



T.C.

BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

Doktora Tezi

**TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME VE
EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ**

Gülbahar GEDİKOĞLU TAM

185021004

Tez Danışmanı:

Prof. Dr. Özcan KARAHAN

Bandırma 2024

T.C.
BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Doktora Tezi

TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME VE
EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Gülbahar GEDİKOĞLU TAM
185021004

Tez Danışmanı:
Prof. Dr. Özcan KARAHAN

Bandırma 2024

ETİK BEYAN

TÜRKİYE CUMHURİYETİ

BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

Bu belge ile bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (30/12/2024)

Gülbahar GEDİKOĞLU TAM

İmza

ÖZET

TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Gülbahar GEDİKOĞLU TAM

Finansal sistem, son dönemde geçirdiği önemli dönüşüm neticesinde, günümüzde ekonomik göstergeleri etkileyen önemli bir dinamik haline gelmiştir. Öyle ki, finansal liberalizasyon hareketlerinin yaygınlaşması ve bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmeler finansal faaliyetlerin hem daha çabuk ve hem daha ucuz bir şekilde gerçekleşmesini sağlayarak hızla gelişmesine imkân vermiştir. Bu şekilde finansal sistemde yaşanan büyük dönüşümler özellikle ekonomik büyüme süreçleri üzerinde önemli etkiler yaratmaya başlamıştır. Bunun sonucunda finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi analiz etmek önemli bir araştırma konusu haline gelmiştir. Buradan hareketle çalışmamızda Türkiye’de finansal gelişme süreci ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

Türkiye’de fina

nsal gelişmişlik seviyesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki 2003 ile 2023 yılının ilk yarısına ait çeyrek dönemlik veriler üzerinden Vektör Hata Düzeltme Modeline dayalı nedensellik yöntemi ile incelenmiştir. Bu kapsamda finansal gelişmişlik göstergesi olarak, parasal derinleşmenin ölçüldüğü M1 ve M2 para arzı miktarı, bankacılık kesimi kredi hacmi ile borsa devir hızındaki değişimlerin ekonomik büyüme ile ilişkisini ele alan dört farklı model tahmin edilmiştir. Bütün modellerde finansal gelişmişlik göstergelerinden ekonomik büyümeye doğru hem kısa hem de uzun dönemde nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Ekonomik büyümeden finansal gelişmişliğe doğru bir nedensellik ilişkisine ise rastlanamamıştır. Böylece, Türkiye’de finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik elde edilen bulgular “Arz Öncülü Hipotez” ile güçlü bir uyum göstermektedir.

Politika çıkarımı açısından, Türkiye’de yüksek büyüme oranlarına sürekli biçimde ulaşmak için, parasallaşma sürecinin etkin bir şekilde yönlendirilmesi bağlamında M1 ve M2 para arzı miktarlarının yönetimine özel bir önem verilmelidir. Ayrıca, bankacılık kesimi ile hisse senedi piyasasının güçlendirilmesi için politikaların ayrı ayrı tasarlanarak hayata geçirilmesi Türkiye’de sürdürülebilir yüksek büyüme oranlarına ulaşmak için büyük önem taşımaktadır. Böylece, çalışmadan elde edilen bulgular Türkiye’de finansal sisteme yönelik politikaların ekonomik büyümeyi amaçlayan politika tasarımının önemli bir parçası haline gelmesi gerektiğini göstermiştir.

Anahtar Sözcükler: Finansal Gelişmişlik, Ekonomik Büyüme, Türkiye.

ABSTRACT

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH IN TURKEY

Gülbahar GEDİKOĞLU TAM

The financial system has become an important dynamic affecting economic indicators today as a result of the significant transformation it has undergone recently. In fact, the spread of financial liberalization movements and developments in information and communication technologies have enabled financial activities to develop rapidly by enabling them to be carried out both faster and cheaper. In this way, major transformations experienced in the financial system have started to have significant effects especially on economic growth processes. As a result, analyzing the interaction between the financial system and economic growth has become an important research topic. Based on this, the relationship between the financial development process and economic growth in Turkey has been analyzed in our study.

The relationship between the level of financial development and economic growth in Turkey was examined using the causality method based on the Vector Error Correction Model over quarterly data from 2003 to the first half of 2023. In this context, four different models were estimated as financial development indicators, addressing the relationship between the changes in the M1 and M2 money supply, banking sector credit volume and stock market turnover rate, which measure monetary deepening, and economic growth. In all models, a causal relationship was found from financial development indicators to economic growth in both the short and long term. No causal relationship was found from economic growth to financial development. Thus, the findings obtained regarding the relationship between financial development and economic growth in Turkey are in strong agreement with the “Supply Lead Hypothesis”.

In terms of policy implications, in order to achieve high growth rates in Turkey continuously, special importance should be given to the management of M1 and M2 money supply amounts in the context of effectively directing the monetization process. In addition, it is of great importance to design and implement policies separately to strengthen the banking sector and the stock market in order to achieve sustainable high growth rates in Turkey. Thus, the findings obtained from the study show that policies towards the financial system in Turkey should become an important part of the policy design aiming at economic growth.

Keywords: Financial Development, Economic Growth, Turkey

ÖNSÖZ

Öncelikle Tez'im'in her safhasında bilgi ve tecrübesi ile yardımcı olan hocam Prof. Dr. Özcan KARAHAN' a teşekkür etmek isterim.

Bu akademik yolda benimle yürüyen deneyimlerini paylaşan samimiyetiyle başaracağıma inanan arkadaşlarıma da teşekkür ederim.

Doktora sürecim boyunca gerekli izin ve zaman konusunda yardımcı olan idarecilerime ve iş arkadaşlarıma, destekleri için aileme ve zor zamanlarda verdiği güç ve özellikle sabrı için eşim Şaban TAM' a teşekkür ederim.

Gülbahar GEDİKOĞLU TAM

Bandırma 30/12/2024

TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

ETİK BEYAN.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLOLAR.....	viii
ŞEKİLLER.....	ix
KISALTMALAR.....	x
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

(FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE İŞLEVİ)

1.1. Finansal Sistemin Temel Unsurları.....	3
1.1.1.Fon Arz Edenler.....	4
1.1.2.Fon Talep Edenler.....	5
1.1.3.Finansal Aracılar.....	6
1.1.4.Finansal Araçlar.....	7
1.1.5.Düzenleyici Kurumlar.....	9
1.2.Finansal Sistem İçerisindeki Piyasalar ve İşleyişi.....	10
1.2.1.Para Piyasası.....	14
1.2.2.Sermaye Piyasası.....	16
1.2.3.Döviz Piyasası.....	19
1.3.Finansal Sistemin Fonksiyonları.....	22
1.3.1 Risk Yönetimini Kolaylaştırmak.....	28
1.3.2 Finansal Kaynakları Tahsis Etmek	29
1.3.3 Finansal İşlemlerde Kurumsal Kontrol Sağlamak	30
1.3.4 Tasarrufları Mobilize Etmek	31
1.3.5. Mal ve Hizmet Alışverişini Kolaylaştırmak.....	32

İKİNCİ BÖLÜM

(FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE EKONOMİK BÜYÜME)

2.1.Finansal Gelişmişlik Göstergeleri	33
2.1.1. Derinlik Göstergeleri	37
2.1.2. Erişebilirlik Göstergeleri	43
2.1.3. Etkinlik Göstergeleri	46
2.2. Finansal Gelişmişlik ve Ekonomik Büyüme İlişkisi.....	49
2.2.1. Arz Öncüllü Hipotez.....	52
2.2.2. Talep Çekişli Hipotez.....	53
2.2.3. Çift Yönlü Etkileşim Hipotezi.....	55
2.2.4. İlişkisizlik Hipotezi.....	56
2.3.Ampirik Literatür	57
2.3.1. Yabancı Ülkelere Yönelik Literatür.....	57
2.3.2. Türkiye’ye Yönelik Literatür.....	66

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE BÜYÜME İLİŞKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

3.1. Araştırma Modelleri.....	75
3.2. Veri Seti.....	77
3.3. Ekonometrik Analiz Yöntemi.....	79
3.3.1. Birim Kök Testleri.....	79
3.3.1.1. ADF Birim Kök Testi.....	80
3.3.1.2. PP Birim Kök Testi.....	81
3.3.2. Johansen Eşbütünleşme Testi	82
3.3.3. Hata Düzeltme Modeline Dayalı Nedensellik Tahmini.....	83
3.4. Ampirik Bulgular ve Değerlendirme.....	85
3.4.1. Model I: M1 ile Büyüme Nedensellik İlişkisi	87
3.4.2. Model II: M2 ile Büyüme Nedensellik İlişkisi	89
3.4.3. Model III: Kredi Hacmi ile Büyüme Nedensellik İlişkisi	91
3.4.4. Model IV: Borsa İşlem Hacmi ile Büyüme Nedensellik İlişkisi	93
SONUÇ.....	97
KAYNAKÇA.....	100

TABLÖLAR

Tablo 1: IMF Finansal Gelişmişlik Endeksi Göstergeleri.....	36
Tablo 2: Değişkenlerin Tanımlanması.....	78
Tablo 3: ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	86
Tablo 4: PP Birim Kök Testi Sonuçları.....	86
Tablo 5: Model I Johansen Eşbütünleşme Test Sonucu.....	88
Tablo 6: Model I Kısa ve Uzun Dönem Nedensellik Testi Sonuçları.....	88
Tablo 7: Model II Johansen Eşbütünleşme Test Sonucu.....	90
Tablo 8 : Model II Kısa ve Uzun Dönem Nedensellik Testi Sonuçları.....	90
Tablo 9: Model III Johansen Eşbütünleşme Test Sonucu.....	92
Tablo 10: Model III Kısa ve Uzun Dönem Nedensellik Testi Sonuçları.....	92
Tablo 11: Model IV Johansen Eşbütünleşme Test Sonucu.....	94
Tablo 12: Model IV Kısa ve Uzun Dönem Nedensellik Testi Sonuçları.....	94
Tablo 13: Nedensellik Sonuçlarının Özeti.....	96

