, verileri kırpma için bir hisse senedi fiyat endeksi kullanılmalıdır, çünkü varlık fiyatlarındaki artışlar gerçek piyasa derinliğini abartabilir.

Arestis, Demetriades ve Luintel (2001), 1968–1998 dönemi için beş sanayileşmiş ülkeden gelen verileri kullanarak zaman serisi analizi yürütmektedir. Borsa kapitalizasyonu (GSYİH açısından) ve tüm ülkeler için dalgalanma gibi göstergeler kullanılmış, ancak ticaretin değeri (GSYİH açısından) ve ciro oranı yalnızca İngiltere ve

ABD için kullanılmıştır. Kazançlara Almanya, Japonya ve Fransa borsalarının önemli katkı sağladığı bildirilmiştir. Bununla birlikte, hisse senedi piyasalarının etkisi, bankacılığın etkisinden daha zayıftır. ABD ve İngiltere için, finans ve büyüme arasındaki bağlantı çok güçlü değil ve büyümeden finansa doğru ilerliyor gibi görülmüştür.

Shahbaz et al. (2008), 1971-2006 yılları arasında Pakistan'da yaptıkları bir çalışmada ekonomik büyüme ve borsa gelişimi arasındaki ilişkiyi eşbütünleşme yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Hisse senedi piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki ve çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Anwar ve Sun (2011), Malezya 1970-2007 ve GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu) için yıllık verileri kullanarak yaptıkları analizde, Malezya'daki finansal gelişme düzeyinin ekonomik büyümeye katkı sağlayan yerli sabit sermaye üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Ancak, mali gelişmenin Malezya'daki ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkisinin istatistiksel olarak önemsiz olduğunu belirtmişlerdir.

Burcu Özcan ve Ayşe Arı (2011), Türkiye'de 1998-2009 döneminde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi VAR modelini kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada finansal gelişmeyi temsil etmek için mevduat, kalkınma bankaları ve yatırım bankaları, büyüme ve özel sektör kredisi (PCRED) değişkenleri ve ekonomik büyümeyi temsil etmek için reel GSYİH (REELGDP) verileri kullanılmıştır. Çalışma, Türkiye ekonomisinin finansal gelişimi ile ekonomik büyümesi arasında tek yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır. İlişkilerin yönü ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrudur.

Akıncı et al. (2014), Pedroni ve Cao eşbütünleşme testini kullanarak, OECD ülkeleri için 1980–2011 dönemini analiz etmiş ve uzun vadede finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir bağlantı olduğunu bulmuştur. Granger paneli

kullanılarak yapılan analize göre değişkenler arasındaki nedensel ilişki talep yönlü olmaktadır.

Arych (2014), 2004-2012 döneminde 27 Avrupa Birliği ülkesinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Analize göre, uluslararası finansal krizin etkisinin çok belirgin olduğu 2009 yılı dışında, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlüdür.

Öte yandan, Samargandi ve et al. (2015), dinamik bir heterojen panelde havuzlanmış grup ortalamalarını kullanarak 1980-2008 döneminde 52 orta gelirli ülkede finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Uzun vadede finans ve büyüme arasında ters U şeklinde bir ilişki vardır, ancak bu ilişki kısa vadede ihmal edilebilir düzeydedir.

Luintel et al. (2016), 1989-2014 yılları arasında 69 ülkede Bayesian çalışmalarında yüksek gelirli ülkelerde ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında anlamlı bir ilişki bulmuştur.

Mollaahmetoğlu (2016) çalışmasında finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi Türkiye dahil, gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan on dört ülkenin 1995-2012 dönemine ait yıllık verileri kullanılarak oluşturulmuştur. Genel olarak, tahmin sonucuna göre finansal sistemin derinleşmesi ve gelişmesiyle ekonomide yer alan tasarrufların yatırımlarla buluşması sonucu ekonomik büyümenin artacağı öngörüsü desteklendiği sonuçları elde edilmiştir.

Gartey (2018), Jamaika (1969-2010), Barbaros (1989-2009) ve Trinid Tabaco (1980-2010), parantez içinde belirtilen dönemlerde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sonuçlar, ekonomik büyümenin kısa vadede her üç ülkede de finansal gelişmeyi yönlendirdiğini ve uzun vadede Barbaros'ta finansal gelişmeden ekonomik gelişmeye, Jamaika ve Trinity'de ekonomik gelişmeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermiştir.

Rachdi et al. (2018), 2000-2013 döneminde Orta Doğu ve Kuzey Afrika'daki (MENA) 15 ülkeden gelen verileri kullanarak finansal serbestleşme, bankacılık krizleri ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Dinamik panel veri analizini kullanan araştırmalar, finansal serbestleşmenin MENA ülkelerinde ekonomik büyümeyi hızlandırırken krizlerin ortalığı kasıp kavurduğunu ortaya koydu.

Asteriou ve Spanos (2018), 1990-2016 döneminde 26 AB üye ülkesinden elde edilen verilerden oluşturulan panel verileri kullanarak küresel kriz dönemini dikkate alarak finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırma sonuçları, finansal gelişmenin kriz dönemlerinde ekonomik büyümeyi olumsuz, kriz dışı dönemlerde ise olumlu etkilediğini göstermektedir.

1.5.2 Azerbaycan'la İlgili Çalışmalar

Azerbaycan örneğinde yapılan çalışmalardan Hasanov ve Huseynov (2013) ARDL sınır testi yaklaşımı ve Engle-Granger iki aşamalı testi kullanarak banka kredilerinin hem uzun vadeli hem de kısa vadeli olarak petrol dışı sektörlerin çıktıları üzerinde olumlu etkileri olduğu sonucunu elde etmişler.

Alasgarli ve Sekmen (2021) içerisinde Azerbaycan'ın da bulunduğu 20 Asya ülkesi örneğinde 1998-2018 dönemi yıllık verileri kullanarak panel VAR modeli uygulamıştır. Ekonometrik analiz sonuçları finansal gelişmenin ekonomik büyüme ve enflasyon üzerindeki etkilerini ekonomik büyüme için pozitif ve artırıcı, enflasyon için ise düşüşün uygulayıcısı olduğunu ortaya koymuştur.

Mammadov (2016), Azerbaycan'da finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 2001:Q1-2014:Q4 dönemi için Toda-Yamamoto nedensellik testi ile incelemiştir. Analiz sonucunda; Azerbaycan ekonomisinde arz yanlı hipotezin geçerli olduğu ve finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Muhtarov (2018), Azerbaycan ekonomisinin 1992-2015 dönemi için finansal gelişmenin enerji tüketimi üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Çalışma sonuçlarında;

Finansal gelişmedeki %1'lik bir artışın ekonomik büyümeyi %0,19, enerji tüketimini ise %0,12 artırdığı tespit edilmiştir.

Ampirik literatürün sonuçlarını özetlediğimizde, ülke çalışmaları ve zaman serisi analizlerinin kesitsel regresyon yöntemlerinden daha az net olduğu ortaya çıkıyor. İkinci yöntemi kullanan çalışmalar genellikle "finans büyümeyi yönlendirir" hipotezi lehine yorumlanan sonuçlar üretir. Bununla birlikte, zaman serisi analizi ve nedenselliğin test edilmesi yöntemlerini kullanan yazarlar, daha az belirsiz sonuçlar çıkarmaktadır: genel olarak, hakim görüş, finansın ekonomik kalkınmanın erken aşamalarında büyümeye neden olduğu ve sanayileşmenin sonraki aşamalarında tam tersi olduğu yönündedir. Bu, Patrick'in hipotezi ile tutarlıdır. Bununla birlikte, önemli miktarda araştırma, çoklu denge çalışmaları bağlamında ampirik olarak önemli olan iki yönlü nedenselliği ortaya çıkarmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

AZERBAYCAN EKONOMİSİ VE FİNANS SİSTEMİ

2.1. Azerbaycan Ekonomisinin Genel Ekonomik Görünümü

Azerbaycan ekonomisi, Sovyet sonrası büyük bir petrole dayalı ekonomiye (Bakü-Tiflis-Ceyhan Boru Hattı'nın tamamlanmasıyla) geçişini tamamlayarak, devletin en büyük rolü oynadığı bir ekonomiye dönüşmüştür. Petrol üretimine geçiş, projelerin devreye girmesiyle dikkate değer büyüme rakamlarına yol açmıştır. 2008 ve 2009 yıllarında reel GSYİH büyüme oranı sırasıyla %10,8 ve %9,3'e gerilemeden önce 2005'te %26,4'le (sadece Ekvator Ginesi'nden sonra dünyadaki ikinci en yüksek GSYİH büyümesi) ve 2006'da %34,6'ya (dünyanın en yüksek seviyesi) ulaştı. 2011 yılı için reel GSYİH büyüme oranı %3,7 olarak beklenirken, %0,1'e düşmüştür. Büyük petrol rezervleri Azerbaycan ekonomisine büyük katkı sağlıyor. Ulusal para birimi olan Azerbaycan manatı, 2000 yılında dolar karşısında %3,8 değer kaybetti. 2000 yılında bütçe açığı GSYİH'nın %1,3'üne eşitti.

Ekonomik reformdaki ilerleme genel olarak makroekonomik istikrarın gerisinde kalmıştır. Hükümet, ticaret politikasının önemli ölçüde açılması da dahil olmak üzere bazı alanlarda düzenleyici reformlar üstlenmiştir, ancak ticari ve düzenleyici çıkarların birbirine karıştığı yetersiz kamu yönetimi bu reformların etkisini sınırlandırmaktadır. Hükümet, tarım arazilerinin ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin özelleştirilmesini büyük ölçüde tamamlamıştır. Ağustos 2000'de hükümet, birçok büyük devlet işletmesinin özelleştirileceği ikinci aşama bir özelleştirme programı başlattı. 2001 yılından bu yana ülkedeki ekonomik faaliyetler Azerbaycan Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı tarafından düzenlenmektedir (Suleymanov ve Aras, 2016).

Azerbaycan Kafkasya bölgesinin en büyük tarım havzasına sahiptir. Azerbaycan'ın yaklaşık yüzde 54,9'u tarım arazisidir. 2007 yılının başında 4.76 milyon dönüm kullanılan tarım alanı vardı. Aynı yıl toplam odun kaynakları 136 milyon metreküp idi. Azerbaycan'ın tarımsal bilimsel araştırma enstitüleri, çayır ve meralar, bahçecilik ve subtropikal ürünler, yapraklı sebzeler, bağcılık ve şarapçılık, pamuk

yetiştirme ve şıfalı bitkiler üzerine odaklanmıştır. Bazı ülkelerde tahıl, patates, şeker pancarı, pamuk ve tütün yetiştirmek krlıdır. Hayvancılık, süt ürünleri, şarap ve alkollü içkiler de önemli çiftlik ürünleridir. Hazar balıkçılık endüstrisi, azalan mersin balığı ve beluga stoklarına odaklanmıştır.

Daha önce yurt dışından ithal edilen çoğu ürünün bir kısmı yerel olarak üretilmeye başlanmıştır (bunlar arasında Coca-Cola Bottlers LTD'den Coca-Cola, Baki-Kastel'den bira, Nehir'den parke ve EUPEC Pipe Coating Azerbaycan'dan petrol boruları vardır).

Avrupa Birliği tarafından hazırlanan yeni bir program, Azerbaycan'ın ekonomik çeşitliliğini desteklemeyi amaçlıyor. Program, en düşük ekonomik göstergeye ve kişi başına düşen gelirin yanı sıra en düşük yatırım düzeyine sahip, ancak aynı zamanda yüksek kalitede bahçe ürünleri üretimi için yüksek potansiyele sahip olan güney bölgesi Lenkeran için düşünülmektedir. Program, bölgenin yerel ve uluslararası düzeyde kalkınmasına odaklanmıştır (şekereliyev, 2016).

2007 yılında madencilik ve hidrokarbon endüstrileri Azerbaycan ekonomisinin yüzde 95'inden fazlasını oluşturuyordu. Ekonominin imalat sanayilerine çeşitlendirilmesi uzun vadeli bir sorun olmaya devam ediyor.

Petrol dışı sektörlerin büyümesinin önündeki en önemli engellerin rekabet koşullarındaki engeller, gelişmemiş hukuk sistemi ve finansal sistemde yaşanılan sorunların olduğunu belirtmiştir (Keleş, 2018: 3-4). Günümüze kadar geçen süreçte, Azerbaycan'daki ekonomi alanlarının büyük bir bölümü hala devlet tarafından yönetilmektedir. Birçok kamu işletmesi kendi alanlarında tekeldir. Azerbaycan'ın ilk dönemlerden başlattığı ekonomik değişim süreci kapsamında aşağıdaki üç esas yol doğrultusunda yol alınmaya çalışılmıştır (Aras, 2005: 38).

- ✓ülkenin petrol ve doğalgaz rezervlerinin çıkarılmasında çözümlerin bulunması.
- ✓Serbest piyasa ekonomisine dayalı ekonomik yapılanmanın oluşdurulmasına çalışılması.

✓Global ve bölgesel ekonomik entegrasyona kendini uyarlaması.

2015 yılında ucuz petrol fiyatlarının olumsuz etkileri ekonomik büyümenin dinamiklerini de olumsuz yönde etkilemiştir. 2016 yılında “Azerbaycan Cumhuriyeti Ulusal Ekonomi Perspektifi İçin Stratejik Yol Haritası” başlıklı Cumhurbaşkanı kararnamesinde resmi istatistik verilerine göre, reel GSYİH büyümesi 2015 yılında %1,1 (2014 yılında %2,8), petrol dışı sektörde %1,1 (2014 yılında %1,7), petrol sektöründe ise %1,2 (2014 yılında %2,9) artım gerçekleşmiştir. Bu artım gibi gözükse de fakat bir önceki yıla oranda düşüş demektir. 2016 yılı Ocak-Ağustos döneminde GSYH %3,1, petrol dışı sektörde %5,8, petrol sektöründe %2,5 oranında azalmıştır. 2016 yılı ortalama yıllık enflasyonu %11,2 artış göstermiş. 2016 yılının başından beri gıda ürünleri %10,9 (ortalama %12,7), gıda dışı ürünler %10,4 (yıllık ortalama yüzde 15,9), hizmetler %5,1 (yıllık ortalama yüzde 5,2) pahalalanmıştır. Enflasyon dinamiğindeki artış, temel olarak döviz kuru nedeniyle yüksek ithalat fiyatlarından kaynaklanmaktadır. Azerbaycan 2015 yılında tüm olumsuzluğa rağmen %1,1 (2014 yılında %2,9) oranında reel büyüme göstermiştir. Reel büyüme oranı 2016 yılında %3,8 küçülmüş, 2017 yılında ise 2015 yılının sonundan sonra ilk defa negatiften pozitive doğru büyümeye geçerek, %0,07 oranında artış gerçekleşmiştir. Bu reel büyüme 2018 yılında %2 oranında, 2019 yılında ise %3,9 oranında olmuştur. Görülebileceği gibi, ekonomi 2017 yılında az çok durgunlaşmıştır. Petrol dışı sektörün üretimindeki artış, ulusal para biriminin istikrarı gibi bazı olumlu işaretlere rağmen daralmıştır. 2022 yılında GSYİH’nın % 3,7’e yükselmesi beklenmektedir (imf.org, 2022)

Mali sektör, özellikle bankacılık sektörü, 2018’de, Azerbaycan Uluslararası Bankası’nın yeniden yapılandırılması haricinde, sektörün iyileştirilmesi için ciddi bir adım atılmamıştır. Merkez Bankası, resmi olarak belirtilen rejimin dalgalı bir döviz kuru olmasına rağmen hala döviz piyasalarını manipüle etmektedir. Yüksek enflasyon seviyeleri, ücretlerdeki büyüme enflasyonu telafi etmek için yeterli olmadığından nüfusun satın alma gücünü zayıflatmaktadır (Keleş, 2018: 3).2015 yılından sonra petrol fiyatlarının sert bir şekilde düşüşe geçmesi Azerbaycan ekonomisini sarstı. Zira

Azerbaycan’a komşu olan iki ülkenin (Rusya ve İran) ekonomisindeki sıkıntılar ve para birimlerindeki dalgalanmalar Azerbaycan’ı çok etkiledi. Çünkü Azerbaycan tarım ürünlerinin yarıdan çoğunu bu iki ülkeye ihrac etmektedir. Azerbaycan bağımsızlıktan sonra 2015-2016 yıllarında ikinci kez büyük ekonomik krizini yaşamıştır. Bu dönemde Azerbaycan’nın ekonomik artım hızı azalmış, kurumsal ve yapısal zorluklar yaşamış ve petrol dışı bütçe açığı ortaya çıkmıştır. Bu krizden en çok zorluk çeken banka sektörü ve sade vatandaş olmuştur. Azerbaycan’da yeni bir ekonomik gelişim tarzına geçişe ihtiyaç yaranmıştır.