ŞEKİLLER

Şekil 1. Finansal Sistemin Sınıflandırılması	12
Şekil 2. M1 ve M2 Para Arzı Gelişmeleri.....	42
Şekil 3. Toplam ve Özel Kredilerin Gelişimi.....	42
Şekil 4. 100.000 Kişiyeye Düşen ATM Sayısı.....	45
Şekil 5. BİST 100 Devir Hızı (%).....	48



KISALTMALAR

- ABD** : Amerika Birleşik Devletleri
- ADF** : Genişletilmiş Dickey-Fuller
- ARDL** : Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model
- BDDK** : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
- BİST** : Borsa İstanbul'da İşlem Gören İlk 100 Hisse Senedi
- BSKH** : Türk Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi
- DF** : Dickey-Fuller
- DİBS** : Devlet İç Borçlanma Senedi
- GSMH** : Gayri Safi Milli Hasıla
- GSYH** : Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
- İMKB** : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- M1** : Ekonomi İçerisindeki Nakit Para, Vadesiz Mevduat ve Çeklerin Toplamı
- M2** : Kısa Dönem Vadeli Mevduatların Toplamı
- M2Y** : Geniş Tanımlı Parasal Büyüklük
- M3** : M2'nin Üzerine Repo ve Para Piyasası Fonlarıyla Banka Menkul Kıymeti
- NYSE** : New York Borsası (New York Stock Exchange)
- OECD** : Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü
- SPK** : Sermaye Piyasası Kurulu
- TCMB** : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
- TL** : Türk Lirası
- TÜFE** : Tüketici Fiyat Endeksi
- ÜFE** : Üretici Fiyat Endeksi
- VAR** : Vektör Otoregresyon

GİRİŞ

İktisat literatüründe son dönemde finansal gelişmişlik konusunu gündemine alan araştırma sayısında büyük bir artış olmuştur. Bunun en önemli nedeni finansal gelişmişlik düzeyinde hızlı yükselişlerin yaşanmasıdır. Hem finansal liberalizasyon hareketlerindeki gelişmeler hem de bilgi iletişim teknolojilerindeki ilerlemeler sonucunda finansal sistemde büyük değişimler yaşanmıştır. Finansal serbestleşmenin yaygınlaşması ile finansal aktiviteler hem ulusal hem de uluslararası düzeyde hızlı bir artış göstermiştir. Ayrıca bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişim hızının artması bilginin işlenmesi ile ilgili faaliyetlerin çok daha hızlı ve ucuz bir şekilde sağlanmasına imkân vermiştir. Böylece, bilgi yoğun işlemler içeren finansal hizmetlerin daha ucuz ve hızlı bir biçimde gerçekleşerek finansal faaliyet hacmi hızla genişlemiştir.

Finansal sistem içinde yaşanan hızlı gelişmeler ekonomik büyüme süreci üzerinde de önemli etkiler yaratmıştır. Ekonomik büyümeyi etkileyen unsurlar iktisat literatüründe hem teorik hem de ampirik olarak çok sayıda araştırmaya konu olmuştur. Geçen süreç içinde ilgili literatürde birçok faktörün büyüme dinamikleri olarak ileri sürüldüğü görülmektedir. Son dönemde finansal gelişmişlik düzeyindeki gelişmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin artması ile birlikte söz konusu araştırmalar daha çok bu alana yönelmiştir. Genellikle finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında çok güçlü bir ilişkinin olduğu ortaya konmuştur. Ancak pek çok çalışmada finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında farklı nedensellikler bulunmuştur. Böylece, iktisadi büyüme ve finansal gelişmişlik arasında ne yönde bir nedensellik ilişkisi olduğuna dair literatürde tam bir fikir birliği yoktur.

Literatür incelendiğinde finansal sistemin ekonomik büyüme üzerinde aktif bir rol üstlendiğini ileri süren görüşlerin “Arz Öncülü Hipotez” başlığı ile sıklıkla dile getirildiği görülmektedir. Öte yandan, “Talep Çekişli Hipotez” çerçevesinde ekonomik büyümenin finansal gelişmeye sebep olduğu iddia edilmektedir. Bunun yanında “Çift Yanlı İlişki Hipotezi” kapsamında bir grup iktisatçı finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı etkileşimin olabileceğini ileri sürmektedir. Son olarak bazı iktisatçılar finansal gelişme ile büyüme arasında güçlü bir ilişki olmadığını belirterek “İlişkisizlik Hipotezini” savunmaktadır. Görüldüğü gibi literatürde finansal gelişmişlik ile büyüme arasındaki nedensellik yönüne ilişkin önemi bir tartışma yürütülmektedir. Dolayısı ile bu alanda değişik ülke tecrübelerini araştırmaya yönelik ampirik çalışmalara büyük bir ihtiyaç bulunmaktadır.

Yukarıda ifade edilen ihtiyaçtan hareketle bu tez çalışmasında Türkiye’de finansal gelişme ile büyüme arasındaki etkileşimin araştırılması amaçlanmıştır. Bu kapsamda Türkiye’de finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkide özellikle nedenselliğin yönü üzerinde durulmuştur. Bunun için 2003: Q1-2023: Q4 dönemine ait veriler kullanılarak finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki Vektör Hata Düzeltme Modeli (Vector Error Correction Model- VECM) çerçevesinde nedensellik yöntemi ile incelenmiştir. Çalışmada finansal gelişmişlik göstergesi olarak parasal derinleşme (M1 ve M2 para arzı miktarı), bankacılık kesimi kredi hacmindeki gelişme ile borsa devir hızındaki değişimlerin ekonomik büyüme ile ilişkisi farkı modeller çerçevesinde ele alınıp analiz edilmiştir.

Tez çalışması aşağıda belirlendiği şekilde 3 ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci Bölümde tezdeki ana araştırma konusu olan olguların kavramsal açıklamaları yapılmıştır. Bu çerçevede öncelikle, fon arz edenler, fon talep edenler, finansal araçlar ve araçlar ile düzenleyici kurumlar olmak üzere finansal sistemin beş temel unsuru hakkında açıklama yapılmıştır. Ayrıca, finansal sistem içerisinde yer alan para, sermaye ve döviz piyasasının işleyişi hakkında bilgiler verilmiştir. Daha sonra ise finansal sistemin yerine getirdiği işlevler, risk yönetimi, kaynak tahsisi, tasarrufların mobilizasyonu, kurumsal kontrol ve alışverişi kolaylaştırma bağlamında ele alınmıştır.

İkinci Bölümde teorik ve ampirik literatüre ilişkin açıklamalara yer verilmiştir. Öncelikle, finansal gelişmişlik göstergeleri, finansal derinlik, erişebilirlik ve etkinlik başlıklarında sınıflandırılarak tanımları yapılmıştır. Bundan sonra finansal gelişmişlik ile iktisadi büyüme arasındaki nedenselliği farklı yönlerde değerlendiren yaklaşımlar teorik olarak ele alınmıştır. Son olarak ise literatürde finansal gelişmişlik ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi Türkiye ve yabancı ülke tecrübeleri üzerinde analiz eden ampirik çalışmalar incelenmiştir.

Üçüncü Bölümde Türkiye’deki finansal gelişme ile büyüme ilişkisi ampirik olarak incelenmiştir. Burada öncelikle çalışma kapsamında analiz edilen modeller tanıtılmıştır. Bu çerçevede sırası ile M1, M2, banka kredi hacmi ve borsa devir hızı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran dört model hakkında bilgi verilmiştir. Sonrasında ekonometrik çalışmada kullanılan birim kök testleri, eş bütünleşme analizi ve hata düzeltme modeline dayalı nedensellik yöntemine ilişkin teorik bilgiler sunulmuştur. Bu bölümün son kısmında ise çalışmada incelenen dört modelin tahmin sonuçlarına ilişkin elde edilen bulgular sunulmuş yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE İŞLEVİ

Çalışmanın bu bölümünde finansal sistem ile ilgili kavramsal olgular incelenecektir. Bu çerçevede ilk alt başlıkta finansal sistemin temel unsurları ele alınacaktır. İkinci alt başlıkta finansal sistem içinde faaliyet gösteren piyasalar hakkında bilgi verilecektir. Üçüncü alt başlıkta ise bir bütün olarak finansal sistemin yerine getirdiği işlevler hakkında açıklamalar yapılacaktır.

1.1. Finansal Sistemin Temel Unsurları

Çalışmanın bu bölümünde finansal sistemin temel unsurları hakkında bilgi verilecektir. Ekonomide finansal sistem işlevlerini yerine getirirken belirli sistem unsurlarının işleyişi ve bunların arasındaki karşılıklı ilişkiler çerçevesinde bunu gerçekleştirmektedir. Bu bakımdan finansal sistemin hem gelişmişliği hem de ekonomik büyüme üzerine etkilerini anlamak için söz konusu sistem unsurlarının açıklanması önemlidir. Genel anlamda finansal sistemin beş temel unsurundan bahsetmek mümkündür. Bu unsurlar fon arz ve talep eden ekonomik birimler, finansal araçlar ve araçlar ile düzenleyici ve denetleyici kurumlar şeklinde ifade edilebilir.

Finansal sistem için fon arz ve talep edenler vazgeçilmez unsurlardır. Herhangi bir finansal sistemin oluşumu, öncelikle sistemin içinde yer alan ekonomik birimlerin fon arzına ve talebine dayanır. Bu bağlamda, fon talep edenler ve gerekli fon arzı bulunmazsa finansal sistemin varlığı sorgulanabilmektedir (Mishkin, 2004: 63).

Finansal sistem, bir ekonomideki fon akışlarını düzenleyen karmaşık bir yapıyı ifade eder. Bu sistemi oluşturan temel unsurlar altı ana grupta toplanabilir. Bunlar şu şekildedir:

a) Fon arz edenler: Bu grup, gelirleri tüketimden fazla olan bireyler, firmalar ve devletten oluşur. Tasarruf sahipleri, ekonomide fon fazlasını temsil ederler ve fonları finansal sisteme sağlarlar.

b) Fon talep edenler: Fon talep edenler ise ekonomik faaliyetlerini finanse etmek için fon ihtiyacı olan bireyler, firmalar ve devleti ifade ederler. Bu grup, fonları kullanarak yatırım yapar veya harcamalarını finanse eder.

c) Yatırım ve finansman araçları: Finansal sistemin işleyişini sağlamak için kullanılan araç ve gereçleri içerir. Bu araçlar, tasarruf sahipleri ile fon talebinde bulunanlar arasındaki fon akışını kolaylaştırır.

d) Aracı ve yardımcı kuruluşlar: Finansal sistemin düzgün çalışmasını sağlayan aracı kurumlar ve profesyonellerdir. Bankalar, yatırım firmaları, sigorta şirketleri gibi kuruluşlar bu kategoriye girer ve fonların transferi ve yönetimine imkân verir

e) Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar: Finansal sistemin güvenilirliğini ve düzenini korumak amacıyla oluşturulan yasal ve idari kuralları içerir. Bu düzenlemeler, finansal piyasaların adil ve şeffaf bir şekilde işlemlerini sağlar.

1.1.1. Fon Arz Edenler

Gelirlerinin harcanmayan kısmı ile birikim yapan ekonomik birimler bu birikimleri daha sonra fon arzı şeklinde finansal piyasalarda değerlendirir. Böylece fon fazlasına sahip olan ekonomik birimler için finansal piyasalar uygun yatırım imkanları sunmaktadır. Fon sunulmasındaki temel amaç, gelecekteki gelirle değiş tokuş edilmek üzere yani belirli bir avantaj sağlama karşılığında mevcut kaynakların başkasının kullanımına açılmasıdır. Bu avantajlar, örneğin tahviller için faiz geliri, hisse senetleri için ise temettü olarak ortaya çıkabilmektedir (Alkış, 2018: 84). Buna göre, fon sunan açısından temel amaç, farklı yatırım imkânları arasında maksimum kaynak elde edinimini sağlayacak şekilde tasarrufların değerlendirilmesidir

Bir ekonomik birim, fon arzı sağlayabilmek için öncelikle birikim yapma yani tasarruf yapma gerekliliğine sahiptir. Bu şekilde, tasarruf sahipleri finansal piyasalarda ana fon arz grubunu oluşturmaktadır. Tasarruf, gelirin bilinçli ve isteyerek harcanmayan kısmını ifade etmektedir. Bu, gelirin zorunlu olarak değil, amaçlı bir şekilde harcanmamasını veya ertelenmesini içerir. Tasarruf yapan birimler, çeşitli araçlar ve aracılar kullanarak ellerindeki birikimleri yasal düzenlemelerin sağladığı güvence içinde fon talep eden ekonomik birimlere kullandırır. Böylece, tasarruf sahiplerinin finansal sistemin fon kaynaklarını oluşturduğu söylenebilir (Candemir, 2011: 90).

Fon fazlasına sahip olan ekonomik birimler hane halkı, firmalar, merkezi hükümetler ve yerel yönetimler gibi çeşitli unsurlardan oluşmaktadır. Bu çerçevede aynı sınıflama altında yabancı unsurlarda yerleşik bir finansal sistemde fon sunan konumunda bulunabilir. Fon arz ederek finansal sisteme kaynak sunan ekonomik birimler, fonlarını değerlendirmek isteyen çok çeşitli bireysel ve kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır. Buna göre özel olarak belirtecek olursak Sosyal Güvenlik Kuruluşları, Bireysel Emeklilik ve Hayat Sigortası Şirketleri ellerinde çok uzun süreli değerlendirecek yüksek miktarda finansal kaynak bulunduğundan önemli miktarda finansal fon arz eden kurumlar olarak kabul edilmektedir. Öyle ki bu tür fon arz eden

kurumsal yatırımcıların finansal sistem içinde sahip olduğu paylar finansal sistemin gelişmesi için büyük dinamik katmaktadır. Bu nedenle söz konusu kurumların finansal sistem içindeki büyüklüğü finansal sistemin gelişmişlik göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bunun yanında Menkul Kıymet Yatırım Fon ve Ortaklıkları da finansal sistem içerisinde finansal kaynak arz eden kurumlar olarak öne çıkmaktadır. Bu tür fon ve ortaklıklar da finansal sistem içerisinde sahip oldukları yüksek pay ile önemli miktarlarda fon sunmaktadır.

1.1.2. Fon Talep Edenler

Fon talep edenler tıpkı fon arz edenler gibi finansal sistemin temel öğelerinden biridir. Finansal sistem çok çeşitli nedenlerle fon talep eden ekonomik birimler için önemli imkânlar sunar. Bir başka ifade ile ek fon kaynağı talebinde bulunarak ekonomik faaliyetlerini genişletmek isteyen birimler için finansal piyasa bunu mümkün kılar (Köse vd, 2015: 322).

Fon talep edenler, genel bir ifade ile tasarruf açığı içinde bulunan ekonomik birimlerdir. Gelirlerinden daha fazla harcama yapmak isteyen ekonomik birimler fon talep eden grubu oluşturmaktadır. Bu tür ekonomik birimler, kendi durumlarına uygun finansal araçları kullanarak fon fazlası olan ekonomik birimlerinden kaynak sağlar. Bu kullanıma bağlı olarak farklı finansal araçlar, fon talep eden ekonomik birimlere çeşitli ekonomik avantajlar sağlar.

Fon talep eden ekonomik birimler, bireyler, işletmeler ve devletler gibi farklı kesimlerden oluşmaktadır. Bu kişiler veya kurumlar, gelirlerinden daha fazla harcama yapan veya böyle bir niyeti olan, ancak gerekli fonu kendi başlarına sağlayamayan, yani fon açığı bulunan ekonomik birimlerdir. Finansal piyasalarda, en önemli fon talep edenler yatırımcılar ve devlettir. Bu iki kesimin yanı sıra hane halkları ve yabancılar da fon talep edebilir (Mishkin, 2004: 63). Firmalar sürekli olarak yatırım yaparak büyüme eğilimi içine girerler. Ancak yatırımlar için gerekli fonları her zaman öz sermayeleri ile karşılayamazlar. Böyle durumda yapılacak yatırımların getirisi, finansman maliyetleri dahil olmak üzere, toplam yatırım maliyetinden yüksek olduğu sürece finansal sistemden fon talep ederek yatırım yapmaktan çekinmezler. Kamu kesiminde çeşitli devlet kuruluşları da, özellikle sosyal getirisi yüksek yatırımlar için, elde ettikleri gelirden daha çok kaynak harcama durumunda kaldıklarında finansal sistemden fon talebinde bulunurlar.

Firmalar ve devlet çok değişik biçimlerde finansal sistemden borçlanabilir. Fon talebinde bulunarak ek finansal kaynaklara ulaşmak istediklerinde firmalar ve devlet kredi kullanma, hisse senedi ve borç senedi ihraç etme yolunu seçebilirler. Hangi araçları kullanarak

fon talebini gerçekleştirecekleri finansman maliyetlerine göre farklılık gösterebilir. Fon talebinde bulunurken finans maliyetine göre hangi kaynakları kullanacakları ise ülkenin sahip olduğu finansal sistem ile yakından ilişkilidir. Bankacılık sisteme dayalı finansal sistemlerde genellikle banka finansal araçları kullanırken sermaye piyasası ağırlıklı finansal sistemlerde borsalar için geçerli olan araçlar kullanılmaktadır.

1.1.3. Finansal Araçlar

Günlük yaşamda genel olarak bir işin çözüme kavuşabilmesi amacı ile ilgili tarafları bir araya getirmek için aracılık kavramı kullanılır. Arayı bulan ve bu çerçevede bunlardan kazanç sağlayan kişiye de aracı denilmektedir. Fon sağlanmasında ya da fon talebinde yer alan katılımcıların sistem içerisinde doğrudan etkileşimi yok denecek kadar azdır. Büyük ve küçük miktarlardan oluşan paraları önemli tasarruflara, vadelere dönüştüren ve bu fonları ihtiyacı olan kişilere ulaştıran birçok aracılık faaliyeti finansal sistem içerisinde yürütülür.

Aracılar fon hareketlerini kolaylaştırarak vade, tutar ve risk açısından da gerekli değişiklikleri yapmaktadır. İhtiyaç sahibi kişi veya kuruluşlara istenilen miktarda, istenilen vade ve spesifik risk koşullarında fon sağlarlar. Kendi alanlarında uzmanlaşmış aracı kurumlar, ölçek ekonomisinden yararlanarak işlem maliyetlerini düşürme hedefiyle faaliyetlerini yürütmektedirler. Ayrıca ticari kuruluşlar olduklarından kar elde etme amacıyla faaliyet gösterirler (Uluyol, 2021: 26). Finansal sistem içerisine bilgi akışı tam olmadığı için finansal araçlarla ilgili bilgiye satıcılar tam olarak erişemez. Bunun için finansal araçlara ihtiyaç duyulmaktadır. Aracılar öncelikle fon arz ve talep edeler arasında hangi menkul kıymetlerin alınıp satılacağına dair istekleri alır. Daha sonrada bu bilgileri menkul kıymetleri alan ve satanları birbiri ile eşleştirmek için kullanır. Satılacak olan finansal varlığın miktarı her zaman yatırımcılar tarafından istenen miktara eşit olmaz. Bu durumda finansal araçlar finansal araçları tamamı satılana kadar birkaç yatırımcıya dağıtır. Öte yandan, finansal araçlar olmaz ise finansal piyasa faaliyetlerinin bilgi ve işlem maliyetleri çok aşırı seviyede gerçekleşir (Küçük, 2020: 16-20).