Azerbaycan Cumhuriyeti’nin “Milli Ekonomi ve Ekonominin Esas Sektörleri üzere Strateji Yol Haritasının Esas İstikametleri” başlıklı Cumhurbaşkanı kararnamesiyle milli ekonomi ve ekonominin 11 sektörünü kapsayacak ve biri de genel olmakla 12 strateji yol haritası hazırlanmıştır. Bu strateji yol haritasına esasen aşağıdaki dört strateji hedef seçilmiştir (Azerbaycan Cumhuriyeti Ulusal Ekonomi Perspektifi İçin Stratejik Yol Haritası, 2016: 4-5). Birinci stratejik hedefe uygun olarak, Azerbaycan’da mali sürdürülebilirlik sağlanacak ve para politikası dalgalı kur rejimine dayalı olacaktır. Maliye ve para politikalarının karşılaştırılması makro ekonomik istikrarı sağlayacaktır. Bu strateji hedefe göre mali sürdürülebilir politikalar için genel bir çerçevenin hazırlanması ve doğal kaynakların uygun şekilde kullanılmasını sağlamaktır. Petrol gelirlerinin rasyonel kullanımı için “altın kural” yaklaşımına üstünlük verilmiştir. Bu yaklaşıma göre Azerbaycan Devlet Petrol Fonundan devlet bütçesine ayrılan para petrol fiyatından asılı olmayarak her yıl aynı miktarda aktarılacak. Bununla da Orta Vadeli Harcama Çerçevesinin daha da güçlendirilmesi, güçlü bütçe yönetimine ve etkin bütçelemeye uyum sağlanması, kamu harcamalarının verimliliğini sağlanması öngörülmektedir.

İkinci hedefe göre hisse senetleri, devlete ait tüzel kişilerin faaliyetlerinde artan verimlilik ve özelleştirme yoluyla ekonomik dinamikleri sağlamaktır.

Üçüncü hedef ise, işgücü piyasasının ve insan sermayesinin gelişmesi ile ilgilidir. Bu hedef rekabetçi, kapsayıcı ve sürdürülebilir ekonomik hedeflere ulaşma

abalarının bir parçası olarak, insan sermayesinin gelişiminin hızlanması öngörülmektedir. Son olarak dördüncü hedef ise biznes ve yatırım imkanlarını geliştirmektir. Maliye ve para politikalarının bir sonucu olarak ekonomideki eğilimler, elverişli bir iş ortamında mevcut kaynakların daha verimli kullanılmasını sağlayabilir.

Yukarıda da belirtilen 2016 kararnamesinde ekonomik kalkınma için “Strateji Yol Haritası” hazırlanmıştır. Bu strateji yol haritasına göre ülke ekonomisinin esas 11 sektörünün kalkınması için üç ekonomik kalkına dönemi belirlenmiştir. 2016-2020 yıllarını kapsayan birinci dönemde, ilk önce 2015 yılında başlayan ekonomik krizin etkilerini tamamen ortadan kaldırmak, daha sonra ise dünya ekonomisine daha fazla entegre olmak ve rekabetçiliği artırmak hedeflenmiştir. 2020-2025 yıllarını kapsayan ikinci dönemde Makro ekonomik istikrarın korunması, iş ortamının iyileştirilmesi, özel sektöre yatırımın teşvik edilmesi ve kamu sektörünün desteklenmesi hedeflenmiştir. 2025 ve sonrasını kapsayan üçüncü dönem ise, sosyal refahın iyileştirilmesi, en yüksek teknolojik gelişime, en yüksek insani gelişme endeksinin sağlanmasına dayanan güçlü, rekabetçi ve kapsayıcı bir ekonomik yapının oluşturulması hedeflenmiştir.

Azerbaycan'da son yıllarda gözlenen GSYİH büyüme oranları, ülkeyi dünyanın en hızlı büyüyen ekonomilerinden biri haline getirdi. Ancak Azerbaycan'ın bankacılık sektörü, yüksek ekonomik büyümenin devam etmesi nedeniyle ulaşılması gereken büyük büyüme potansiyelinden henüz yararlanamadı. Bu nedenle bankacılık sektörü Azerbaycan ekonomisinin büyüklüğüne göre küçük kalmaktadır. 2002 yılından itibaren bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasının önemli aşamaları gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Başarılı petrol stratejisinin mantıklı bir sonucu olarak ülkeye büyük petrol gelirlerinin girişı dikkate alınarak ve bu temelde, bankaların finansal kaynaklarını stratejik hedeflere etkin bir şekilde aktarmaya hazır oldukları için kalkınma stratejisi yapılmıştır (İsmayılov, 2020).

Azerbaycan'da 25 banka faaliyet göstermektedir. Bankalardan biri devlet sermayesinin, 24'ü yabancı sermayenin katılımıyla kurulmuştur. Nüfusun reel para gelirlerinin artması, banka sistemine olan güvenin gelişmesi, alacaklıların ve mudilerin

ıkarlarının korunmasına ilişkin yasal temellerin iyileştirilmesi, özellikle 'Mevduat Sigorta Fonu'nun hayata geçirilmesi, mevduatın hızlı büyümesini karakterize eden kriterlerdi. 1 Ocak 2022 itibariyle nüfusun banka mevduatı 9,4 milyar AZN'e eşitti. Bunların %33,3' uzun vadeli (bir yıldan fazla) mevduattır. 1 Ocak 2022 itibariyle, müşterilere verilen banka kredileri 8,6 milyar AZN olup, banka varlıklarının %70,5'ini oluşturmaktadır. Kredi yatırımlarının yapısında özel sektörün özel ağırlığı %82'nin (7 milyar AZN) zerindedir.

2.1.1 Azerbaycan Ekonomisinde retim ve Dış Ticaret

Azerbaycan'ın üretim gücünün büyük bir kısmı petrol ve doğıal gaza bağılıdır. Petrol ve gaz retilimi ile rafine edilmesi ülke ekonomisinin temelini oluşturmaktadır. British Petrol (BP) tarafından yayınlanan Review of World Economy isimli kaynağıra göre ülkenin 7 milyar varillik kanıtlanmış petrol rezervi bulunmaktadır. Söz konusu rakam, dünya rezervlerinin 0,6'sına tekabül etmektedir. Ülkenin rezerv/üretim oranı ise 29,3'tür. Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol şirketi (SOCAR) verilerine göre ise ülkenin kanıtlanmış petrol rezervleri 17,5 milyar varildir. Ancak bu verilerin hesaplanmasında kullanılan sınıflandırmalar Sovyet sistemine göre olup, daha geniştir. Ülkenin petrol rezervleri SOCAR verilerine göre bu nedenle çok daha fazladır. Ülkenin petrol rezervleri Ortadoğı ile karşılaştırıldığında düşük düzeydedir. Ortadoğı'daki kanıtlanmış rezervler 742,7 milyar varil olup, dünya toplamının % 61,5'ine tekabül etmektedir. (oecd.org, 2022)

Azerbaycan mevcut petrol üretimini 3 farklı boru hattı yoluyla ihraç etmektedir. Üretim % 80'lik bölümü Bakü-Tiflis-Ceyhan (BTC) yoluyla ihraç edilmektedir. Bu yolların dışında karayolu ve demiryolu gibi ulaşım biçimleri de ihracat sürecinde kullanılmaktadır. Özellikle Azerbaycan'ın en zengin rezervlere sahip Azeri-ırak-Güneşli bölgesi başta olmak üzere petrol retilimi Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol şirketi (SOCAR) tarafından üstlenilmekte ve ihraç edilme süreçlerinde de aktif rol oynamaktadır. Bununla birlikte SOCAR ülkenin petrol üretiminin % 20'lik bölümünü

karşılammakta, geriye kalan bölüm ise BP yönetimindeki Azerbaijan International Operating Company (AIOC) tarafından yapılmaktadır. Bu konsorsiyumu oluşturan diğer firmalar ise Chevron, Statoil, Türkiye Petrolleri, ExxonMobil'dir. BP 1992 yılından itibaren ülkedeki en önemli yatırımcı konumunu sürdürmektedir.

Petrol dışı sektörün gelişmesi de Azerbaijan milli ekonomisinin ve devlet bütçesinin petrole bağımlılığının önlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Petrol dışı sektördeki gelişme, bölgelerin sosyo-ekonomik büyümesine ve yoksulluğun azalmasına da doğrudan etki etmektedir. Petrol dışı sektörün gelişmesi, ihracatın yapısında tek bir ürünün hakimiyetini engellemekle birlikte, ürün ihracatının piyasa koşullarındaki dalgalanmalara olan bağımlılığını azaltmada da doğrudan etkiye sahiptir. Azerbaijan Cumhuriyeti'nin uluslararası ilişkiler sistemine hızla uyum sağlaması, ekonomide istikrarlı büyümenin sağlanması, ülkedeki yoksulluğun azaltılması, ekonomik çeşitliliğin sağlanması ve ihracatın sağlanması petrol dışı ekonominin hızla gelişmesine bağlı olacaktır. Önümüzdeki petrol dışı sektörün sürekli gelişimi, bu alanlarda üretilen ürünlerin rekabet gücünün artırılmasını gerektirmektedir. Azerbaijan Cumhuriyeti'nin ağırlıklı olarak petrol ürünlerini dünya pazarına hammadde olarak ihraç ettiği açıktır. Azerbaijan Cumhuriyeti'nin bağımsızlığının ilk günlerinde dünya pazarına petrol ihracatının hızlanması, ülkenin uluslararası ekonomik ilişkiler sistemine stratejik entegrasyonunun başlangıcı oldu. Petrol dışı sektörün büyümesi ülke ekonomisinin gelişmesi açısından önemlidir. Bunlara örnekler:

- Ülke ekonomisinin rekabet gücünü artırır;
- Petrol rezervlerinin tükenmesi nedeniyle ülke ekonomisine garantörlük yapar;
- İç talebin karşılanmasında ithal ürünlere olan bağımlılığı azaltır ve bunun sonucunda yerli ürün tercihini artırır;
- Devlet bütçe gelirlerinin önemli kaynaklarından biri olarak hareket eder;
- İşsizliği önler ve bu sayede istihdam edilen nüfusun büyük çoğunluğu petrol dışı sektörde çalışır.

Yukarıdaki faktörlere daha yakından bakıldığında, petrol dışı sektörün bugün ve gelecekte ulusal ekonomideki rolü daha net bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Nüfusun genel ihtiyaçlarının karşılanmasında, ithal ürünlere olan bağımlılığın azaltılmasında ve finans sektörünün ithalat enflasyonundan korunmasında petrol dışı sektörün rolü vazgeçilmezdir. Petrol dışı sektör, devlet gelirlerinin artmasında önemli bir rol oynamaktadır. Sonuç olarak, petrol sektöründen elde edilen büyük gelirlere rağmen, tükenen rezervler nedeniyle bütçe gelirleri, reel sektörün, yani petrol dışı sektörün sürdürülebilirliğine daha fazla bağımlıdır. Bu nedenle petrol dışı sektörün gelişmesi ve çeşitlenmesi ülkemiz için bir önceliktir. Gayri safi yurtiçi hasılanın büyümesini etkileyen faktörler şunlardır:

- İç talep altyapısındaki değişiklikler;
- Yatırım stratejisi, çekilen yatırımların hacmi;
- Finans ve bankacılık sektörlerindeki reformlar ve kredilendirmeden kaynaklanan üretim ve tüketim ilişkileri;
- Yerli üretim sağlayan kamu harcamalarının hacmi;
- Ülkenin kurumsal ve yapısal yapısındaki değişiklikler, mevzuatın oluşturulması

Tüm bu unsurlar Azerbaycan için her zaman ilgi odağında olmuş ve uygulanan sosyo-ekonomik politika sonucunda geçiş süreci başarıyla tamamlanmış, ekonomik çeşitlenme süreci devam etmektedir. Son yıllarda ülke ekonomisinde izlenen politika, petrol dışı sektörün gelişmesinde önemli bir etkiye sahip olmuştur. Azerbaycan'ın 2025 yılına kadar ekonomik kalkınma konsepti petrol dışı sektörde kişi başına 1.000 dolar, toplamda ise 10 milyar dolar yükseliş hedefi olarak belirlendi. Bu konseptin bir diğer amacı da petrol dışı ihracatı toplam ithalata eşit hale getirmektir. Bu, Azerbaycan Cumhuriyeti'nin uluslararası ekonomik ilişkilerinin genişletilmesinde, petrol üretiminin azalması durumunda ödemeler dengesinin korunmasında ve ekonomik prestij kaybının önlenmesinde önemli rol oynayacaktır. 2020 yılına kıyasla GSYİH üretimi %3,8 azaldı. GSYİH'deki düşüşün başlıca nedeni, inşaat sektöründe mal ve hizmet üretimindeki %27,6'lık düşüş olmuştur. Aynı zamanda bilgi ve iletişim alanında üretilen katma değer

%4,5, tarım, ormancılık ve balıkçılıkta %2,6, ticaret ve taşıt tamirinde %1,5, sanayide %0,4, diğer alanlarda %0,1 arttı. GSYİH'nın %37,40'ı sanayide, %10,00'u inşaatla, %10,30'u ticaret ve hizmetlerde, %5,60'ı tarımda, %6,80'i ulaşım ve depolamada, %1,80'i bilgi ve iletişim alanında, %18,00'i sosyal ve kişisel hizmetler alanında ürünler ve ithalat üzerinden ödenen net vergilerin payı %7,70 oldu.

2019 yılında 20 milyar dolarlık (%1 artan) ihracatla dünyada %0.1 pay ile 70. sırada olan Azerbaycan'ın ihracat yaptığı başlıca ülkeler İtalya, Türkiye, İsrail, Hindistan, Almanya ve Rusya'dır. Ülkenin 2019 yılında ihraç ettiği başlıca ürünler; ham petrol, petrol gazları ve diğer gazlı hidrokarbonlar, petrol yağları ve bitümenli minerallerden elde edilen yağlar, domates (taze/soğutulmuş) ve altın (platin kaplamalı altın dahil) (işlenmemiş veya yarı işlenmiş ya da pudra halinde)dir. 2019 yılında 14 milyar dolarlık (%19 artan) ithalatla dünyada 87. sırada olan ülkenin ithalat yaptığı başlıca ülkeler Rusya, Türkiye, Çin, İsviçre ve ABD'dir. Azerbaycan'ın 2019 yılında ithal ettiği başlıca ürünler; altın, otomobiller, işlenmiş petrol, buğday ve mahlut, tedavide kullanılmak üzere hazırlanan ilaçlardır.

2.1.2 Azerbaycan Ekonomisinin Makroekonomik Göstergeleri

Azerbaycan bağımsızlığını kazandıktan sonra ekonomisinin gelişim açısından zirveye çıktığı dönem 2004-2014 yıllarıdır. Zira 2006 yılında Bakı-Tiflisi-Ceyhan petrol boru hattının resmen açılmasından 2010 yılına kadar GSYİH yıllık ortalama yüzde 16,9 oranında artmıştır. Genel olarak 2004-2014 yılları arasında ekonomi 6 kat, mevduat hacmi 11 kat, kredi hacmi 19 kat ve kişi başına düşen GSYİH 5 kat artmıştır. Bu dönemde önemli noktalardan biri de 2011 yılında ekonomik büyümenin yavaşlamasının sinyallerini ortaya çıkmaya başlamıştır. Ekonomideki yatırımların dönem içindeki artmasına rağmen, ekonomik aktivite zayıfladı. Aktif varlık alım modeli bu dönemden sonra “doygunluk” seviyesine ulaşmıştır. Dünya Ekonomik Forumu raporunda, Azerbaycan 2014 yılında 144 ülkede arasında makro ekonomik çevre kalitesi açısından dokuzuncu sırada, devletin GSYH bütçe dengesi açısından on beşinci sırada

kararlaşırmıştır (Azərbaycan Respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi, 2016: 11-13).

Geçiş ekonomisine sahip diğer Post-Sovyet ülkeleri içinde en hızlı büyüme kaydeden ülkelerden biri Azerbaycan'dır. Ekonomik büyümenin temel motoru petrol ve doğalgaz sektörleri olup, yabancı sermayenin büyük bir kısmı bu sektörlerle gelmekte, ihracatın %90'ını bu sektörler gerçekleştirmekte ve kamu gelirlerinin büyük bir kısmı da bu sektörlerden kaynaklanmaktadır (DEİK, 2013:13). 18 Ekim 1991 tarihinde kabul edilen Azerbaycan Cumhuriyeti'nin devlet bağımsızlığı hakkında anayasa maddesinden sonra, 15 Ocak 1992'de "Yabancı Yatırımların Korunması" ile ilgili kanun kabul edilmiştir. Böylece ülke arazisinde yapılacak yabancı yatırımların hukuki ve iktisadi esasları belirlenmiştir. Azerbaycan Devleti zaman içerisinde üzerinde çeşitli düzenlemeler yaparak güncelleştirdiği bu kanun ile yabancı sermayeye; kanunların değişmesi, millileştirme, istimlak, tazminat, zararın ödenmesi, transfer ve gelirini kullanma gibi hususlarda devlet garantisi vermiştir (Bulut vd., 2009:86).

Azerbaycan'a doğrudan yabancı yatırımı girişi, büyük ölçüde petrol ve doğalgaz alanındaki projelere bağlı olarak gelişmektedir. Ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımların %90'ından fazlası petrol ve doğalgaz sektöründen kaynaklanmaktadır. Diğer sektörlerde, yatırım ortamının istenen seviyelere gelememiş olması, altyapının yetersizliği ve bürokratik sorunlar gibi nedenlerle doğrudan yabancı yatırım tutarı sınırlı kalmaktadır (Yurtdışında Tarım Sektörüne Yönelik Yatırım Olanakları: Azerbaycan, 2012:25). 2002 yılından itibaren DYY (doğrudan yabancı yatırımlar) girişinde önemli bir artış olduğu ve 1995-2001 döneminde yıllık ortalama 650 milyon \$ DYY girişi olurken, 2002-2015 döneminde, DYY girişinin yıllık ortalama 4 milyar \$'a çıktığı, 2015-2021 yılları arasında ise 6 milyar \$ olarak görülmektedir. Bu artışta, Azerbaycan'ın global ekonomiyle entegrasyonunu artırma, yabancı sermayeyi ülkeye çekme, ekonomisini çeşitlendirme ve pozitif büyümesini sürdürme politikası etkili olmuştur (Azerbaijan Investment Climate Statement, 2015:4).

Kurumsal olmayan çalışma çağındaki nüfus içerisinde yer alan ücretli, maaşlı, yevmiyeli, kendi hesabına, işveren ya da ücretsiz aile işçisi olarak iktisadi faaliyette bulunan kişiler ile referans haftasında çeşitli nedenlerle işinin başında bulunamayanlar, istihdam edilen nüfus olarak tanımlanmaktadır. İstihdamın, kurumsal olmayan çalışma çağındaki nüfus içindeki oranına ise istihdam oranı denir (TÜİK, 2011).

Diğer tüm ülkeler gibi Azerbaycan da ülke vatandaşlarının istihdama katılması ve bununla da işsizliğin azaltılması için politikalar yürütmektedir. Bağımsızlığın kazanıldığı 1991 senesinden buyana özel ve devlet sektörünün kalkınmasıyla birlikte işsiz insanlar için geniş iş fırsatları yaratılmış ve bu devlet politikalarıyla desteklenmiştir. Azerbaycan Cumhurbaşkanı İlham Aliyev'in yürürlüğe koydurduğu ve 2006-2015 yıllarını kapsayan "Azerbaycan'da Meşgullük Seviyesinin Yükseltilmesi" devlet stratejisi bu politikalardan bir tanesidir. Azerbaycan'ın istihdam verileri incelendiğinde 2022 yılı verilerine göre istihdam edilebilecek insan sayısının 5 milyon 304 bin olduğu, bu sayıdan 4 milyon 988 bin kişinin aktif şekilde çalıştığı, sadece 315 bin kişinin istihdama katılamayarak işsiz olduğu saptanmıştır. Böylece Azerbaycan'da istihdama katılabilecek kişilerin sadece % 6 kısmının işsiz olduğu hesaplanmıştır (<https://www.stat.gov.az/source/labour/>). Çalışma süreleri ile ilgili veri Azerbaycan için sınırlı düzeydedir. 2021 yılı için haftalık 48 saatten fazla çalışmanın Azerbaycan için sadece %5,1 olduğu saptanmıştır (ILO, (2021)).

Azerbaycan kurulduğu yıldan buyana enflasyon konusunda iyi izlenimler bırakmış, özellikle petrol satışlarıyla ülkenin kazandığı döviz para sayesinde ülke çapında enflasyon her zaman öngörülen rakamlarda tutulmuştur. Resmi istatistiklere göre 2021 yılında yıllık enflasyon %12, ortalama yıllık enflasyon ise %6,7 olmuştur. (<https://oxu.az/economy/568223>).

2.2 Azerbaycan Finans Sistemi

Azerbaycan'daki finans sistemi, borçlanma ve borç verme ve varlıkların transferine ilişkin hükümet politikası ve düzenlemelerinden oluşmaktadır. Sistem,

bankalar, sigorta şirketleri, diğer finans kuruluşları, emeklilik sistemi, finansal piyasalar ve ödeme sistemlerinden oluşmaktadır. Azerbaycan'ın finans sistemi politikası, Cumhuriyetin ekonomik kalkınma devlet programının uygulanmasını hedeflemektedir. Azerbaycan finansal sisteminin ve tüm piyasa altyapısının gelişimi ticari bankaların, sigorta şirketinin ve diğer finans kuruluşlarının faaliyetlerine bağlıdır.

2.2.1 Azerbaycan Finans Sisteminin Tarihsel Gelişimi

Sovyetler Birliği'nin dağılmasından sonra Azerbaycan Cumhuriyeti piyasa ekonomisine geçiş stratejisini benimsemiştir. Geçiş döneminde ekonomik reformların uygulanması, bir piyasa ekonomisi için temel koşulların yaratılmasına hizmet etti. Bu koşulların yürürlüğe girmesiyle, yeni ekonomik sistemin özelliklerinden biri olan finansal piyasanın oluşumu için temeller atıldı. Dünya deneyimi, finansal piyasanın ancak tamamen özgür ilkeler temelinde işlemesi durumunda ekonomiye etkin bir şekilde hizmet ettiğini göstermiştir.

Azerbaycan'da yeni ekonomik sistemin gereklerini karşılayan bir finans piyasası oluşturmak için öncelikle uygun bir düzenleyici çerçeve ve uygun bir makroekonomik ortamın oluşturulması gerekiyordu. Azerbaycan Cumhuriyeti'nin Ulusal Banka, Bankalar ve Bankacılık Faaliyetleri, Menkul Kıymetler, Sigorta ve Yatırım Fonları ile ilgili kanunları kabul edilmiştir (Mammadov, 2020).

1991'den sonra Azerbaycan'da iki kademeli bankacılık sistemine geçişle birlikte, finans piyasasının önemli bir unsuru olan kredi oluşumuna yönelik önemli bir adım atılmıştır. Ticari bankalar için yasal çerçeve oluşturulduktan sonra sayıları hızla artmaya başladı. Yeni kurulan bankaların birçoğu halktan yüksek faizli mevduat toplamış ve bu fonları döviz piyasasında spekülatif mevduat için kullanmıştır. Bankacılık uygulamalarının yetersiz düzenlenmesi, profesyonellikten yoksunluk ticari bankaları tarafından Merkez Bankası bankacılık sisteminin çökmesine neden oldu. Onlarca banka iflas etti ve on binlerce mudinin mevduatı iade edilmedi. Sonuç olarak, halkın Azerbaycan'da finansal aracılığın ilk temsilcileri olan ticari bankalara olan güvensizliği

artmıştır. 1992-1995 yıllarında Azerbaycan'ın makroekonomik hayatı hiperenflasyon ve ulusal para biriminin hızlı devalüasyonu ile şekillendi. Manatın hızla değer kaybetmesi, işlevlerini yitirmesine ve toplum tarafından terk edilme tehlikesine yol açmıştır. O yıllardaki hiperenflasyon ortamı, bütçe açığının artması ve bu açığın Merkez Bankası'nın ek para ihraçları ile karşılanması, ticari kuruluşlara haksız ve faizsiz merkezi krediler verilmesi paranın genişlemesinden kaynaklanmıştır (Aliyev ve Gasimov, 2019).

Azerbaycan'da finansal piyasaların organize piyasasının temelini oluşturan Bakü Menkul Kıymetler Borsası, 15 Şubat 2000 tarihinde kar amacı gütmeyen bir kuruluş olarak kurulmuş ve daha sonra kapalı bir anonim şirket olarak ticari bir kuruluş haline gelmiştir. Şu anda borsanın 20 hissedarı var. Bakü Menkul Kıymetler Borsası, 30 iş yeri bulunan bir ticaret salonuna ve finansal piyasaları koruyan ve dolaşan bir depoya sahiptir. Medeni Kanunun 1078-15.6. maddesine göre, anonim şirketlerin paylarının toplu arz yoluyla plase edilmesi borsa aracılığıyla gerçekleştirilir. Her ne kadar böyle bir madde borsanın gelişimi için kabul edilmiş olsa da, bu tür kuruluşların faaliyetlerinin özü ve anonim şirketlerin hisse senedi ihraç etme ilkeleri ile çelişmektedir. Bu nedenle şirketlerin finansal piyasalarda işlem yapabilmeleri için kote olmaları gerekir. Şu anda Bakü Menkul Kıymetler Borsası 1. ve 2. kademe kotasyonların şartlarını belirliyor, ancak bu listede sadece bir anonim şirket var. Bir anonim şirketin finansal piyasalarının kote olabilmesi için belirli şartları taşıması gerekir. Örneğin, Bakü Menkul Kıymetler Borsası'nın finansal piyasaların birinci sıra listesine dahil edilebilmesi için kotasyon başvurusundan önceki 3 yıl içinde bir anonim şirketin faaliyet göstermesi, önceki 3 yıl içinde herhangi bir iflas davası açılmamış olması ve yapılacak ortaklar sicili, toplam sermayesini 5 milyon manatdan az olmaması gerekiyor. Şirketin borsada işlem görmesini gerektiren bir diğer unsur, finansal piyasalarının borsa alım satım sistemine aktarılması için bağlantıların kurulmasıdır. Bu nedenle, bir anonim şirketin hisselerinin borsada işlem görmesinin sağlanabilmesi için borsaya hizmet eden saklama kuruluşu ile pay sahipleri sicilini tutan sicil sahibi arasında bir bağlantı kurulmalı ve bu bağlantı yoluyla paylar birbirine bağlanmalıdır. Öte yandan, anonim şirketler finansal piyasaların

profesyonel katılımcıları değildir. Bu açıdan bakıldığında, finansal menkul kıymetlerin birincil piyasası borsada değil, borsa finansal piyasaların ikincil piyasasına aittir.

Ülkede borsanın gelişimini karakterize eden ana göstergelerden biri borsada işlem gören şirket sayısıdır. Bu gösterge, ülkedeki halka açık şirketlerin sayısını tahmin etmenize ve borsanın ticari faaliyetlerini kontrol etme olanakları hakkında fikir edinmenize olanak tanır. Özellikle borsada işlem gören şirketlerin büyük şirketlere ve toplam şirketlere oranı da borsanın ülke ekonomisindeki rolünü karakterize etmektedir (Delice, 2018).

Piyyasanın büyüklüğü, finansal piyasaların gelişiminin niceliksel yönünü karakterize eder. Bu pazarın kalitesi, fonları harekete geçirmenin maliyeti ve bunları bir yatırımdan diğerine transfer etme yeteneği ile belirlenir. Ayrıca, borsada işlem gören hisse senetlerinin toplam değeri, bunların yoğunlaşma derecesi de borsanın kalite yönlerini karakterize eder. Bu göstergelere ek olarak borsada finansal piyasalarda satış yapan firmaların ortalama büyüklüğünü de kullanabilirsiniz. Bu gösterge borsanın yoğunluğunu gösterir. Sınırlı sayıda hisse senedi ve büyük şirketlerin hisseleri borsada işlem görüyorsa, pazarın gelişmemiş olduğunu gösterir.