Finansal araçlar, gelişmiş ekonomilerde kişiler, aileler, şirketler ve kamu adına finansal işlemleri yerine getirirler, fon akışını düzenli olarak, tasarruf sahiplerinden kaynak ihtiyacı duyan kişi ve kurumlara aktarırlar. Bu araçlar ticari bankalar, kredi kuruluşları, sigorta şirketleri, yatırım firmaları ve emeklilik fonlarından oluşmaktadır (Başoğlu vd., 2001: 29). Bunun yanında bazı ülkelerde bankalar finansal sistem içinde en önemli aracı kurum niteliğindedir. Ama bazı ülkelerde bankalar aracı kurum olarak çok etkin olmayabilir. Sermaye

piyasası aracıları arasında yatırım danışmanlığı şirketleri, menkul kıymet borsası, yatırım ortaklığı şirketleri, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, kooperatifler, sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, derecelendirme şirketleri ve takas şirketleri gibi kurumlar yer almaktadır (Uluyol, 2021: 27).

1.1.4. Finansal Araçlar

Fon arz ve talep edenler finansal piyasalarda faaliyetlerini sürdürmek için finansal araçlardan faydalanırlar. Genel bir ifade ile tasarruflarını çeşitli finansal araçlar aracılığıyla finansal sisteme kazandırarak fon talep edenlere sağlarlar. Bu araçlar arasında banka tasarruf mevduat hesabı açma, sigorta şirketlerine prim ödenmesi ve hazine bonolarına yatırım yapma gibi seçenekler bulunur. Bunun yanında farklı şirketlerin hisse senetlerine ve tahvillerine yatırım yapma, emeklilik fonları ve yatırım fonlarına yatırım yapma gibi seçenekler de alternatif olarak bulunur (Alkış, 2018: 84).

Finansal piyasalara fon arz edenler, fonlarını devrettikleri kişilerden çeşitli belgeler karşılığında talep de bulunur. Bu belgelere genellikle finansal varlık denir. Finansal varlıklar, alacak hakkı tanımlayanlar ve ortaklık hakkı tanımlayanlar olmak üzere iki farklı sınıfa ayrılarak incelenebilmektedir (Günay, 2010: 6-7).

Alacak Hakkı İçeren Finansal Varlıklar

a. Finansal Aracılara Ait Finansal Varlıklar

- Tasarruf Mevduat Sertifikaları
- Hayat Mevduat Sertifikaları
- Banka Bonoları

b. Kamu Kesimi Tarafından İhraç Edilen Finansal Varlıklar

- Devlet Tahvilleri
- Hazine Bonoları
- Gelir Ortaklığı Senetleri

c. Özel Kesim Tarafından İhraç Edilen Finansal Varlıklar

- Tahviller
- Finansman Bonoları

Ortaklık Hakkı Tanımlayan Finansal Araçlar

- Hisse Senetleri
- Yatırım Fonları

Finansal araçlar para ve sermaye piyasalarında kullanılan araçlar olarak kendi içinde ayrılmaktadır. Para piyasalarının fon kaynakları içinde kısa vadeli ticari senetler, mevduata dayalı belgeler ve hazine bonosu gibi varlıklar bulunmaktadır. Para piyasalarında işlem gören varlıklar arasında uluslararası piyasalarda değerlendirilebilen gerçek ve tüzel kişilerin sahip oldukları fonlar da yer almaktadır. Para piyasası araçları içinde finansman ve hazine bonosu, repo, ciro edilebilir mevduat sertifikaları, varlığa dayalı menkul kıymetler ve bankalar arası fonlar gibi araçlar sayılabilir. Sermaye piyasasında kullanılan araçlar menkul kıymet olarak isimlendirilir. Sermaye piyasası içinde hisse senedi ve tahvil gibi araçların bulunması neden ile bu piyasalar bazen hisse senedi piyasası bazen de tahvil piyasası olarak isimlendirilir. Menkul kıymetler öncelikle hisseler gibi mülkiyet hakları veren kağıtları ve tahviller gibi mali yükümlülükler taşıyan belgeleri içermektedir. Fon sahipleri, kişisel tercihleri ve risk toleransları doğrultusunda fonlarını, sahiplik hakkı sunan ve daha yüksek risk içeren hisse senetlerine veya faiz geliri sağlayan tahvil ve benzeri finansal araçlara tahsis etme seçeneğine sahiptir. (Uluyol 2021:27)

Finansal araçlar vadelerine göre farklı piyasalarda işlem gören bu araçlar aracılığıyla yapılır. Para piyasası finansal sistemde kısa vadeli finansal araçların işlem gördüğü piyasalardır. Bir yıldan uzun vadeli finansal araçlarla ilgili işlemler yapılan piyasalara sermaye piyasaları adını veriyoruz. Orta vadeli ve uzun vadeli menkul kıymetler sermaye piyasalarında arz ve talep edildiğinden sermaye piyasaları uzun vadeli fonların işlem gördüğü menkul kıymet piyasası olarak isimlendirilir. Bununla birlikte sermaye piyasası olarak işlem gören araçlar vadesi 1 yılın altına düştüğünde para piyasasında işlem görmektedir. Genel olarak, devlet tahvilleri, hisse senetleri, şirket tahvilleri, , konut ve ticari banka kredileri sermaye piyasası araçları olarak kabul edilmektedir (Küçük, 2020: 14-16)

Teknolojideki gelişmeler finans alanını da önemli ölçüde etkilemiştir. Bilgi teknolojilerindeki gelişmeler, yeni finansal araçların ortaya çıkmasına ve mevcut seçeneklerin çeşitliliğinin artmasına neden olmuştur (Kaplan, 1999: s.7). Ayrıca gelişmekte olan ekonomilerde uluslararası ticaretin hızla gelişmesi, piyasaların serbestleştirilmesine yönelik çabalar, bu ekonomilerde finansal piyasaların hızla büyümesi ve uluslararası portföy

yöneticilerinin çeşitlenme zorunluluğu, dikkatleri gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarına çekmiştir (Sayilgan ve Süslü, 2011: 74).

1.1.5. Düzenleyici Kurumlar

Finansal sistemin etkin bir şekilde işleyebilmesi için yasal ve idari bir düzen ve organizasyon gereklidir. Yüksek hacimli işlem ve katılımcılarla uğraşırken hakların korunmasını sağlamak ve güvene dayalı şeffaf bir ortamı teşvik etmek büyük önem taşımaktadır. Devlet, ekonomi politikalarının oluşturulmasıyla birlikte finansal sistemin işleyişini yönlendirecek düzenlemeleri ve mevzuatı da belirlemektedir. Amaç, finansal sistemdeki tüm paydaşların kesin ve hızlı bilgi alma hakkı da dahil olmak üzere haklarının korunması ve sistemin sağlıklı bir şekilde sürdürülebilir şekilde işleyişinin güvence altına alınmasıdır.

Düzenleyici kurumlar piyasalar üzerinde kontrol uygulamaktadır. Türkiye’ de finansal piyasalar üzerinde denetleme yetkisine sahip kuruluşlar da vardır. Bunlar düzenleyici kararlar alan danışma kurulları şeklinde çalışan ve aynı zamanda denetim de yapan kuruluşlardır. Türkiye’de sistemi düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar, Kurulu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Sermaye Piyasası ve Hazine Müsteşarlığı gibi birimlerden oluşmaktadır (Yıldırım, 2020:80-81).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) yasasının (1211 sayılı) 4.maddesi banka yetkilerinden (g) bendinde bahsetmiştir. Denetleme ile ilgili olarak; “Banka, mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan ve bunları düzenlemek ve denetlemekle görevli kurum ve kuruluşlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplamaya yetkilidir. Banka taleplerin karşılanması için Bankaca kurum ve kuruluşların bilgi işlem sistemlerine erişim mümkün kılınabilir. Merkez Bankası görevlerle ilgili olarak düzenlemeler yapmaya ve bunları uygulamaya, bu düzenlemelere uygun hareket edilip edilmediğini denetlemeye görevli ve yetkilidir” denmiştir (1211 sayılı MB kanunu).

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) sektörün yeniden yapılanması amacıyla 4389 sayılı Bankalar Yasası ile 23.06.1999 tarihinde kamu tüzel kişiliğine haiz, idari ve mali özerkliğe sahip olarak kurularak 31.08.2000 tarihinde de faaliyetine başlamıştır.

Hazine Müsteşarlığı, sigortacılık ve özel emeklilik sistemleri konusunda düzenleme yaparken Sigorta Denetleme Kurulu Başkanlığı ve Sigortacılık Genel Müdürlüğü, müsteşarlık çatısı altında benzer alanda faaliyet sürdürülmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 6362 sayılı Sermaye Piyasası Yasası kapsamında tanımlanan Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Sermaye Piyasası Kurulu, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Merkezî Kayıt Kuruluşu sermaye piyasalarındaki düzenlemeleri yürütür.

Türkiye’de 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun bazı maddelerine dayalı olarak Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) görevlerini yerine getirmektedir. Bu çerçevede tasarruf sahiplerinin haklarını usulsüzlüklere karşı korumak için kurulan önemli bir kuruluştur.

Finansal istikrarın sağlanması ve korunması amacıyla, finansal kurumlar arasında iş birliği eş güdüm ve bilgi paylaşımı sağlayan, TCMB, BDDK, Hazine Müsteşarlığı, SPK ve TMSF gibi kurumların yanında, sistemik riskin belirlenmesi ile yönetimi yanında makro ihtiyati politikaların tasarımı ve uygulanmasına yönelik çeşitli komiteler vardır.