Finansal piyasaların ulusal ekonominin finansmanındaki rolü, bu piyasada finansal yeniliklerin uygulanması için büyük potansiyel, finansal işlemlerin yürütülmesi için araç ve yöntemlerin genişletilmesinden kaynaklanmaktadır. Ülkedeki finansal piyasaların faaliyet düzeyi, ekonomik faaliyetin önemli bir göstergesidir. Bu nedenle çoğu ülkede ekonomik aktivite borsa endeksleri bazında belirlenir (örneğin, ABD'de Dow Jones, S&P 500 ve NASDAQ, İngiltere'de FTSE, Fransa'da CAC 40, Almanya'da DAX). Borsa endeksleri, esas olarak, bir dizi firmanın nispeten birleşik bir finansal piyasaları setidir. Sonuç olarak, ülke ekonomisinin büyük bir bölümünü oluşturan firmaların ekonomik faaliyetlerini ekonomik durumlarına göre değerlendirmek mümkündür (Novruzov ve Huseynov, 2019).

2.2.2 Azerbaycan Finans Sisteminin Özellikleri

Merkez Bankasının para politikası doğrultusundaki faaliyetleri “Azerbaycan Cumhuriyeti Merkez Bankası Hakkında Kanun” ile düzenlenmektedir. Para politikası, Merkez Bankası'nın temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamak için alınan önlemler sistemidir.

Merkez Bankası para politikası amacına ulaşmak için para politikası araçlarını kullanır. Merkez Bankası, elindeki para politikası araçlarıyla para arzını, döviz kurlarını ve faiz oranlarını etkileyerek nihai hedefine ulaşmaya çalışmaktadır. Yeterli para politikası kararları almak için Merkez Bankası, ülkedeki makroekonomik durumu sürekli olarak analiz eder ve tahmin eder. Makroekonomik durum, Merkez Bankası'nın ortak yönetim organları olan Para Politikası Kurulu ve Yönetim Kurulu'nda düzenli olarak görüşülür ve para politikası kararları bu tartışmalara dayalı olarak alınır. Kararlar, basın bültenleri de dahil olmak üzere Merkez Bankası'nın iletişim araçları aracılığıyla kamuoyuna duyurulur.

Merkez Bankası, gelecek yıl (ve orta vade) için para politikasının ana yönlerine ilişkin bir açıklama hazırlar ve kamuoyuna duyurur. Belge, cari yıl için makroekonomik politika çerçevesini, para politikasının sonuçlarını, gelecek yıl için para politikasının amaç ve hedeflerini, bunları uygulama yollarının yanı sıra orta vadeli politika yönergelerini özetlemektedir (Sadigov, 2017).

Merkez Bankası, yıl içinde izlenen makroekonomik durum ve para politikası hakkında kamuoyunu bilgilendirmek için üç ayda bir para politikası incelemesi hazırlar ve yayınlar.

Merkez Bankası tarafından uygulanan para politikası araçları, “Azerbaycan Cumhuriyeti Merkez Bankası Hakkında” Kanununun 29. Maddesinde yansıtılmaktadır. Para politikasının ana araçları şunlardır:

- Açık piyasa işlemleri;
- Faiz oranlarının belirlenmesi;

- Zorunlu rezerv normları;
- Kredi kurumlarının yeniden finansmanı;
- Mevduat işlemleri;
- Uluslararası uygulamada benimsenen diğer para politikası araçları.

Merkez Bankası'nın bağımsızlığı, Merkez Bankası'nın faaliyetlerini asıl amacına ulaşmak için her türlü dış müdahaleden korumaktır. "Azerbaycan Cumhuriyeti Kanununa Dair" kanunun 6. maddesine göre, Merkez Bankası Azerbaycan Cumhuriyeti Anayasası ve kanunları ile belirlenen görev ve yetkilerini yerine getirmede bağımsızdır. Döviz kuru hedeflemesi Ulusal para biriminin döviz kurunu düzenleyen para politikası rejimine döviz kuru hedeflemesi denir. Genellikle, bu rejim altında Merkez Bankaları, sabit döviz kuru rejiminin farklı çeşitlerini uygular. Döviz kuru rejimleri Ulusal para biriminin ülkedeki bir yabancı para birimine karşı döviz kurunu belirleme yöntemidir. Uygulamada 3 döviz kuru rejimi vardır:

1. Dalgalı kur rejimi;
2. Dalgalı-ayarlanabilir kur rejimi;
3. Sabit kur;

Merkez Bankası döviz piyasasına sadece acil durumlarda müdahale eder. Dalgalı rejimde döviz kuru esas olarak arz ve talep bazında belirlense de Merkez Bankası sert dalgalanmaların önlenmesinde aktiftir. Kurulan rejimde döviz kuru Merkez Bankası tarafından açıklanır ve döviz kuru sabittir. Merkez Bankası notları, Merkez Bankası tarafından bir yıla kadar ihraç edilen, kayıtlı, sertifikasız devlet imtiyazlı menkul kıymetlerdir. Kısa vadeli notlar, para arzını düzenlemek için tasarlanmış bir para politikası aracıdır. Parasal Koşullar Endeksi, para politikasının faaliyet hedeflerindeki ağırlıklı değişimi ölçer. Kural olarak, kısa vadeli faiz oranları ve döviz kurları operasyonel hedefler olarak alınır.

Teorik fikirlerin ana hükümlerini özetlersek, para politikasının temel özünün, devletin para arzını düzenleyerek ve müdahale ederek makroekonomik düzeyde fiyatları istikrara kavuşturma çabaları olduğunu söyleyebiliriz. Aynı zamanda para politikasının

ekonomi üzerindeki etkisi maliye (mali) politikasından daha etkindir ve bu bağlamda makroekonomik düzeyde fiyatların düzenlenmesinde para politikasının ana araç olarak seçilmesi gerekmektedir. Ekonomide borç faiz oranlarının para politikası yoluyla düzenlenmesi, yatırımları canlandırmak ve ekonomik durgunluklarla mücadele etmek açısından önemlidir (İsmayılova, 2015).

Azerbaycan'da tüm bu çalışmalar, yani para politikası Merkez Bankası (CBA) tarafından yürütülmektedir. Yürürlükteki mevzuata göre, CBA, her yıl 1 Ekim'e kadar, bir sonraki yıl için para politikasının ana talimatlarını Başkan'a sunar ve 31 Aralık'a kadar kamuoyuna duyurur. Bu durumda, CBA, cari yılda uygulanan para politikasının sonuçlarını ve gelecek yıl için para politikasının amaç ve hedeflerini ve bunları uygulama yollarını gösterir. Bu amaçla, CBA yıllık olarak "Para politikasının ana yönleri" başlıklı bir belge hazırlar.

Bu belge, mevzuatta TİS'in önüne konulan görevlerin uygulanmasını, para politikasının son bir yıldaki uygulama durumunu, gelecek yıl için para politikası hedeflerini ve bu hedeflere ulaşmanın yollarını yansıtmaktadır.

"Para Politikası Yönergeleri" ekonomideki değişimlere uygun olması nedeniyle her yıl hazırlanmaktadır. Hem devletin çıkarlarını hem de iş ortamını dikkate alır. Son mali kriz gibi ekonomideki hızlı değişimler bağlamında, CBA daha kısa bir süre için para politikası yürütebilir (Nuri, 2016).

Azerbaycan Cumhuriyeti Anayasası'nın 19. Maddesinin I. Kısımına göre Azerbaycan Cumhuriyeti'nin para birimi manattır. Bir manat 100 (yüz) kopektir. Banknotlar kağıt ve metal para şeklinde verilebilir. Azerbaycan Cumhuriyeti Anayasası'nın 19. Maddesinin III. Kısım uyarınca, Azerbaycan Cumhuriyeti topraklarında manat dışındaki para birimlerinin ödeme aracı olarak kullanılması yasaktır. Yıldönümü ve hatıra banknotları da dahil olmak üzere Merkez Bankası tarafından ihraç edilen banknotlar, nominal değerde her türlü ödeme yapılırken, hesaplara kredi verilirken ve para transferlerinde Azerbaycan Cumhuriyeti topraklarında kabul edilmelidir. Manat ile altın veya diğer değerli metaller arasında resmi bir oran

yoktur. İhraç edilen banknotlar Merkez Bankası'nın bir borç yükümlülüğüdür ve tüm varlıkları ile güvence altına alınmıştır. Azerbaycan Cumhuriyeti topraklarında nakit dolaşımının organizasyonu için Merkez Bankası aşağıdakileri yapar:

1. Banknot talebini belirler;
2. Banknotların üretimini veya siparişini organize eder, nakliyesini ve depolanmasını sağlar;
3. Banknot stokları oluşturur ve bu stokları elden çıkarır;
4. Merkez Bankası ve kredi kuruluşlarının nakit saklama ve tahsilat kurallarını belirler;
5. Merkez Bankası ve kredi kuruluşlarında nakit işlemlerinin yürütülmesine ilişkin kuralları belirler;
6. Dolaşıma uygun olmayan banknotların işaretlerini ve bunların değiştirilmesine ilişkin kuralları vb. belirler.

Yeni banknotların ihraç kararı Merkez Bankası Yönetim Kurulu tarafından verilir. Dolaşımda bulunan paranın cinsini, boyutunu, tasarımını, güvenlik unsurlarını ve diğer sanatsal ve teknik özelliklerini Merkez Bankası belirler. Merkez Bankası, düzenlenen usul ve fiyatlara göre ihraç edilen yıl dönümü ve hatıra banknotlarının satışını organize eder. Merkez Bankası, fiyat skalasındaki (kıdem) değişikliklerle bağlantılı olarak yeni banknotların ihracına ilgili icra makamına danışarak karar verir. Merkez Bankası, tedavüldeki kağıt ve madeni paraların kupür halleri dışında yeni standart banknotlarla değiştirilmesine karar verir. Merkez Bankası, dolaşımdaki banknotların değiştirilmesine ilişkin kararının yanı sıra yeni banknotların açıklamasını ve döviz bozdurma kurallarına ilişkin bilgileri kitle iletişim araçlarında yayınlamaktadır. Yeni banknot ihracına kısıtlama getirilirken, değişiklik miktarı veya konusu ile ilgili herhangi bir kısıtlama yoktur. Değişime konu olan banknotlar, bir yıldan az olmamak üzere Merkez Bankasınca belirlenen süre içinde kanuni ödeme olarak kabul edilir. Bu süreden sonra banknotlar Merkez Bankası tarafından süresiz olarak değiştirilir (İsazade, 2019).

Azerbaycan'ın ihracatının dünya emtia piyasasındaki ana konumlarının uzun vadeli istikrarsızlığı ve 2004 yılından bu yana ham petrol ihracatının hızlı büyümesi, ticaret dengesinde ve dinamik büyümesinde pozitif bir denge sağlamıştır (Süleymanov, 2020).

Araştırmalar, emtia ihracatının gelişmesi için orta vadeli beklentilerin, esas olarak Hazar Denizi'nin Azerbaycan sektöründeki hidrokarbon üretimindeki artıştan ve bunların dış ülkelere ihracatını sağlayan ulaşım yollarının geliştirilmesinden kaynaklandığını gösteriyor. Ana petrol ve gaz boru hatlarının biraz geç de olsa devreye alınması, büyük ölçekli petrol ve gaz ihracatını yoğunlaştırdı ve 10 yıldır Azerbaycan petrol ve gazı uluslararası petrol ve gaz anlaşmalarının bir parçası olarak yabancı ülkelere ihraç ediliyor. Bu sürecin orta ve uzun vadeli kalkınma beklentileri, Cumhurbaşkanı İlham Aliyev tarafından 17 Ekim 2013 tarihinde imzalanan dünyanın en büyük projelerinden Şah Deniz-2, TANAP ve TAP projelerinin başarıyla uygulanmasıyla gerçekleştirilecektir.

Ulusal para biriminin döviz kuru yakın gelecekte keskin bir şekilde değişmeyecek olsa da, makine, teçhizat ve temel tüketim mallarına yönelik yüksek iç talep, gelecekte bu tür malların ithalatında artışa yol açacaktır. Ağırlıklı olarak modern altyapı projelerinin (ulaşım, su, iletişim, turizm vb.) ve uluslararası petrol ve gaz projelerinin uygulanmasıyla bağlantılı olarak, ağırlıklı olarak yurtiçi yatırım yoluyla getirilecek makine ve teçhizat ve emtia ithalatının önemli bir parçası olacaktır (Hasan, 2019).

Aynı zamanda, orta vadede, ithal edilen malların önemli bir bölümünün daha önceki yıllarda olduğu gibi yerleşik kişiler tarafından ithal edileceğini ve Azerbaycan'ın petrol ve gaz dışı sektöründeki negatif ticaret dengesinin, bir bütün, özellikle yabancı ülkelerle ticaret (otomobil, temel gıda ve diğer tüketim malları) ithalatın değerine bağlı olacaktır. Azerbaycan'ın Çin, Türkiye, Rusya Federasyonu, Almanya, İran ve Birleşik Arap Emirlikleri ile ticari ilişkilerinin istikrarı, yabancı ithalatçılar için vergi farklılığı ve

ülkede gıda dışı üretimin yavaş gelişmesi, orta vadede A'yı gösteriyor. ticaret cirosunun önemli bir kısmı bireylerin ithalat işlemlerindeki payına düşecektir.

Döviz talebi, nakit ve nakit dışı piyasalarda döviz alım nedenleri ve kaynakları, arz kaynakları, bazı ortak ülkelerin para birimlerinin devalüasyonuna ilişkin psikolojik faktörler Merkez Bankası tarafından faal olarak izlendi. Bu temelde, döviz piyasasında istikrarın korunması ve manatın döviz kurunda herhangi bir dalgalanma olmamasının bir sonucu olarak uygun düzenleyici önlemler alındı.

Azerbaycan ekonomisinin mevcut özellikleri göz önüne alındığında, manat döviz kurunun istikrarı makroekonomik önemini bir kez daha teyit etmektedir. İstikrarlı bir döviz kuru, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin yönetilmesinde, nüfusun ve reel sektör varlıklarının değerinin korunmasında ve bankacılık sektörünün finansal istikrarında önemli bir faktördür. Aynı zamanda makroekonomik istikrarın daha da güçlendirilmesine yönelik yapısal politikalar ve ekonomi politikalarının koordinasyonu döviz kurunun istikrarında önemli rol oynamaktadır.

Bankacılık sisteminin dış ve iç şoklara karşı dayanıklılığı artırılmış, finansal istikrar korunmuş, finansal kaynakların etkin seferberliği ve dağılımı sağlanmıştır. Bankacılık sisteminde risklerin birikmesini önlemek için gerekli tedbirler alınmıştır. Bankaların aktifleştirilmesine devam edilmiş ve kilit risklerin yönetilmesine yönelik ihtiyatlı bir kontrol çerçevesi uygulanmıştır.

Bankacılık sektöründeki temel eğilimlerin teşhisine dayalı olarak, sistemli olarak önemli risklerin önüne geçilmiştir. Konjonktür karşıtı yönetim ve erken uyarı sistemleri güçlendirildi.

Sektör varlıklarının kalitesini korumak ve kredi risklerini düzenlemek amacıyla portföy yapısının yeniden dengelenmesine yönelik çeşitli vektör varış önlemleri alınmış ve makroihtiyati kontrol çerçevesi sıkılaştırılmıştır (Atakişiyev ve diğ., 2019).

Azerbaycan Cumhuriyeti'nin mali sistemi, devletin görev ve sorumluluklarını yerine getirmek ve büyük ölçekli bir yeniden üretim süreci sağlamak için bir nakit fonun

oluşturulması, dağıtımı ve kullanımı ile bağlantılı olarak ortaya çıkan bir dizi finansal ilişkidir. Azerbaycan Cumhuriyeti devlet maliyesi devlet bütçesi, bütçe dışı fonlar, devlet kredileri, sigorta fonları ve borsa ile çeşitli mülkiyet biçimlerinin işletmelerinin finansmanından oluşur.

Gayri safi yurtiçi hasılanın, gayri safi milli hasılanın ve gayri safi milli gelirin yeniden dağıtımında kamu maliyesi hakim bir paya sahiptir. Finansal sistemdeki diğer bağlantıların aksine, kamu maliyesinin temel amacı sosyo-ekonomik sistemde düzenleyici ve teşvik edici politikaların uygulanmasıdır. Devlet bütçesi- ulusal ihtiyaçların hızlandırılması, bilimsel ve teknolojik ilerleme ve üretimin genişlemesi, ekonominin bölgesel ve sektörel yapısında ilerlemenin sağlanması, rezerv fonların oluşturulması, bilim, eğitim, sağlık, sosyal güvenlik ve sosyal koruma ihtiyaçlarının karşılanması, devlet ülkenin idari ve idari organlarının yanı sıra ülkenin savunma güçlerinin bakımı için bir fondur.

Devlet bütçesi: bütçede vergi yoluyla toplanan fonların bütçe harcamaları yoluyla dağıtılması; devletin ekonominin düzenlenmesi ve onaylanması, vergiler ve bütçe harcamalarıyla devletin ekonomi üzerindeki etkisi; sosyal alanın mali temini ve devletin sosyal politikasının uygulanması; merkezi para fonlarının oluşturulması ve kullanımı üzerinde mali kontrol işlevlerini yerine getirir (Г. Илгѣрѣакова., 2007, s.31).

Azerbaycan Cumhuriyeti'nin bütçe sistemi ile ilgili mevzuatı- Azerbaycan Cumhuriyeti Anayasası, Azerbaycan Cumhuriyeti Kanunu “Bütçe Sistemi Hakkında”, her bütçe yılı için kabul edilen Devlet Bütçesi Kanunu, diğer yasalar ve normatif yasal düzenlemeler ile uluslararası sözleşmelerden oluşur. Ülkenin bütçe sistemi Azerbaycan Cumhuriyeti devlet bütçesi, Nahçıvan Özerk Cumhuriyeti bütçesi ve yerel bütçelerden oluşmaktadır. Bütçe sistemi, içerdiği tüm bütçelerin birliği ve bağımsızlığı ilkesine dayanmaktadır.

Bütçe sınıflandırması, bütçe gelirlerinin sınıflandırılması, bütçe harcamalarının fonksiyonel, ekonomik, organizasyonel ve diğer ilkelere göre sınıflandırılmasıdır. Bütçe sınıflandırmasının gelirler, fonksiyonel, ekonomik, örgütsel vd. Devlet bütçesinin

gelirleri - yasalar tarafından öngörülen şekilde devlet vergileri, hibeler ve diğer gelirlerin toplamından oluşur. Bütçe gelirlerinin sınıflandırılması 4 kategoriden oluşur: vergi gelirleri, sosyal katkılar, hibeler ve diğer gelirler. Devlet bütçe gelirlerinin tahsil edilmesi, Vergi Kanunu ve Azərbaycan Cumhuriyeti'nin diğer yasal düzenlemelerine uygun olarak gerçekleştirilir. Gelir miktarının üst sınırı, devlet bütçesinin yasal göstergeleri ile sınırlı değildir. Mevzuatta öngörülen tutarın üzerinde bütçeden ödenen vergi, resim, diğer ödeme ve makbuzların iadesi, devlet bütçe gelirlerinin azaltılması ile ilgilidir. Devlet bütçe harcamaları, mevcut harcamaları, sermaye harcamalarını ve kredilerini, faiz hizmet maliyetlerini ve projelere katılımı içerir.

Cari harcamalar arasında maaşlar, ücretler, emekli maaşları ve diğer sosyal yardımlar ile ödemeler, mal ve diğer hizmetlere yapılan harcamalar, faiz ödemeleri, hibeler, sübvansiyonlar ve cari transferler bulunmaktadır. Sermaye harcamaları, sabit kıymetlerin iktisadi, sermaye yatırımları ve hisse alımlarını içerir. Bütçe harcamaları cari, yatırım, inovasyon ve onaylanan bütçe tahsislerindeki diğer alanları ilgili bütçe sınıflandırmasına göre finanse etmeye yöneliktir. Azərbaycan Cumhuriyeti devlet bütçesi ve Nahçıvan Özerk Cumhuriyeti bütçesi sırasıyla Azərbaycan Cumhuriyeti Milli Meclisi ve Nahçıvan AR Yüksek Kurulu tarafından yasa ile onaylanmış ve yerel bütçeler yerel belediyeler tarafından kararlar halinde onaylanmıştır (Azərbaycan Respublikasında rəqabətin qorunması və təbii inhisarların tənzimlənməsi. Qanunlar, Normativ sənədlər, analitik materiallar, 2000.).

Devlet bütçe açığının miktarı, bir sonraki bütçe yılı için devlet bütçesine ilişkin yasa ile belirlenir. Bütçe açığı kamu borcu, kredi ve diğer kaynaklardan finanse edilmektedir. Ülkenin sosyal ve ekonomik kalkınma programlarını finanse etmek için bütçe dışı devlet fonlarından tahsis edilen fonlar, devlet yatırım programına ve devlet bütçe harcamalarına dahil edilir. Yatırım programı kapsamında bütçe dışı devlet fonlarından tahsis edilen fonların kullanımına ilişkin finansal işlemler devlet hazinesi aracılığıyla gerçekleştirilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AZERBAYCAN'DA FİNANSAL GELİŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. Ekonometrik Analiz

Bu tezin amacı, Azerbaycan için hem kısa hem de uzun vadede finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmaktır. Bu amaçla zaman serisi analizi gerçekleştirilmiştir. Bu analiz için öncelikle zaman serisi veri setinde yer alan değişkenlerin durağanlığı sınanmıştır. Bir başka deyişle serilerin birim köke sahip olup olmadığı incelenmiştir. Bu nedenle ilk olarak ADF Birim Kök testi uygulanmıştır. Modelde durağan olmayan değişkenlerin varlığı durumunda eşbütünleşme analizi yapılmaktadır. Eşbütünleşme analizi değişkenlerin uzun dönemli bir ilişkiye sahip olup olmadığını belirlememizi sağlamaktadır.

3.1.1. Birim Kök Testi

Gujarati ve Porter (2018), zaman serisi yöntemi uygulanmadan önce çalışmada kullanılacak değişkenlerin durağan olup olmadığının ortaya konulması gerektiğini belirtmektedir. Durağan zaman serilerinde şoklar geçici hale gelmekte ve seriler uzun dönem ortalama değerlerine döndüğü için, etkileri zamanla ortadan kalkmaktadır. Seriler durağan olmayan bir şekilde analiz edilirse, zaman serileri kalıcı bileşenler içerir. Böylelikle, durağan olmayan değişkenlerin ortalamaları ve varyansları zamana bağlı olarak değişecektir. Değişkenler durağan değilse Sıradan En Küçük Karelerin (OLS) kullanılması güvenilir sonuçlar sağlamamaktadır. Ayrıca, sonuçlar anlamlı görünse bile, R^2 ve t-oranlarının yüksek değerleri, trendli göstergelerle modelleme veya durağanlığı gözötmeksizin yürütülen tahminler, eğilimli sonuçlara yol açabilmektedir.

Çalışmada değişkenlerin durağan olup olmadığını incelemek için Augmented Dickey Fuller (ADF) 1979 Birim Kök Testi ele alınmıştır. Hesaplanan t-değeri, MacKinnon kritik değerleri ile karşılaştırılmalıdır. Hesaplanan t değeri kritik değerlerden

büyükse temel hipotez “ H_0 : Birim kök vardır” reddedilir ve alternatif hipotez “ H_1 : Birim kök yoktur” kabul edilerek değişkenin bu seviyede durağan olduğu sonucuna ulaşılır.

3.1.2. Eşbütünleşme Analizi

Analize dahi olan değişkenler durağan olmadığında, onları durağanlık mertebesinde tümleşik hale getirmek için fark alma işlemi uygulanabilir. Aynı mertebeden iki değişken entegre edilmişse ve bunlar durağan değilse, bu iki değişkenin doğrusal birleşimi durağan olabilir ve buna eşbütünleşme adı verilir (Damodar 2004).

3.1.2.1. Johansen Eşbütünleşme Testi

Değişkenler aynı mertebeden bütünleşikse, seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin belirlenmesi için Johansen Eş Bütünleşme Analizi uygulanabilir. Johansen (1988) çalışmasında, ilişkileri tahmin ederek kaç tane eşbütünleşme vektörü olduğunu belirlemek için bir yöntem önerilmiştir. Bu inceleme, Dickey-Fuller testinin çok değişkenli bir genellemesidir. Johansen testinde değişkenler düzeyde durağan olmamalıdır, ancak bunları birinci farklara dönüştürdüğümüzde durağan olacaktır.

Johansen'in test prosedüründe iki test istatistiği vardır. Birincisi iz istatistikleri, ikincisi ise maksimum öz değer istatistiği olarak bilinir. İz istatistiği sıfır hipotezini test eder: “m eşbütünleşme ilişkileri” alternatifine karşı “en fazla r eşbütünleşme ilişkisi vardır” (seriler durağandır), $r = 0, 1 \dots m - 1$. maksimum öz değer istatistiği, sıfır hipotezini test eder: “r eşbütünleşme ilişkisi vardır”.

Johansen (1991) çalışmasında geliştirilen eşbütünleşme yöntemi, serilerdeki sabit olmayan seviyeler ve farklılıklardan oluşan VAR teorisine dayanmaktadır. Aşağıda gösterilen denklem, Johansen'in ortak entegrasyon analizini göstermektedir. Denklem, VAR çerçevesinin boyutlarını kullanır:

$$X_t = A_1 + \dots \quad (3.1)$$

$$X_t = A_1 X_{t-1} + \dots + A_K X_{t-p} + \phi D_t + \varepsilon_t, \quad t = 1, \dots, T \quad (3.2)$$

Yukarıda gösterilen denklemde ε_t , yaygın olarak beyaz gürültü olarak bilinen hata terimini ifade eder. Bu terimin varyansı sıfır olduğu kadar sabittir. D_t , sabit terimler olan yerleşik vektörlerin değişkenini, kukla yapıdaki değişkenlerin yanı sıra doğrusal eğilimleri ifade eder), A_t sabit vektörleri temsil eder ve $X_0, \dots, X_{t-p}$, bir olarak bilinen entegre düzenden kaynaklanan vektörler. Bazı cebirsel işlemler gerçekleştirildikten sonra denklem aşağıda gösterildiği gibi ifade edilebilir:

$$\Delta X_t = \Pi X_{t-1} + \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-p+1} + \phi D_t + \varepsilon_t, \quad t = 1, \dots, T \quad (3.3)$$

Denkleminde yer alan Γ ve Π terimleri aşağıda gösterilmiştir:

$$\Pi = \sum_{t=1}^p A_t - I_p \text{ and } \Gamma_i = \sum_{j=i+1}^p A_j \quad (3.4)$$

Eşbütünleşik vektörlerin sayısı denklem (3.4)'deki Π katsayısına eşittir. Sabit matris I , X_t vektöründeki ilk sapmanın gecikmelerini temsil eden vektörlerle ilgilidir. Johansen tarafından geliştirilen eş-bütünleşme modeli, Π sabit matrisinin sırasını bulmak için bir çalışma yeteneğine bağlıdır. Eğer matris Π rank sıfır ($r = 0$) ise bu, X_t vektörünü oluşturan değişkenlerin eşbütünleşik olmadığını gösterir. Uzun vadede, bir değerlendirmede kullanılan veri kümelerinin birbirlerinden uzaklaşmamları için kayması beklenir.

3.1.2.2. Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM)

Belirli bir veri serisinde eşbütünleşme olup olmadığının belirlenmesinde Johansen tarafından formüle edilen Eşbütünleşme Yöntemi kullanılacaktır. Engle ve Granger (1987), iki veya daha fazla sabit olmayan veri setinin lineer agregasyonunun sabitlenebileceğini belirtmişlerdir. Eğer sabit lineer birimler varsa, o zaman hareket eden bir zaman serisinin eş-bütünleşik olduğu söylenir. Doğrusal sabit kümelerin kombinasyonu, eş-bütünleşik denklem olarak bilinir ve göstergeler arasında uzun vadeli dengeli bir nedensellik olarak anlaşılabilir. Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM), sınırlı bir vektör otomatik regresyon yöntemidir. VECM, kısa dönem dinamiklerine izin vermenin yanı sıra, endojen serilerin uzun dönem davranışlarını uzun dönem ilişkilerine

yakınsaması için kısıtlar. Bu modelde, serinin kısa dönem dinamikleri, uzun dönemden sapmalardan etkilenir. Vektör Hata Düzeltme Modeli, y ve x arasındaki ilişkideki kısa dönem dinamiklerini incelememize yardımcı olur (Engle ve Granger 1987). VECM yönteminde uzun dönem nedensellik ve kısa dönem nedensellik olmak üzere iki konu vardır.

3.2 Veri Seti

Bu araştırmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmak için 1996:Q1:2017Q3 dönemi için Azerbaycan'dan üçer aylık veriler kullanılmıştır. Reel gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) büyüme oranı, ekonomik büyümenin bir ölçüsü olarak kullanılmakta ve finansal gelişme literatürde de finansal gelişmişlik düzeylerini değerlendirmek için yaygın olarak kullanılan dört farklı değişken kullanılarak ölçülmektedir.

Finansal gelişmeyi ölçmek için bir değişken olarak kullanılan ilk gösterge, geniş tanımlı para arzının GSYİH'ye oranıdır (M2). İkinci gösterge, piyasa kapitalizasyonunun toplam büyüklüğü ile ilgili olan piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'ye (MCAP) oranıdır. Finansal gelişmeyi ölçmek için kullanılan üçüncü gösterge, merkez bankası varlıklarının GSYİH'ya oranıdır.. Finansal gelişmeyi ölçmek için kullanılan son gösterge ise bankalardaki kredilerin GSYH'ye oranıdır (CRP).