Sistemik Risk Değerlendirme Grubu (SRDG) 30/10/2012 tarihinde Sistemik Risk Koordinasyon Komitesi (SRKK) yerine kurulmuştur. Böylece daha önce “Finansal Sisteme İlişkin Sistemik Risk İş birliği Protokolü” ile kurulan SRKK’ nın işlevlerini sürdürmektedir. Buna göre görevi, sistemik riske neden olabilecek durumlar için tedbirleri almak, iş birliği ve bilgi paylaşımını sağlamaktır.

Türkiye’de Finansal Sektör Komisyonu, Maliye Bakanlığı, BDDK, TCMB, SPK, Hazine Müsteşarlığı, TMSF, Rekabet Kurulu, Kalkınma Bakanlığı, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları ile Borsa İstanbul temsilcilerinden oluşmaktadır. Görevi, finansal piyasalarda güven ve istikrar ile gelişme sağlamak üzere, bilgi alışverişi, iş birliği ve eşgüdümü sağlamak, ortak politika çıkarımlarında bulunmaktadır.

Finansal İstikrar Komitesi ise bağlı olduğu, bağlı olduğu bakanlığın başkanlığında, Hazine Müsteşarı ile SPK, TCMB, BDDK ile TMSF Başkanlarından oluşur. Görevleri sistemik riski izleyerek önlenmesine yönelik eşgüdüm sağlamaktır (TCMB, 2015: 40).

1.2. Finansal Sistem İçerisindeki Piyasalar ve İşleyişi

İktisadi bakımdan piyasa kavramının tanımı, satıcı ve alıcıların karşılıklı olarak iletişim içerisinde bulundukları ve mübadelelerin yapıldığı bir yer olarak tanımlanmaktadır. Piyasa, mekân ve teoriden soyutlanmış halde bir kavramdır. Somut bir şekilde düşünüldüğü zaman piyasa kavramı borsa şeklinde de tanımlanabilmektedir. Borsa ise hangi türde olduğu önemli

olmaksızın arz/talebin karşılaştığı yer olarak ifade edilebilir. Piyasa temelde bir ülke sınırları içinde yer alıyorsa iç piyasa olarak anılır. Ancak, ülke sınırlarını aşan işlemler söz konusu olursa bu durumda uluslararası piyasa olarak adlandırılır (Sayılğan,1993: 104).

Finansal sistem, bir ekonomideki fon akışlarını düzenleyen karmaşık bir yapıyı ifade eder. Bu sistemi oluşturan temel unsurlardan bir tanesi de piyasalardır. Finansal piyasalar finansal varlıkların alınıp satıldığı, fiyatların belirlendiği ve işlemlerin gerçekleştiği yerlerdir. Bu piyasalar, tasarruf sahipleri ile fon talep edenler arasındaki etkileşimi kolaylaştırarak finansal sistemin işleyişini destekler. Finansal pazarlar, temelde fon sunan ile fon talep edene grupların karşılaşmış olduğu piyasalardır. Bahsi geçen pazarlarda gelirleri gereksinimlerinden çok olanlarla gelirleri gereksinimlerinden az olanlar, fon talebi ya da arzında bulunarak finans piyasalarının oluşmasını sağlamaktadır. Finansal sistem, pay senedi ya da tahvil bono gibi menkul kıymetlerin alınarak satıldığı finansal mali piyasalarla alım ve satım işlemlerine aracılık etmekte olan mali kurumlardan oluşmaktadır. Finansal piyasalarda işlem yapan katılımcılar; aracı kurumlar, devlet, özel kesim ve hane halkıdır (Günel, 2007: 19).

Finansal piyasaların işlevleri ekonominin yeniden yapılandırılmasına ve sermayenin dağılım sürecinde büyümeye sağladığı katkı ile çok yüksektir. Gelişmiş ülkelerdeki finansal sistemler yatırım harcamalarının çoğunluğunu büyük oranda hızlı büyüme potansiyeline sahip sektörlerle yönlendirirler. Sağlıklı bir ekonominin temel bir gerekliliği, tasarruf edenlerden yatırımcılara fonların başarılı bir şekilde geçişine imkan verecek finansal piyasaların bulunmasıdır. Finansal sistem, ekonomideki fonların düzenli bir şekilde akışını sağlayarak ekonomik büyümeyi destekler. Tasarruf sahipleri ve fon talep edenler arasındaki dengeyi korur ve ekonomik birimlerin ihtiyaçlarına uygun finansman kaynaklarını sağlar. Bankalar gibi finansal araçlar, bu sürecin önemli bir parçasını oluşturur ve tasarruf sahiplerinden fonları toplar, ardından bu fonları borçlulara kredi veya diğer finansal araçlar aracılığıyla aktarır. Bu sayede ekonomik birimler, harcamalarını finanse ederken işletmeler de yatırımlarını gerçekleştirirler (Erdem, 2008: 43).

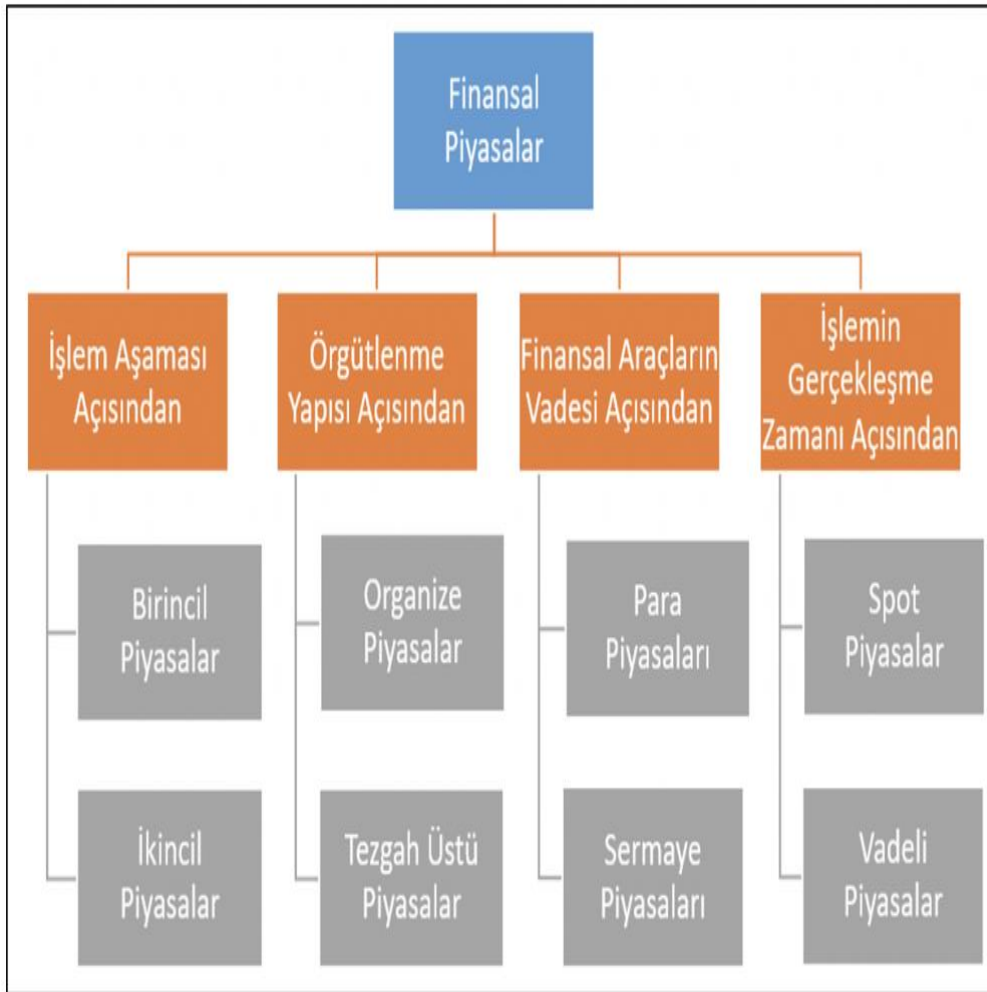
Finansal piyasalarda fonların akışı iki ana şekilde sınıflandırılabilir. İlk olarak, doğrudan finansman adı verilen yöntemde, borç veren ve borç alan doğrudan karşılıklı olarak işlem yaparlar. İkinci olarak ise, dolaylı finansman adı verilen yöntemde, borç veren ve alan aracı bir kuruluş aracılığıyla işlem yaparlar.

1. Fonların Doğrudan Transferi: Fonlar finansal aracı kuruluşlar olmadan doğrudan transfer edilebilir. Bunun için şüphesiz fon arz ve talep eden arasında güvene dayalı

olarak gerçekleştirilen finansal işlemle ilgili olarak hiçbir bilgi eksikliğinin olmaması gerekir. Finansal sistem içinde bu tür, hiçbir aracıya ihtiyaç duymayan, doğrudan işlemlerin olması günümüzde nadiren görülse de hala mümkündür.

2. Fonların Dolaylı Transferi: Fonlar, finansal aracı kuruluşların aracılığıyla fon arz ve talep edenler arasında transfer edilir. Bu dolaylı transfer, yatırım bankaları ve aracı kurumlar gibi finansal aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilir. Bu kuruluşlar, şirketlerin ihraç ettiği pay senetleri ve tahvillerin halka arzını yaparlar. Bazı durumlarda ise bu kuruluşlar, ihraç edilen finansal varlıkların tamamını satın alarak bu varlıkları nihai yatırımcılara satarlar.

Finansal piyasalar işlem aşaması, örgütlenme, vade ve işlemin gerçekleşmesi gibi yönlerden aşağıda Şekil 1’de gösterildiği gibi de sınıflandırılabilir (Toroslu, 2022: 3-5).