Table 1 Değişken Özetleri

Değişken	Modeldeki İsmi	Değişkenin Modeldeki Yeri	Kaynak
Reel GSYİH'deki Büyüme	Y	Bağımlı değişken – iktisadi büyümenin temel göstergesi	Azerbaycan İstatistik Kurumu
M2 Para Arzının GSYİH'e Oranı	M2	Bağımsız değişken- finansal büyüklüğün önemli bir göstergesi	Azerbaycan Merkez Bankası
Piyasa Kapitalizasyonunun	MCAP	Bağımsız değişken - Tüm tedavüldeki hisselerin toplam piyasa değeri olarak tanımlanır. Finansal	Azerbaycan Merkez

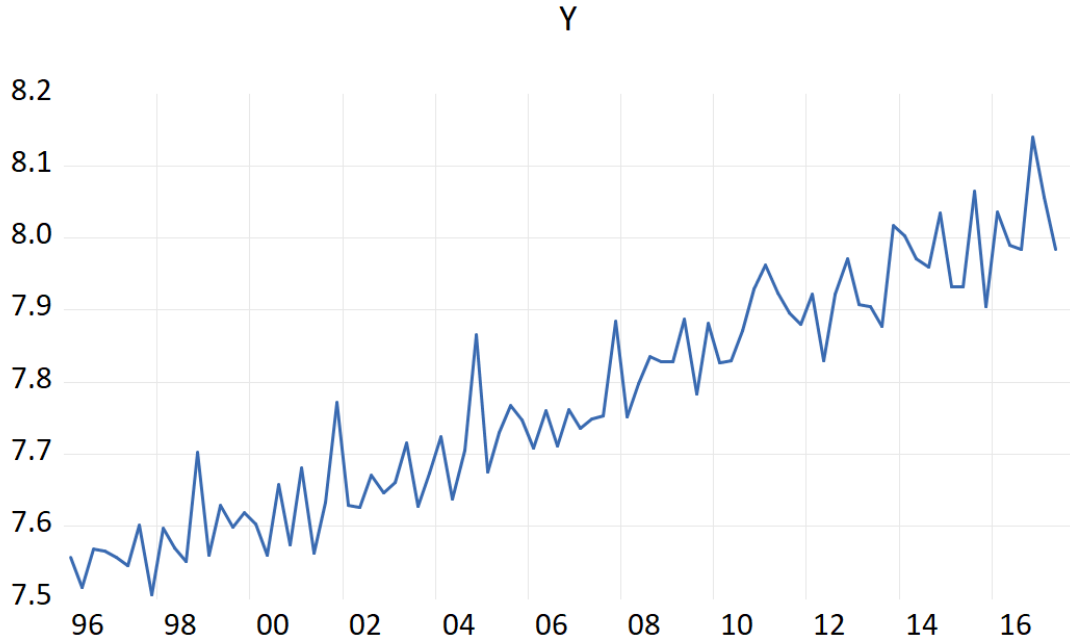
GSYİH'e Oranı		gelişmenin önemli bir ölçütüdür.	Bankası
Yabancı Para Varlıkları Ve Altın Rezervleri GSYİH'e Oranı	CBA	Bağımsız değişken - Merkez bankasının brüt döviz ve altın rezervlerinin toplamıdır.	Azerbaycan Merkez Bankası
Kredi Hacmi GSYİH'e Oranı	CRP	Bağımsız değişken – ülkede yerleşik olan toplam bireysel ve ticari kredilerin toplamıdır. Finansal genişlemenin önemli bir ölçütüdür.	Azerbaycan Merkez Bankası

3.3. Ekonometrik Sonuçlar

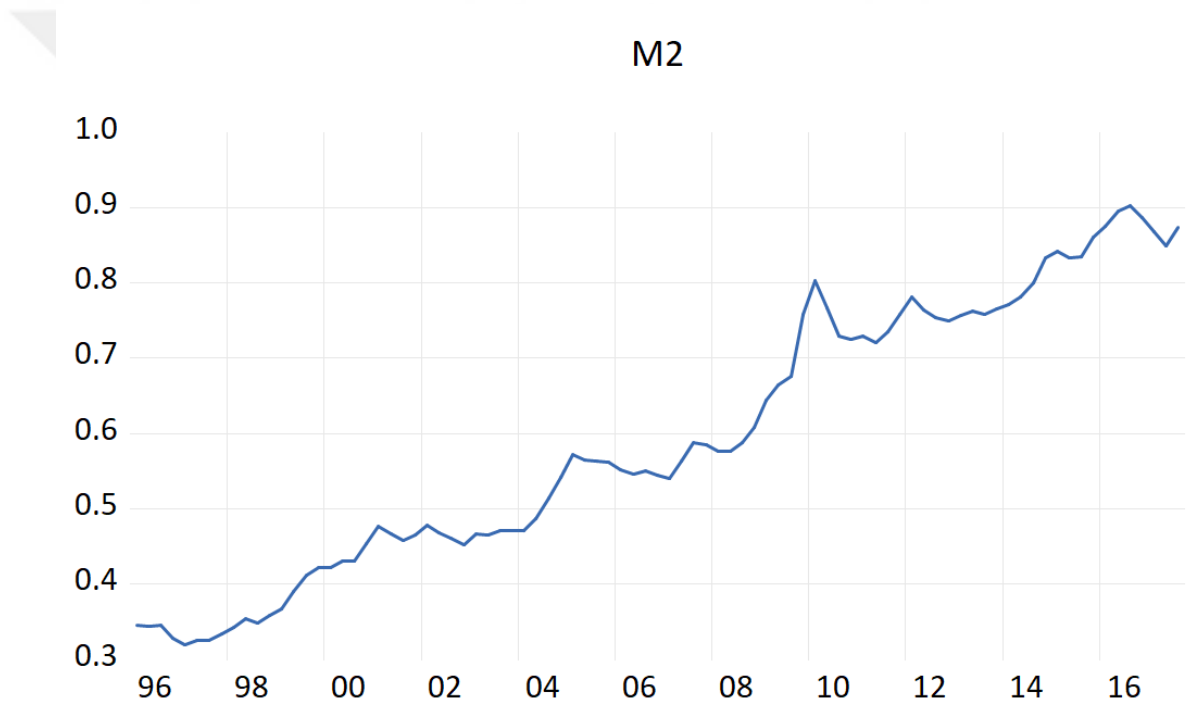
3.3.1. Birim Kök Analizi

Eşbütünleşme ve VECM testleri uygulanmadan önce her bir değişkenin birim köke sahip olup olmadığı araştırılmalıdır. Değişkenlere öncelikle grafik analizi yapılmış olup, sahip oldukları deterministik bileşenler dikkate alınarak ardından Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Testi uygulanmıştır.

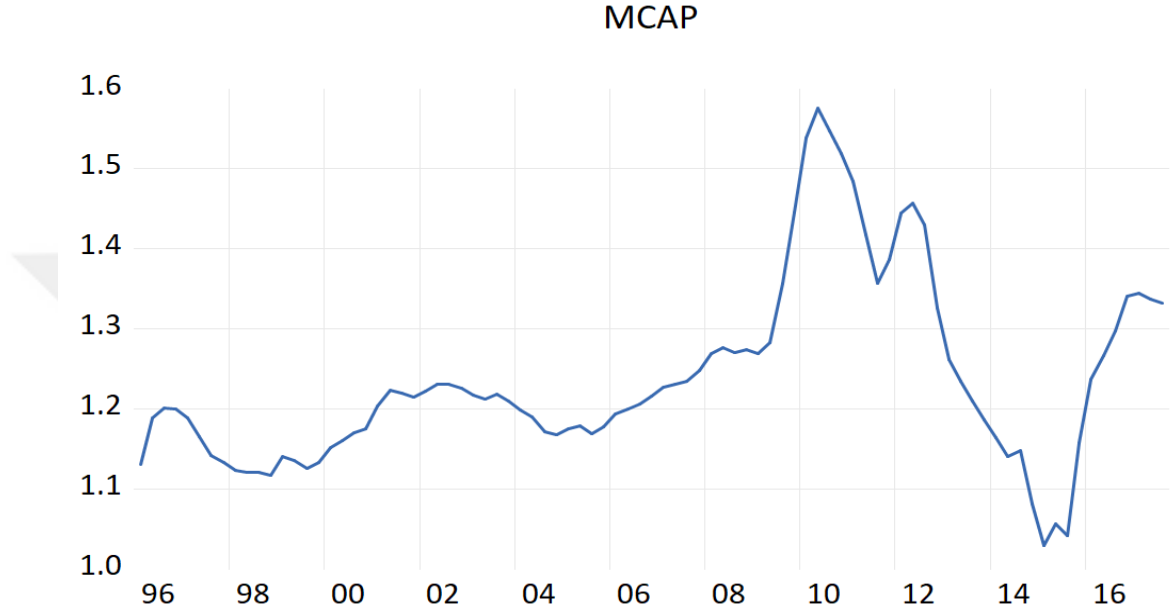
Grafik 1: Değişken Y Grafik Analizi



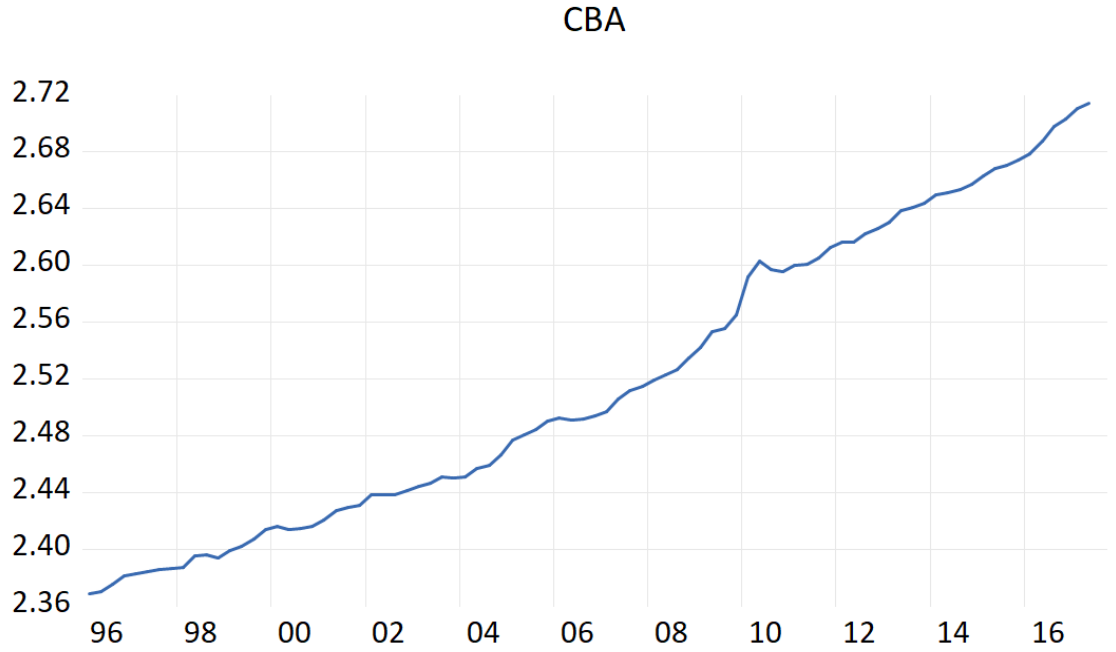
Grafik 2: Değişken M2 Grafik Analizi



Grafik 3 : Değişken MCAP Grafik Analizi



Geafik 4: Değişken CBA Grafik Analizi



Grafik 5: Değişken CRP Grafik Analizi

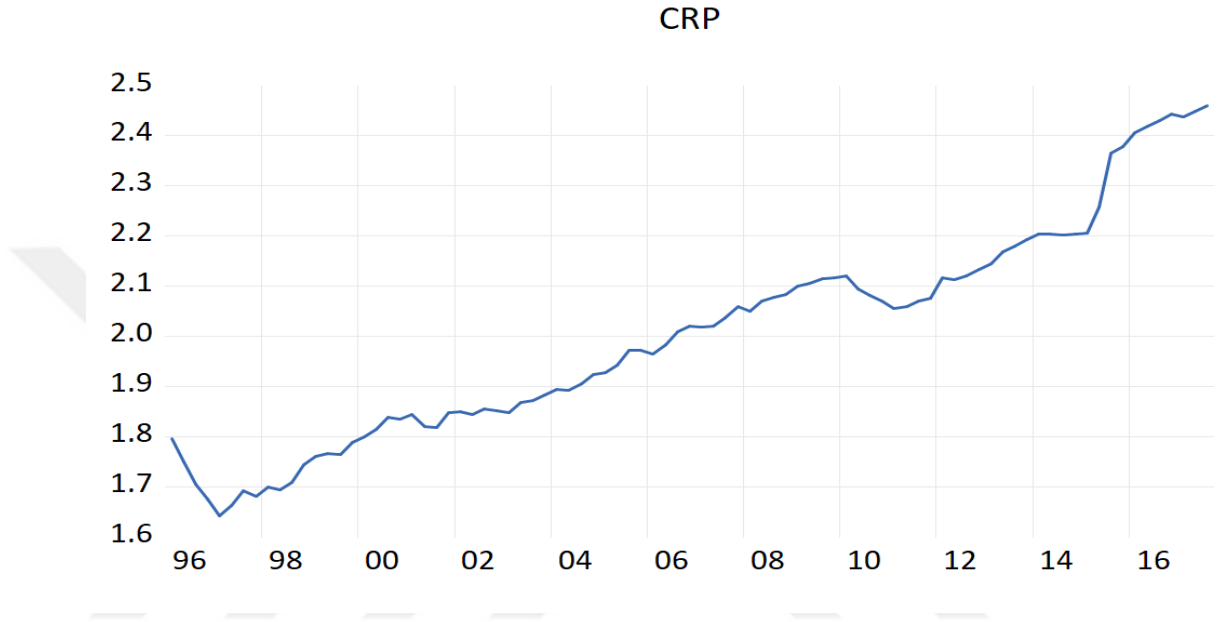


Table 2: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken		Test İstatistiği	Bulgu
Y	Düzey Değeri	-4.82 (0.0009)	Durağan
	Birinci Fark	-6.68 (0.0000)	Durağan
M2	Düzey Değeri	-3.49 (0.0460)	Durağan
	Birinci Fark	-7.37 (0.0000)	Durağan
MCAP	Düzey Değeri	-3.00 (0.1377)	Birim Kök

	Birinci Fark	-4.90 (0.0007)	Durağan
CBA	Düzey Değeri	-1.78 (0.7067)	Birim Kök
	Birinci Fark	-5.53 (0.001)	Durağan
CRP	Düzey Değeri	-2.39 (0.3813)	Birim Kök
	Birinci Fark	-6.73 (0.0000)	Durağan

Bağımlı değişken olan GSYİH'deki büyüme oranı düzey değerlerinde durağandır. Bağımsız değişkenlerin çoğu birinci farkı alındıktan durağan hale gelmektedir. Dolayısıyla ADF test sonuçları Johansen Eşbütünleşme Analizinin yapılabileceğini göstermektedir.

3.3.2. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Johansen Eş Bütünleşme Testlerinden elde edilen bulgular Tablo 3'te özetlenmiştir.

Table 3: Johansen Eş Bütünleşme Analizi Bulguları

Temel Hipotez H_0	Alternatif Hipotez H_1	λ_{trace} değeri	0.05 kritik değeri	Olasılık değeri
$r=0$	$r>0$	89.64	79.34	0.0068
$r\leq 1$	$r>1$	43.92	55.25	0.3336
$r\leq 2$	$r>2$	22.77	35.01	0.5241
$r\leq 3$	$r>3$	7.72	18.40	0.7116

$r \leq 4$	$r > 4$	0.20	3.84	0.6519
------------	---------	------	------	--------

Temel Hipotez	Alternatif Hipotez	$\lambda_{\max}$ değeri	0.05 kritik değeri	Olasılık değeri
H_0	H_1			
$r=0$	$r>0$	45.72	37.16	0.0042
$r \leq 1$	$r > 1$	21.15	30.82	0.4604
$r \leq 2$	$r > 2$	15.04	24.25	0.4934
$r \leq 3$	$r > 3$	7.51	17.17	0.6565
$r \leq 4$	$r > 4$	0.20	3.84	0.6519

Not: Tabloda r, eşbütünleşme sayısını ifade etmektedir.

Johansen Eşbütünleşme testlerinden elde edilen bulgular, “eşbütünleşme ilişkisi yoktur” olarak ifade edilen temel hipotezin reddedildiğini ve en az bir eşbütünleşik ilişkinin olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğu sonucuna varılabilir. Bir sonraki aşama, bu ilişkinin yönünü belirlemek ve kısa ve uzun dönem nedenselliklerini belirlemek için VECM kullanılmıştır.

3.3.3. VECM Testi Sonuçları

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında hem kısa hem de uzun dönemde ne tür bir ilişkinin olduğunu ortaya koymada Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılmış ve bulgular Tablo 4'te özetlenmiş, tüm sonuçlar ekte sunulmuştur.

Table 4: VECM Testinin Bulguları

Uzun Dönem			Kısa Dönem	
Değişkenlerin Nedensellik Yönü	Katsayı	Olasılık	Olasılık	Yorum
$M2 \rightarrow Y$	-0.4472313	0.000	0.2579	Nedensellik yoktur
$MCAP \rightarrow Y$	-0.499564	0.000	0.0007	Nedensellik vardır
$CBA \rightarrow Y$	-0.4792018	0.000	0.0693	Nedensellik vardır
$CRP \rightarrow Y$	-0.4750946	0.000	0.0010	Nedensellik vardır
$Y \rightarrow M2$	0.0003492	0.365	0.7450	Nedensellik yoktur
$Y \rightarrow MCAP$	-0.002938	0.520	0.7829	Nedensellik yoktur
$Y \rightarrow CBA$	-0.0003475	0.894	0.8993	Nedensellik yoktur
$Y \rightarrow CRP$	0.072026	0.307	0.3690	Nedensellik yoktur

Tablodan, M2 para arzından ekonomik büyümeye uzanan uzun vadeli bir nedenselliğin olduğu açıkça görülürken, istatistiksel olarak anlamlı bir kısa vadeli nedensellik bulunamamıştır. Ekonomik büyümeden M2'ye uzanan nedensellik araştırıldığında, bulgular istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir kanıt sağlamamaktadır.

Finansal gelişme ölçüsü olarak piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'ye (MCAP) göre, sonuçlar hem kısa hem de uzun vadede MCAP'den ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, sonuçlar hem kısa vadede hem de uzun vadede ekonomik büyümeden MCAP'a doğru istatistiksel olarak anlamlı bir nedensellik sağlamamaktadır.

Merkez bankası varlıklarının GSYİH'ye oranı (CBA) finansal gelişmeyi ölçmek için bir değişken olarak kullanıldığında, sonuçlar hem uzun hem de kısa vadede CBA'dan ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olduğunu göstermektedir. Ancak ne uzun ne de kısa vadede ekonomik büyümeden CBA'ya doğru istatistiksel olarak anlamlı bir nedensellik tespit edilememiştir.

Finansal gelişmeyi ölçmek için bankalardaki mevduatın GSYİH'ya oranı (CRP) için, sonuçlar CRP'ten ekonomik büyümeye hem uzun hem de kısa vadede bir nedensellik olduğunu göstermektedir. Uzun veya kısa vadede ekonomik büyümeden CRP'ye doğru önemli bir nedensellik bulunmamıştır.

Tablo 4'de verilen ve yukarıda açıklanan VECM testlerinden elde edilen bu nedensel ilişkiler Tablo 5'de kısaca özetlenmiştir.

Table 5: Kısa Dönem Nedensel İlişki

	Kısa Dönem Nedensellik	Uzun Dönem Nedensellik
M2'den Y'e Doğru	İlişki Yok	İlişki Var
Y'den M2'ye Doğru	İlişki Yok	İlişki Yok
MCAP'dan Y'e Doğru	İlişki Var	İlişki Var
Y'den MCAP'a Doğru	İlişki Yok	İlişki Yok
CBA'dan Y'e Doğru	İlişki Var	İlişki Var
Y'dan CBA'ya Doğru	İlişki Yok	İlişki Yok
CRP'ten Y'e Doğru	İlişki Var	İlişki Var
Y'den CRP'e Doğru	İlişki Yok	İlişki Yok

VECM test sonuçlarının GSYİH'ye geniş para arzı (M2) dışında hem kısa hem de uzun vadede finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi

gösterdiği Tablo 5'den kolayca görülebilir. Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye kısa vadede istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir nedensellik sağlamaktan yoksundur. Öte yandan, test sonuçları ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru hem uzun hem de kısa vadede istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki ortaya koymamaktadır.

Bu bulgular, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensel ilişkinin, bahsedilen dönem için Azerbaycan için temel olarak finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru gittiğini göstermektedir ve bu da Arz Yönlü Hipotezi destekler niteliktedir.

SONUÇ

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için her zaman popüler bir araştırma alanı olan ekonomik büyüme kavramı, aynı zamanda politika yapıcılar için de her zaman en önemli sosyoekonomik konu olmuştur. Dolayısıyla ekonomik büyümenin nedenlerinin araştırılması planlayıcılar ve politika yapıcılar için hayati önem taşımaktadır. Ekonomik büyümenin temel itici güçlerinden bir tanesi olarak finansal gelişme kabul edilmiştir. Gelişmiş bir finansal sisteme sahip bir ülkenin, işlemlerin maliyetini düşürerek ve finansal kurumlara erişim sağlayarak, tasarruf kaynaklarını etkin bir şekilde tahsis edebileceği literatürde sıklıkla dile getirilmiştir. Aynı zamanda finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki uzun vadeli bir ilişkinin varlığı, verimli kaynak tahsisi ve yenilikçi faaliyetlerin finansmanı yoluyla finansal yapının ekonomik büyümeyi destekleyebileceği ve artırabileceği bir çok kaynakta yer almaktadır.

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi özellikle kalkınma literatüründe, geniş çapta çeşitli yöntemlerle ele alınmıştır. Buna karşın, söz konusu kavramlar arasındaki ilişkiye ilişkin ampirik sonuçlar net değildir. Sonuçlardaki farklılıklar kısmen ülke örneklemelerindeki farklılıklar ile kısmen araştırma dönemleri ve kullanılan ekonometrik yöntemlerdeki farklılıklarla açıklanmaktadır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında olumlu ya da olumsuz bir ilişki olduğu yönündeki güçlü görüşün yanı sıra, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde bir etkisinin olmadığını öne süren az sayıda çalışma da bulunmaktadır. Bu çalışmalar, finansal gelişme ve ekonomik büyümenin birbiriyle ilişkili olmadığı söylemekte ve bunların birbirinden bağımsız iki farklı olgu olduğu görüşünü desteklemektedir. Sonuçların farklılığından dolayı finansal gelişme özünde çok boyutlu bir olgu olarak kabul edilmektedir.

Arz Öncüllü Hipotezi, finansal kurumların ekonomik verimliliği teşvik edebileceğini, likidite yaratabileceğini, tasarrufları harekete geçirebileceğini, sermaye birikimini teşvik edebileceğini ve geleneksel sektörlerden ekonomik büyümeyi teşvik eden diğerlerine kaynak tahsis edebileceğini ve dolayısıyla finansal gelişmenin ekonomik büyümeye yol

açabileceğini savunuyor. Aksine, Talep Takipli Hipotezi, ekonomik büyümenin sunulan hizmetlerin kalitesine ve değişkenliğine olan talebi artırarak finansal gelişmeye yol açtığını savunmaktadır. Öte yandan, Çift Yönlü Nedensellik Hipotezi'nin savunucuları, finansal gelişmenin kademeli olarak ekonomik büyümeyi teşvik etmesi, dolayısıyla geri bildirimle neden olması ve daha fazla finansal gelişmeyi teşvik etmesi nedeniyle karşılıklı bir etkileşimi desteklemektedir.

Ampirik tarafta ise elde edilen çelişkili sonuçlar nedeniyle henüz bir fikir birliğine varılamamıştır. Muhtemelen bu çelişkili sonuçların ana nedenlerinden biri, bu ilişkinin dinamik doğası, bu nedenselliği etkileyebilecek ülkeye özgü özelliklerin değişkenliği ve finansal gelişmeyi ölçmek için en iyi göstergelerin hangileri olduğunu seçmenin zorluğu ile ilgili problemlerde yatmaktadır. Ekonomik büyümeyi ölçmek için göstergenin/göstergelerin seçimi, GSYİH temelli ölçümlerin ekonomik büyümenin etkin bir göstergesi olarak yaygın olarak kabul edilmesinden dolayı fazla karmaşıklık taşımasa da, finansal gelişmeyi ölçmek için kolayca tanımlanmış ve hazır gösterge(ler) yoktur. Finansal sistemlerin çok boyutlu yapısı, finansal gelişmeyi ölçmek için çeşitli göstergelerin kullanılması ihtiyacını gündeme getirmektedir. Finansal gelişmenin finansal derinlik, erişim, verimlilik ve istikrar olmak üzere dört boyutta ölçülebileceği genel olarak kabul edilse de finansal gelişmeyi ölçmek için hangi göstergenin/göstergelerin en uygun değişkeni sağlayacağı henüz cevaplanmamış bir soru olarak kalmaktadır. Bu nedenle, büyük resmi anlamak için birçok ampirik çalışmaya ihtiyaç vardır.

Bu çalışmada, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde etkisinin nedenselliğine dair bir ampirik kanıt sunmak amacıyla Azerbaycan örneği için analiz edilmektedir. Hipotezlerin geçerliliğini test etmek için, 1996:Q1:2017Q2 dönemi için üç aylık veriler kullanılarak Birim Kök Testi, Johansen Eşbütünleşme Testi ve VECM testleri uygulanmıştır. Analiz sırasında ekonomik büyüme reel GSYİH büyüme oranı temsil edilirken, finansal gelişme ise geniş para arzının GSYİH'ye oranı, piyasa kapitalizasyon oranı (tedavüldeki hisse senetlerinin GSYİH'ye oranı), yabancı para

varlıklarının ve altın rezervlerinin GSYİH'ye oranı ve bankaların kredi hacminin GSYİH'ye oranları olmak üzere dört farklı gösterge ile temsil edilmektedir.

Ekonomik modelin hazırlanması sırasında elde edilmiş veri setlerinin durağanlığını ve modele uygun olup olmadığını kontrol etmek için önce ADF birim kök testi uygulanarak olumlu sonuçlar elde edilmiştir. Daha sonra, finansal gelişme göstergelerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla çalışmalar yapılmış, bunun için Johansen Eşbütünleşme Testi uygulanarak hipotezi destekleyen sonuçlar elde edilmiştir. Son olarak, finansal gelişimin ekonomik büyüme üzerinde etkisinin nedenselliğin hem uzun hem de kısa dönemde değerlendirilmesi ve yönünün belirlenmesi için VECM testi uygulanmıştır.

Johansen Eş Entegrasyon testlerinin sonuçları, Azerbaycan'de finansal gelişme ile ekonomik büyümenin tüm göstergeleri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca VECM'den elde edilen bulgular, finansal gelişme göstergelerinin her birinden ekonomik büyümeye doğru uzanan uzun vadeli bir nedenselliğe işaret etmektedir. Bulguların nedensel bir ilişki sağlayamadığı geniş para arzının GSYİH'ya oranı dışında, finansal gelişme göstergelerinin kısa vadede de ekonomik büyümeye öncülük ettiği tespit edilmiştir. Öte yandan, test sonuçları hem uzun hem de kısa vadede ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki sağlamamaktadır. Sonuç olarak Azerbaycan ekonomisinde finansal gelişimin yaşandığı dönemlerde ekonomi gelişmiş, finans piyasalarının durağan olduğu dönemlerde bu durum Azerbaycan ekonomisinin gelişimine negatif etki göstermiştir.

KAYNAKÇA

- Acemoglu, D., Zilibotti, F.: “Was Prometheus unbound by chance? Risk diversification, and growth”. **Journal of Political Economy** **105**, 2007. S 709–775.
- Afşar, A. Finansal Gelişme İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki. **Muhasebe ve Finansman Dergisi** **36**. 2019, s 188-198
- Ağır, H., Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi, (1.baskı), **BDDK kitapları**, Ankara, 2010.
- Ak, M., Z., Altıntaş, N., “Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin nedensellik analizi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, sayı 17(2), 2016, s. 151-160
- Allen, F., Gale, D., “Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing”. **Journal of Political Economy** **105**, 2007, s 523–546
- Aren, S., 100 Soruda Para ve Para Politikası, İstanbul: **Gerçek Yayınevi, Altıncı Baskı**, 2000
- Arrow, K., J. The role of securities in the optimal allocation of risk bearing, **Review.Econ. Stud.** 1964, 2 pp: 91-96
- Aslan, O., Korap, H., Türkiye’de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi. **Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. Güz, (17)**, 2016, s 1-20.