Şekil: 1 Finansal Sistemin Sınıflandırılması

Finansal sistemi işlem aşamaları açısından birincil ve ikincil piyasalar olarak ayırabiliriz. Buna göre birincil piyasada şirketlerin ilk kez çıkarılan menkul değerleri işlem görmektedir. Bu piyasalar da menkul değerın satılması sonucu elde edilen gelirler doğrudan şirkete gider. Burada menkul değeri çıkaran şirket ile bunu alan ekonomik birimler doğrudan ya da dolaylı olarak karşılaşabilirler. Ekonomiye kaynak sağlama açısından finansal piyasalar için çok önemlidir. Menkul değerler ilk kez işlem gördükten sonra diğer piyasalara transfer edilirler. Öte yandan, ikincil piyasalar daha önce piyasaya sürülen menkul değerlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Burada menkul kıymetler ilk arz eden şirketinden bağımsızdır. Dolayısı ile menkul kıymeti çıkarmış olan firma buradaki satış işleminden gelir elde etmemektedir.

Menkul kıymetler piyasası oluşumu açısından organize ve tezgâh üstü piyasalar olarak ayrılabilir. Alıcı ve satıcıların fiziki mekânlarda karşılaştığı belirli kurumlarca denetimi yapılan örgütlenmiş piyasalara organize piyasalar denirken, herhangi bir hukuki düzenlemeye tabi olmayan, fiyatın alıcı ve satıcıyla doğrudan karşılaştığı, işlemleri genellikle telefon, e-posta ve internet ile yürütülen örgütlenmemiş piyasalara tezgâh üstü piyasalar denir. Organize piyasalara örnek olarak, menkul kıymetler borsası, altın borsası vb. verilebilirken, tezgâh üstü piyasalara örnek ise Türkiye’de İstanbul Kapalı Çarşıdaki serbest altın piyasası ile döviz piyasası örnek verilebilir.

Finansal sistem son olarak ise işlemlerin gerçekleşme süreçlerine ilişkin zaman kriteri göz önüne alınarak da sınıflandırılabilir. Bu piyasalara spot ve vadeli piyasalar denir. Spot piyasalarda değişime konu olan araç teslim edilip o an ödemesi alınırken, vadeli piyasalarda belirlenmiş bir süre ödeme için beklenilmektedir. Öyle ki, vadeli piyasalarda sözleşme hemen yapılırken sözleşmenin gereklerinin yerine getirilmesi uzunca bir süre sonra gerçekleştirmektedir. Böylece vadeli piyasalar finansal işlemlerde gelecek belirsizliğine ilişkin ekonomik birimlerin geliştirdiği bir yöntem olarak nitelenebilir.

Finansal sistem vadesine göre temel olarak para ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılır. Piyasalarda işlem gören araçların vadesi açısından para ve sermaye piyasası farklı işlevleri yerine getirmektedir. Vadesi bir yıllık sürece kadar uzanan fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara para piyasası denir. Bir yıldan vadesi fazla olan piyasalar ise sermaye piyasası olarak adlandırılır. Öte yandan son dönemde uluslararası ticaretin ve finansal ilişkilerin artmasının bir sonucu olarak döviz piyasalarda önem kazanmıştır. Çalışmanın bundan sonraki kısmında bu üç piyasa ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

1.2.1. Para Piyasası

Para piyasasında genellikle kısa vadeli fonlar için likidite ihtiyacı sağlamaktadır. Bunun için kısa vadeli likidite fazlası ile fon ihtiyacı olan tüketicilerin ve yatırımcı kurumların bir araya gelmesini sağlar. Para piyasalarında alım satımı yapılan finansal araçların vadesi kısadır. Bu yüzden riski dolayısı ile getirisi de düşüktür.

Fon talep edenler kısa vadeli kaynak ihtiyacını genellikle para piyasasından temin eder. Bu bağlamda işletmeler genellikle hammadde, yardımcı madde, malzeme ve işçilik gibi kısa vadeli varlık edinimleri için para piyasasından borçlanırlar. Para piyasasından kredi olarak sağlanan fonlar çoğunlukla firmaların dönen varlıklarını finanse ederken kullanılır.

Para piyasaları örgütlenme biçimine göre örgütlenmiş ve örgütlenmemiş para piyasası olarak ikiye ayrılır. Bankacılık sistemi örgütlenmiş piyasası içinde en önemli araçtır. Örgütlenmemiş para piyasasına ise bankacılık kesiminin dışında kalan ve ekonomi birimlere kısa vadeli finansman sağlayan kurumlardan oluşmaktadır. Para piyasasının işlevlerini aşağıdaki gibi listeleyebiliriz:

- Yüksek tutarlı paralar işleme girer,
- Fon transferleri arasında şahsi bir ilişki yoktur,
- Kısa vadeli nakit ihtiyaçları karşılanmaktadır,
- Bazı kuruluş ve kurumlar hem para hem sermaye piyasasında faaliyet gösterebilirler,
- En etkin kurumu ticari bankalardır,
- Para piyasaları ekonomik büyümeye ve gelişmesine etki eder.

Para piyasada kullanılan araçlar ise şu şekildedir (Günel, 2019: 22-27):

- Hazine bonoları,
- Banka bonoları,
- Finansman bonoları,
- Banka garantili bonoları,
- Yatırım fonları,
- Varlığa dayalı menkul kıymetler,

- Repo ve ters repo.

Hazine bonoları, devletlerin bütçe açıklarını kapatmak için çıkardığı, süresi 1 seneden kısa süreli borçlanma araçlarıdır. Genellikle yüksek faiz oranıyla ihraç edilen hazine bonoları, devlet garantisi altında olduğundan düşük risk taşımaktadır ve bu nedenle tasarruf sahipleri tarafından tercih edilen bir yatırım aracı olmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 33).

Banka bonoları, bankalar tarafından çıkarılıp iskontolu olarak satılan, süresi 1 seneden kısa olan menkul kıymetlerdir.

Finansman bonoları, süresi iki seneden az olan hamiline yazılı menkul kıymetlerdir.

Banka garantili bonolar, banka kredisi kullanan şirketlerin, bu kredileri teminat olarak gösterip borçlu sıfatıyla düzenleyip alacaklı bankaya sunduğu, banka garantisi ve düzenleyici kurul onayı altında ihraç edilen kıymetli evraklardır.

Yatırım fonu, resmi kuruluşlar tarafından yetkilendirilen kurumların topladığı fonlarla riski yaymak amacıyla oluşturduğu yatırım araçlarından oluşan portföylerdir. Bu portföyler devlet tahvili, hisse senedi, döviz ve değerli maden gibi araçları içerebilir (Demiralp ve Yılmaz, 2010: 45).

Varlığa dayalı menkul kıymetler, finansal kurumların ellerinde bulunan alacaklara dayanarak çıkardıkları araçlardır. Bu alacaklar, şirketlerin verdiği krediler, finansal kiralama sözleşmeleri veya gayrimenkul satışlarından doğan alacaklar gibi çeşitli varlıklara dayanabilmektedir.

Bir menkul kıymetin belirlenen bir vade ve faiz oranıyla geri alım işleminin yapıldığı yöntem repo olarak adlandırılır. Bu çerçevede aynı menkul kıymetin geri satma işlemi ise ters repo olarak isimlendirilmektedir.

Para piyasası kurumları içinde rol alan kurumlar olarak merkez bankası, bankalar ve bankacılık dışı kesim sayılabilir.

Merkez Bankası para piyasasının temel kurumları içinde yer almaktadır. Türkiye’de 1930 yılında çıkarılan 1715 sayılı kanunla Merkez Bankası kurulmuştur. Merkez bankasının sermayesi dört temel grup paydan oluşmuştur. A grubu paylar Devlete aittir. B grubu paylar Milli Bankaların sahipliğindedir. C grubu paylar milli bankalar dışında kalan bankalarındır. Son olarak D grubu ise Türk uyruğundaki gerçek ve tüzel kişilerin sahipliğindedir (Kocaman, 2004:

45). Merkez Bankasının temel işlevi fiyatlar genel seviyesinde istikrarı sağlamaktır. Bu amaç doğrultusunda uygulayacağı para politikası araçlarını doğrudan merkez bankası kendisi belirler. Geleneksel para politikası araçları reeskont politikası, açık piyasa işlemleri ile zorunlu karşılıklardan oluşmaktadır. Merkez Bankası para politikası stratejisini belirlerken bankalar arası para piyasasında kullanılan işlemleri göz önüne alır. Dolayısıyla, merkez bankasının kullandığı araçlar bankalar arası para piyasasında kullanılan araçlarla büyük bir benzerlik gösterir (Gökçe, 2010: 77-78)

Ticari bankalar para piyasasının en yüksek paya sahip ikinci kurumlarıdır. Senetleri iskontoya yönlendirerek işletmelere krediler açarak etkin bir rol oynamaktadırlar. Ticari bankalar fon transferleri ile ekonomik kalkınma ve büyümeye büyük katkı sağlarlar. İşletme ve kurumlara kredi tahsisini toparladıkları fonlar ile bankalar gerçekleştirir. Bu transferi gerçekleştirerek devletler kısa vadede ihtiyaç duydukları finansmanı karşılamaktadırlar. Bu nedenle para piyasasının en önemli kurumuna bankalardır diyebiliriz. Bankalar, para piyasası risklerini azaltmak amacıyla hedge yöntemlerine başvururlar. Bu amaçla forward, futures ve opsiyon gibi finansal araçları da kullanırlar. Ayrıca, fon transferleri sayesinde piyasanın likidite sorunlarını çözerler. Bankalar para piyasasının önemli katılımcılarıdır. Bankalar elde ettikleri mevduatları kredi olarak kullanırlar. Aynı zamanda hazine bonosu gibi kısa vadeli borçlanma araçlarına yatırım yaparak fon dağıtım işlemi yaparlar.