- Atamturk, B., Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyümenin Nedensellik Yönü Üzerine Bir İnceleme (1975-2003). **İstanbul Üniversitesi Maliye Araştırma Konferansları**. 46. 2004, s 100-104
- Athukorala, P., “Interest Rates, Saving and Investment: Evidence from India”. **Oxford Development Studies**; V.26-#2, 1998 pp.153-169
- Atje, R., Boyan, J., “Stock Markets and Development”. **European Economic Review**; V. 37-#2/3, 1993, s. 632-640
- Azərbaycan Respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi, “**Azərbaycan Ülke Bülteni**”, Türk–Azerbaycan İş Konseyi, İstanbul, Bakı. 2016. s 1-33.
- Azərbaycan Respublikasında rəqabətin qorunması və təbii inhisarların tənzimlənməsi, Qanunlar, Normativ sənədlər, analitik materiallar. 2000.
- Başoğlu, U., Ali, C., İlker, P., **Finans Teori Kurum Uygulama**, Ekin Kitabevi, Bursa. 2001.
- Bencivenga, V.R., Smith, B.D., “Some consequences of credit rationing in an endogenous growth model”. **Journal of Economic Dynamics and Control** 17, 1993. s 97–122
- Bencivenga, V.R., Smith, B.D., Starr, R.M., Transactions costs, technological choice, and endogenous growth”. **Journal of Economic Theory** 1995, s 67, 53–77.
- Berthélemy, J., Aristomène, “Thresholds in Financial Development and Economic

- V., Growth". **The Manchester School Supplement**; 1995 s 70-84.
- Betül, M. Financial development and economic growth: The case of Turkey. Ph. D. Thesis, Istanbul University. 2013.
- Bloch, H., Tang, S., "The Role of Financial Development in Economic Growth", **Progress in Development Studies**, Vol. 3, Issue 3, 2003. s. 243–251.
- Bagehot, W., Lombard Street : **A Description of the Money Market**, Henry S King & Co. London. 1873.
- Boyd, J.H., Prescott, E.C. "Financial intermediary-coalitions". **Journal of Economics Theory** 1986, s 38, 211– 232.
- Boyd, J.H., Smith, B.D. "Intermediation and the equilibrium allocation of investment capital: Implications for economic development". **Journal of Monetary Economics** 1992. s 30, 409–432
- Boca, G., N., A. Financial development, institutions and economic growth: An empirical evidence, **Master thesis**, Jonkoping international business school. 2011.
- Canbazoglu, S., Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) Yaklaşımı İle Türkiye İçin Bir Uygulama, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. 2010.
- Cameron, R., "Conclusion". In: Cameron, R., et al. (Eds.), Banking in

- the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History. **Oxford University Press**, New York, 1967. s. 290–321.
- Capasso, S., “Financial Markets, Development and Economic Growth Tales of Informational Asymmetries”, **Journal of Economic Surveys**, Volume 18, Issue 3, 2004, s. 267-292.
- Caporale, G.M., Rault, A.D., “Financial Development and Economic Growth: Evidence from 10 new European Union Members, **International Journal of Finance & Economics**, (1) 2015, s:48-60
- Christopoulos, D.K., Tsionas. E.G., “Financial Development and Economic Growth: Evidence from panel unit root and cointegration test”, **Journal of Development Economics**, (1), 2018 s. 55-74.
- Cihak, M., Kunt, A., D., Feyen, E., Levine, R., Benchmarking financial systems around the World. **The World Bank. Policy Research Working Paper**, 6175. 2012.
- Claessens, S., Laeven, L. “Financial development, property rights, and growth”. **Journal of Finance** 58, 2018, s 241–243
- Çeştepe, H., “Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi”, **Uluslararası Yönetim İşletme ve İktisat Dergisi (ICAFR)**, 16. Özel Sayı32-35. 2016.
- De Melo, J., James, T., “ The Effects of Financial Liberalization on Savings and Investment in Uruguay”. **Economic Development**

and Cultural Change; V.34, 1986, s 561-587

Demetriades, P. O. & Hussain K. A., Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-series evidence from 16 countries, *Journal of Development Economic Growth*, 1996.

Demetriades, P. O., Kul B. L., “Financial Development, Economic Growth and Banking Sector Controls: Evidence from India”. **The Economic Journal**; V.106, 1996, s 359-374.

Demir, Y., Öztürk, Erdoğan. A., “Türkiye’de finansal piyasalar ve ekonomik büyüme ilişkisi” **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İİBF Dergisi** c.13, 2017, s. 438-455.

Demirgüç, K., A., Klapper L., “Measuring Financial Inclusion: the Global Findex Database”, **World Bank Policy Research Working Paper** 6025. 2012.

Demirgüç, K., A., and Levine, R. “Finance, Financial Sector Policies, and Long- Run Growth.” **M. Spence Growth Commission Background Paper 11**, World Bank, Washington DC. 2008.

Demirhan, E., Aydemir, O., İnkaya, A., “The direction of causality between financial development and economic growth: evidence from Turkey”, **International Journal of Management**, sayı 28(1). 2011.

Dinler, Z. İktisat. Bursa: Ekin Kitapevi Yayınları. 2008, s. 174

Diamond, D.W. “Financial intermediation and delegated monitoring”. **Review of Economic Studies** 51, 1984i s 393–414.

- Diamond, D.W., Rajan, R. “Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking”. **Journal of Political Economy** **109**, 2001 , s 289–327.
- Duvan, O. Türkiye’de Finansal Gelişme-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Sermaye Birikimi ve Verimlilik Kanalları, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara. 2011.
- Doğan, H., “Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği” **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, (190), 2019, s 60-71.
- Erim, N. “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2016 s.21-45.
- Ertuğrul A. ve Zaim O., Türk Bankacılığında Etkinlik, **Bilkamat İşletme ve Finans Yayınları**, Yayın no:3, Ankara, 1996,. s.37
- Evin, C.S., Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Nedensellik Analizi, **Yayımlanmamış yüksek lisans tezi**, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir (Türkiye). 2007.
- Gökdeniz, İ., M., Erdoğan, K., “Finansal Piyasaların Ekonomik Büyümeye Etkisi ve Türkiye Örneği (1999-2012)” **Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi**, 2013,0 s.101-117
- Greenwood, J., Jovanovic, B. “Financial development, growth, and the distribution of income”. **Journal of Political Economy** **98**, 1990. s

176-187.

- Greenwood, J., Smith, B. “Financial markets in development, and the development of financial markets”. **Journal of Economic Dynamics and Control** **21**, 1996. s 145–181.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L. “The role of social capital in financial development”. **American Economic Review** **94**, 2004. s 526–556
- Gujarati, D. N., Porter, D. C. “Temel Ekonometri”, Çev. Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen, İstanbul, Literatür Yayıncılık. 2018.
- Gaffeo, E., Garalova, P., “On the finance-growth nexus: additional evidence from Central and Eastern Europe Countries”, **Economic Change Restructing** **47**, 2014. s.89-115
- Galbis,V., “Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: A Theoretical Approach”. **Journal of Development Studies; V.13**. 1977. s 58-72
- Galor, O., Zeira, J. “Income distribution and macroeconomics”. **Review of Economic Studies** **60**, 2013. s 35–52.
- Haas, D.R., “Financial Development and Economic Growth in Transition Economies : A Survey of the Theoretical and Empirical Literature”, **Netherlands Central Bank Research Series, 35** , Netherlands, 2014, s 112-119
- Holmstrom, B., Tirole, J. “Private and public supply of liquidity”. **Journal of Political Economy** **106**, 1998, s 1–40.

- Idris, F., O. Financial development and economic growth: Empirical evidence from Nigeria, **Ph. D. Thesis**, Covenant University, Ota, Ogun State, Nigeria. 2012.
- ILO, Decent work country profile, Azerbaijan, Geneva. 2021.
- Ince, M. "Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth: An Emprical Analysis for Turkey," **Journal of Yasar University**, Vol:23, 3782-3793. 2011
- İsmayılov, C. "Azerbaycan'da ulusal ekonomik kalkınmanın sağlanmasında dış ekonomik faktörlerin rolü". Bakü, UNEC, **Yüksek Lisans Tezi**. 2020.
- Jayaratne, J., Strahan, P., The Finance-Growth Nexus: Evidence From Bank Branch Deregulation **The Quartely Journal of Economics**. 111(3) 2020. s. 639- 670
- Keleş, S.Ş. Azerbaycan Ülke Raporu, İzmir ticaret Odası, İzmir. 2018.
- Keskin, N., Karşıyakalı, B., Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği. **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**. 47. 2010. s (548), 76
- Kandır, S., İskenderoğlu O., Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Araştırılması. **CU Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 16(2). 2017. S 311-326
- Kapur, B. K. "Alternative Stabilization Policies for Less-Developed

Economies”. **Journal of Political Economy**; V. 84-
#4,i, 1976. s. 777-795

Karamelikli, H., Keskingöz, “Finansal gelişme bileşenlerinin ekonomik büyüme
H., üzerindeki etkisi: Türkiye örneği”, **İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi** 6(1), 2017. s. 683-701

Leonardo, D., Financial markets: Education and culture. **Lifelong Learning programme**. 2010.

Liu, Y. Financial development and economic growth: Evidence from China in 1978-2009. **Master Programme in Economic Growth**. Lund University. 2011.

Mutlugün, B., “The relationship between financial development and economic growth for Turkey”, **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi**, sayı 2(1), 2014. s.85-115

Mankiw, N. G., “The Allocation of Credit and Financial Collapse”. **Quarterly Journal of Economics**; V.101-#3, 1986. S .455-470.

Mathieson, D. J., “Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy”. **Journal of Development Economics**; V.7-#3, 198. s. 359-395

Mattesini, F., “Interest Rate Spreads and Endogenous Growth”. **Economic Notes**; V.25-#1, 1996. s. 111-129

Mollaahmetoğlu E. Finansal Derinleşmenin Ekonomik Etkileri: Türkiye’nin Finansal Derinliği ve Panel Veri Analizi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat

Anabilim Dalı, **Yüksek Lisan Tezi**. 2016.

- McKinnon, R.I. Money and Capital in Economic Development. **Brookings Institution**, Washington, DC. 1973.
- Öztürk, N. Gelir Dağılımının İktisadi Analizi, Bursa: Ekin Yayınevi. 2017.
- Öztürk, S., Özyakışır, D., Türkiye’de finansal sistemin yapısı ve tarihsel gelişimi. **Türkiye ekonomisi sektörel yaklaşım kitabı**, V. Bölüm, Editörler: Mehmet Dikkaya, Adem Üzümcü ve Deniz Özyakışır, Ankara: Savaş Yayınevi. 2018.
- Özcan, B., Arı, A., Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ampirik bir analizi: Türkiye örneği”, **Business and Economics Research Journal**, sayı 2(1), 2011 s. 121-142
- Özcan, C.C., ve Adıgüzel, U., Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi: VAR Analizi **Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 15(29), 2015). s 190-215
- Parello, C. A Schumpeterian Growth Model With Equilibrium Unemployment *Metroeconomica*, 61(2), 2010 s.398-426
- Patrick, H. T., “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”. *Economic Development and Cultural Change*; V.14, 1966. s 174-189
- Rahmani, A. Türkiye ekonomisinde yenilenebilir enerji tüketimi ve ekonomik büyüme ilişkisi: bir zaman serisi analizi.

Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. 2019.

Roubini, N., Xavier S. M., “Financial Repression and Economic Growth”. **Journal of Development Economics**; V.39-#1, 1992. s 5-30.

Lisanslama Sınavları Çalışma Kitabı, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş. 2014. s. 4-7

Seven, Ü., “Finansal Gelişmişlik ve Ekonomik Büyüme”, **Gösterge Yaz 2015, Sayı 5**; Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. 2015.

Seabright, P., “Identifying Investment Opportunities for the Poor: Evidence from the Livestock Market in South India”. **The Journal of Development Studies**; V. 28-1, 1991, s.53-73

Shan, J.Z., Morris, A.G., “Financial development and economic growth An egg and chicken problem?”. **Review of International Economics** 9, 2001, s 443–454.

Sirri, E.R., Tufano, P., “The economics of pooling”. In: Crane, D.B., et al. (Eds.), **The Global Financial System: A Functional Approach**. Harvard Business School Press, Boston, MA, 1995, s. 81–128

Smith, A. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. W. Stahan & T. Cadell, London. 1776.

- Stiglitz, J., Weiss, A. “Incentive effects of terminations: Applications to credit and labor markets”. **American Economic Review** 73 (5), 1983, s 912–927
- Suleymanov, E., Aras, O. “Azerbaycan Ekonomisi”, **Bakü, Doğu-Batı Yayınevi**. 2019.
- Sussman, O. A theory of financial development. In: A. Giovannini (ed.). Finance and Development: Issues and Experience, Cambridge University Press. Cambridge, 1993, s 29-60.
- Sağlam, Y., Erataş, F., Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki: Avrupa geçiş ekonomileri örneği. **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 12(1), 2017, s 121-140
- Saatçi, M., Dumrul, Y., (Çevre kirliliği ve ekonomik büyüme ilişkisi: çevresel kuznets eğrisinin türk ekonomisi için yapısal kırılmalı eş-bütünleşme yöntemiyle tahmini **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 37, 2011, s 65- 86
- Solow, A., Robert, M., “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.70, No.1, 1956, s. 65-94
- Soytaş, U., Küçükaya, E., Economic growth and financial development in Turkey: new evidence”, **Applied Economics Letters**, 18, 2011, s.595-600

- Schumpeter, J. A. The theory of economic development, **Harvard University press**, Cambridge. 1911.
- Şerbakova, Q., Bankacılık faaliyetlerinin analizi ve değerlendirilmesi. Moskova - Sankt Petersburg. 2007.
- Şekereliyev, A., “Azerbaycan Ekonomisi: Gerçekler Ve Perspektifler”, Bakü, **Turxan Yayınevi**. 2016.
- Thirlwall, A. "Growth and Development", **6th edition Macmillan Press Ltd**. 1999)
- Turan, B., Life Expectancy and Economic Development: Evidence from Micro Data. University of Houston, 2008.s 2-10
- Uslu, H., Sağlık Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Seçilmiş OECD Ülkeleri İçin Dinamik Panel Veri Analizi. **Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 4(2): 2018, s 99-116
- Van, W. S., “Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy”. **Journal of Development Economics; V.13-#1-2**, 1983. s 45-65
- WEF, **The financial development report "World Economic Forum"**. New York: USA Inc. 2019.
- Wang, Eric C. “A Production Function Approach for Analyzing the Finance Growth Nexus The Evidence From Taiwan”. **Journal of Asian Economics; V. 10**, 1999. s.319-328
- Xu, Z., “Financial development, investment and growth”,

Economic Inquiry 38, 2010. s. 331-344

Yeldan, E.,

The Economics of Growth and Distribution. İstanbul:
Elif Yayınevi Yayınları. 2019.

Yıldız, C, F.,

Finansal piyasalardaki gelişmelerin ekonomik büyüme üzerine etkileri: 1998-2014 Türkiye örneği. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**. 2015.

Yücel, D.,

Finansal Derinleşme ve İktisadi Büyümeye Üzerindeki Etkisi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı, **Yüksek Lisans Tezi**. 2019

ELEKTRONİK KAYNAKÇALAR

http://www.tuik.gov.tr/MicroVeri/Hia_2011/turkce/metaveri/tanim/index.html (erişim tarihi: 06.08.2022)

<https://www.stat.gov.az/source/labour/> (erişim tarihi 01.08.2022)

<https://oxu.az/economy/568223> (erişim tarihi 04.08.2022)

<https://www.oecd.org/countries/azerbaijan/45622824.pdf> (erişim tarihi 12.12.2022)

<https://www.imf.org/en/Countries/AZE#countrydata> (erişim tarihi 15.12.2022)

<https://data.worldbank.org/country/azerbaijan> (erişim tarihi 16.12.2022)