Finansal kiralama şirketleri, sigorta ve reasürans şirketleri, faktoring ve finansman şirketleri ile bankalar dışındaki para piyasası kurumlarını oluşturmaktadır. Ticari bankaların yanı sıra sigorta şirketleri, leasing şirketleri, faktöring şirketleri gibi kurumlar aracı kurumlardır. Yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, yatırım ve emeklilik fonları gibi finansal kuruluşlar aracılığıyla gerçekleştirilen aracılık faaliyetlerinden büyük farklılık göstermektedir. Bu kuruluşlar, kendi ihraç ettikleri finansal varlıkları satarak topladıkları kaynakları profesyonelce çeşitlendirme amacı gütmektedirler.

1.2.2. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası alıcı ve satıcıların süresi bir seneden uzun olan menkul kıymetlerin fiyatlarının belirlendiği yerdir. Sanayi devriminden sonra kurulan büyük şirketler yatırımlarını gerçekleştirebilmek için fonlara gereksinim duymuşlardır. Bunun yanında tek başına ekonomiye yararlı olmayan küçük tasarruf sahipleri de ek gelir sağlamak istemektedir. Böylece, küçük fonların yatırıma dönüşmesi için organize piyasalara ihtiyaç duyulmuştur. Tüm bunların sonucunda sermaye piyasaları kurulmuştur. Bu şekilde vade olarak orta ve uzun süreli fon arz

ve talebinin karşı karşıya geldiği türüdür. Ancak ikinci el piyasalarının gelişmesi ile bu piyasada likit hale gelmiştir.

Sermaye piyasası para piyasasının aksine fon kaynakları devamlılık gösteren gerçek tasarruflardır. Sermaye piyasasının en temel özelliği işlen gören yatırımların orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Bu piyasada vade genelde bir yıldan daha fazladır. Uzun vadeli olmaları nedeni ile sermaye piyasasından sağlanan krediler çoğunlukla bina, makine ve teçhizat gibi duran varlıklarının finansmanında kullanılır.

Sermaye Piyasaları bir yıldan uzun süreli fon arz ve talebine aracılık yaparak aşağıda tanımlanan fonksiyonları sağlar (Pallı, 2007: 2).

1- Ekonomiye kaynak yaratmak için menkul kıymet arzı ve talebinin karşılaşmasını sağlar. Bu çerçevede ekonomideki tasarruf seviyesini artırarak yatırımların uzun vadeli fon ihtiyacını karşılamaya çalışır.

2- Fon ihtiyacı olan şirketlerin halka açılmasını teşvik eder. Böylece, sermayenin tabana yayılmasına imkân sağlar. Sermayenin monopolleşmesini engelleyerek kapsamlı bir şekilde kurumsallaşmasını destekler.

3- Piyasadaki işlemlerin kayıt içine girmesini sağlayarak kayıt dışılığın önüne geçer. Sermaye hareketlerinin izlenmesine ve buna uygun olarak ihtiyaç olan ekonomik politikaların belirlenmesine katkı sağlar.

4- Ülkede özelleştirme uygulamalarının başarılı şekilde hayata geçirilmesine destek olur. Bu yolla elde edilen gelirlerle kamunun borçlanma gereğini azaltır. Ayrıca menkul kıymet ihracı yoluyla kamuya borçlanabilmesi için farklı imkânlar sunar.

5- İkincil piyasalar yoluyla daha menkul kıymetlerin likiditesini artıracak şekilde sürekli bir pazar yaratır. Piyasaya giriş çıkış kolaylığı sağlayarak bütün ekonomik birimlerin likidite ihtiyacını karşılar. Yatırımcıların menkul kıymetler üzerinde en az maliyetle ve hızlı bir şekilde işlem yapmasını sağlar.

Sermaye piyasasında kullanılan araçlar ise şu şekildedir (Günel, 2019: 22-27).

- Devlet tahvili
- Yabancı tahvil.

- Özel sektör tahvili
- Hisse senedi
- Kar ve zarar ortaklığı belgesi
- Katılma intifa senedi
- Gelir ortaklığı senedi

Devlet tahvilleri, hükümetler tarafından bütçe açıklarını kapatmak, yatırımları finanse etmek veya kredi ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla çıkarılan, süresi 1 seneden uzun olan borçlanma araçlarıdır. Genellikle yüksek faiz düşük risk taşırlar ve bu nedenle tasarruf sahipleri tarafından tercih edilen bir yatırım aracıdır (Başçı ve Kara, 2011: 33).

Hisse senetleri, şirket ortaklarına sermaye paylarını belgelendirmek için verilen kıymetli evraklardır. Şirketler genellikle hisse senetlerini ek gelir elde etmek amacıyla çıkarır, bu şekilde âtıl durumdaki tasarrufların ekonomiye kazandırılmasını ve yatırımlarda değerlendirilmesini sağlamaktadırlar.

Özel sektör tahvilleri, özel sektör tarafından belirli bir zaman sonunda ve belli bir bedel karşılığında ödenmesi garanti edilen borç senetleridir.

Kar ve zarar ortaklığı belgeleri ekonomik faaliyetlere kar ve zarara katılma hakkı sağlayan menkul kıymetlerdir. Bunlar genelde 1 ile 7 sene arasında ihraç edilir.

Katılma intifa senetleri, sahiplerine ortaklık hakkı vermeyen ancak tasfiye bakiyesinden yararlanma, temettü alma ve halka açık olmayan bir ortaklığın çıkaracağı yeni payları alma hakları sağlayan sermaye piyasası yatırım araçlarıdır (Demiralp ve Yılmaz, 2010: 45).

Gelir ortaklığı senetleri, yatırımcılara elektrik santrali, köprü, baraj ve karayolu gibi altyapı projelerinin gelirlerine ortak olunmasını sağlamaktadır.

Yabancı tahviller, hükümetlerin veya şirketlerin kendi ülkeleri dışında yabancı para cinsinden ihraç ettiği araçlardır. Vade olarak uzun süreli yatırım aracıdır. Daha çok kupon ödemeli sabit getirili yatırım aracı olarak değerlendirilir (Günel, 2019: 22-27).

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren önemli kurumlarının başında yatırım bankaları, hükümetler, sigorta şirketleri, devlet ve kamu işletmeleri gelmektedir. Sermaye piyasası uzun vadeli yatırımlara ev sahipliği yaptığından yatırımcısına güvenli bir ortam

sağlamalıdır. Bu çerçevede 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Yasasının 32. maddesinde, Aracı Kurumlar, Yatırım Fonları ve Ortaklıkları gibi sermaye piyasası içinde faaliyet gösteren temel kurumlar olarak belirlenmiştir.

Aracı Kurumlar, sermaye piyasasında aracılık yapmak için yetkilendirilmiş şirketlerdir. Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar tebliğinin belirlediği çerçevede aracı kuruluşların, faaliyet ve yetkileri açıkça ortaya konmuştur. Buna göre, faaliyet ve yetkiler açısından bankalar ve aracı kurumlar arasında farklılıklar vardır. Sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri piyasa araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendileri adına ya da başkası adına hesap açarak ticari amaçlı aktiviteler olarak tanımlanmıştır. Sermaye piyasasında bu şekilde halka arz aracılık ve türev araçların alım satımı şeklinde üç tür aracılık tanımlanmıştır (Çukacı ve Çenberlitaş, 2017: 181).

Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları ile diğer borsa dışı piyasalarda işlem gören altın gibi kıymetli madenler portföylerini işletmek üzere kurulan anonim ortaklık şirketlerdir. Bunlar kayıtlı sermaye esasına göre kurularak faaliyet gösterirler. Risk Sermayeli Yatırım Ortaklıkları ise adından da belli olduğu gibi riskli olmasına rağmen getiri seviyesi yüksek düzeyde olan şirketlerin ihraç ettiği araçlara yatırım yaparlar. Bu şekilde uzun vadeli kaynak aktarımı söz konusu olmaktadır. Gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan yatırım ortaklıkları ise Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları olarak isimlendirilmektedir. Bunların gelirleri vergiden muaf olan özel bir portföy yönetim şirketi tipi yatırım ortaklıklarıdır (Çukacı ve Çenberlitaş, 2017: 183).

Yatırım Fonları ise küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini toplayarak profesyonelce finansal piyasalardaki araçlarda kullanılması esaslı ile işlemektedir. Bu bağlamda yatırımcının risk profiline göre çeşitli şekillerde yatırım portföyleri oluşturulmaktadır. Burada genel olarak profesyoneller tarafından yönetilen fonların çok riskli yatırımlara yönlendirmeden maksimum getir sağlama temin edilmeye çalışılır. Bunun için değişen ekonomik koşullara göre finansal araçların getirileri değiştiğinden yatırım fonların niteliğinde de büyük bir değişim ve çeşitlilik yaşanmaktadır. (Bektaş, 2013: 11-16).

1.2.3. Döviz Piyasası

Döviz piyasası geniş anlamda değerlendirirsek tüm yabancı ödeme araçlarını içine almaktadır. Efektif döviz, nakit yabancı paralar ve poliçeleri kapsarken, kaydi döviz ise bankalardaki kaydi olarak tutulan yabancı para cinsinden satın alma gücüne denir.

Döviz piyasaları ise yerel para biriminin yabancı para karşısında alım satımının yapıldığı yerler olup, bu nedenle “*yabancı para piyasası*” olarak da isimlendirilebilmektedir. Bu piyasalarda, bir taraftan ulusal para birimi yabancı para karşısında alınıp satılabilirken diğer taraftan yabancı para da başka bir yabancı para ile değiştirilebilmektedir (Başçı ve Kara, 2011: 33). Döviz piyasalarında işlemler nakit para işlemlerinin yanı sıra ödeme emirleri, banka havaleleri, mevduat sertifikaları ve döviz poliçeleri gibi likiditesi yüksek finansal araçlar üzerinden gerçekleştirilebilir. (Demiralp ve Yılmaz, 2010: 45).

Döviz piyasaları ekonomik işlem ağıyla birbirine bağlı, telefon ve bilgisayar gibi araçlarla, kendi işyerlerinden faaliyet gösteren katılımcıların iletişim kurdukları piyasadır. Döviz almak ya da satmak isteyen katılımcılar teknoloji sayesinde anında kendilerine uygun fiyatı görerek kendi aralarında işlem yapabilmektedirler. Döviz piyasasının içinde bankalar arası organize olmuş döviz piyasaları bulunur. Buna ek olarak Merkez Bankası bünyesinde güvenli bir sistemde alım satım aracılığı eden döviz ve efektif piyasası vardır. Merkez Bankası bu şekilde döviz fazlası ve açığı olan ekonomik birimler arasında döviz açığı olan ekonomik birimlere fon akımını hızlandırmıştır. Böylece, döviz kurlarının piyasa koşullarında belirlenmesi sağlanmıştır (Şephanelioğlu, 2010: 6).

Döviz piyasasında işlem yapan çok çeşitli ekonomik birim bulunmaktadır. Bunların başında merkez bankaları gelmektedir. Merkez bankaları ticari ve finansal ilişkiler çerçevesinde oluşan sermaye giriş ve çıkışları bağlamında rezervlerinde sürekli döviz bulundurmaya zorunda kalmaktadır. Ayrıca uygulanan ekonomik programlar nedeni ile açık piyasa işlemleri çerçevesinde döviz piyasalarında işlem yapmaktadır. Bunu yanında ticari bankalar döviz transferleri ve akreditif açma işlemleriyle ilgili olarak döviz alım satımına aracılık yapmaktadır. Dış ticaret ve yatırım faaliyetinde bulunan kişiler ve firmalar da doğrudan doğruya döviz piyasasından işlem yapmaktadır. Spekülatörler ve arbitrajcular yanında enflasyondan korunmaya çalışan birimlerde döviz piyasasında işlem yapmaktadır (Tokgöz: 1996: 6-7).

Döviz piyasasının özellikleri arasında en çok öne çıkanı evrensel niteliğe sahip olmasıdır. Dünyanın neresinde olurlarsa olsunlar finansal yatırımcılar iletişim araçlarıyla bilgi olarak ülke paraları arasındaki değişim oranlarından yararlanarak işlem yapabilmektedir. Ayrıca uluslararası ticaretin gelişmiş olması da dünyanın her yerinde sürekli olarak ülke paralarının birbirine çevrilmesini zorunlu kılmaktadır. Bunun yanında farklı ülkelerdeki finansal getiri fırsatları da para değişimlerini zorunlu kılmakta bu da döviz piyasasının alanını

ve işlem sürelerinin global düzeyde gerçeklemesine yol açmaktadır. Bütün bu nedenlerle döviz piyasaları dünyada hiç kapanmayan piyasadır. Döviz piyasaları sahip olduğu özellikler gereği tam rekabet piyasasına oldukça yakın piyasalardır. Öyle ki, kıtalar ve ülkeler arasındaki saat farkları sebebiyle 24 saat içinde döviz piyasalarından bir tanesi mutlaka açıktır. Bir piyasanın kapanmasını diğer piyasanın açılışı takip etmektedir. Bu durum da döviz piyasasını global bir hale getirmektedir. Ayrıca malın homojen olması, çok sayıda alıcı ve satıcıyı barındırması ve hiçbirinin tek başına fiyatı etkileyememesi, piyasaya giriş çıkışın serbest olması, alıcı ve satıcının piyasa hakkında bilgisinin tam olması, fiyatın veri olması gibi özellikleriyle ideal piyasa tipi olan tam rekabet piyasasına büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Öte yandan döviz piyasası global ölçekte bir piyasadır. Bunun için sıkı sıkıya belirli kurallara göre düzenlenmiş bir iktisadi oluşum olarak kabul edilmemektedir. Kendi işleyişini kendi düzenleyen bir piyasa özelliği göstermektedir.

Son dönemde uluslararası ticaretin artması, ülkeler arasındaki döviz ihtiyacını artırmıştır. Bu ihtiyacı karşılamak için döviz piyasaları ülkelerin mal ve hizmetleri satın almak için ihtiyaç duydukları yabancı parayı kolayca elde etmelerini sağlamaktadır. Ancak milletlerarası ticaretin beraberinde getirdiği riskler de bulunmaktadır. Örnek vermek gerekirse, ödemenin alınıp alınamayacağı veya malın gerektiği gibi ve zamanında teslim edilip edilmeyeceği gibi riskler olabilir. Öte yandan milli para birimlerinin yabancı para cinsinden değerindeki dalgalanmalar, dış ticareti olumsuz etkileyebilir. Böylece, döviz piyasaları, ticareti kolaylaştırdığı kadar belirsizliği ve dolayısıyla riski de arttırabilmektedir. Döviz piyasalarındaki akreditif gibi uygulamalar sayesinde bu tür riskleri ortadan kaldırmak ve dış ticareti güvenli bir şekilde gerçekleştirmek mümkündür. Bu tür olumsuzlukları önlemek için döviz piyasalarında kur riskinden korunma yöntemleri olarak adlandırılan “hedging” araçları geliştirilmiştir. Ancak uluslararası ticaret ve finansal sermaye hareketlerinin artması döviz piyasalarındaki işlem hacmini çok büyük boyutlara taşınması alınan bütün önlemlere rağmen döviz piyasalarını en dalgalı piyasalardan biri olmaktan kurtaramamıştır. Bunu için döviz piyasaları ekonomide kırılmalık yaratan önemli özelliklere sahip olmuştur.

Bunun yanında TCMB finansal istikrarı sağlamak ve risklerden korunmak amacıyla Türk Lirasının aşırı derecede değerlenmesi veya değer kaybetmemesi için önlemler almaktadır. Merkez Bankası döviz piyasasının sağlıklı çalışmasını sağlamaya çalışır. Bu kapsamda döviz likiditesinin desteklenmesi amacıyla döviz arz ve talebindeki gelişmeleri takip eder. Piyasa derinliğinin kaybolmasıyla ortaya çıkan piyasadaki sağlıksız fiyat oluşumlarına müdahale eder. Ayrıca TCMB, ülkenin döviz rezervlerini saklamak için kasa görevi yapar. Döviz rezervleri

resmi para otoriteleri tarafından kontrol edilir. Rezervler genellikle diğer para birimlerine çevrilebilen ödeme araçlarından oluşmaktadır.

Türkiye’de finansal krizler genelde döviz piyasasında artan stresle başlayıp, finansal sistemin diğer bölümlerine ve özellikle reel sektöre yayıldığı bilindiğinden finansal istikrarın korunması ve risklerin sistemik hale gelmeden önlenmesi amacıyla döviz piyasasındaki risklerin yakından takip edilmesi çok önemlidir. Gereken önemin verilmemesi durumunda finansal sistemin işleyişinin bozulmasına sebep olacak aşırı dengesizlikler ekonomik büyüme ve refaha zarar verebilir, sistemik bir stres oluşabilir (Kilimci, vd., 2015: 2).

Merkez Bankasının görevleri arasında Türkiye’de uygulanacak döviz kuru rejimini hükümet ile beraber belirlemek vardır. Aynı zamanda belirli bir kur rejimi çerçevesinde döviz kuru politikalarını uygulama yetkisi de Merkez Bankasındadır. Para politikası hedeflerine uygun olarak kur uygulamaları belirlemektedir. Türkiye’de 2001 yılında yaşanan ekonomik krizi sonrasında, esnek döviz kuru uygulamasına geçilmiştir. Bu rejimde döviz kurları piyasada genel olarak arz ve talebe göre belirlenmiştir.

1.3. Finansal Sistemin Fonksiyonları

Finansal sektörün ekonomik kalkınma sürecindeki rolü iktisat literatüründe birçok tartışmaya konu olmuştur. Finansal sistemin ekonomik aktivite üzerindeki etkisine ilişkin teorik tartışmalar finansal sistemin yapısal özellikleri yanında finansal sistem politikalarında yapılan uygulamalarla yakından ilişkilidir. Bunu yanında finansal sistemin ekonomi üzerinde yarattığı etkileri finansal sistemin işlevlerinden ayrı ele alıp analiz etmek de mümkün değildir. Bunun için finansal sistemin fonksiyonlarını ayrıntısı ile incelemek büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede literatürde finansal sistem fonksiyonlarını ortaya koymak için oldukça farklı yaklaşımlar izlenmiştir. Böylece farklı yaklaşımlarla fonksiyonların belirlenmesi farklı şekillerde gelişmişlik ölçütlerinin konulmasına da neden olmuştur.

Finansal sistem, ekonomideki tüm işlemlerin mutabakatını kolaylaştıran temel ödeme sisteminin yanı sıra para, borç, hisse senedi ve vadeli işlem piyasaları gibi sermaye piyasalarını ve finansal araçları da kapsamaktadır. Finansal sistemin işlevi, belirsiz bir ortamda bile finansal kaynakların farklı yer ve zaman aralıklarında etkin bir şekilde tahsis edilmesini ve dağıtılmasını sağlamaktır. Finansal sistem bu şekilde finansal kaynakların etkin kullanımı temel amacına hizmet ederken aynı zamanda reel ekonomi için de hayati işlevler yerine getirmektedir.

Finansal sistemin fonksiyonları finansal sistemin yapısal özellikleri bağlamında ele alınarak incelenebilir. Finansal sistem piyasalar açısından para ve sermaye piyasaları şeklinde iki temel piyasanın ağırlığına göre işlevlerini farklı farklı yerine getirebilmektedir. Bu ayrımında para piyasalarında bankalar sermaye piyasalarında ise borsalar finansal sistemin işlevlerini yerine getirirlerken işleyen temel kurum olmaktadır. Ülkelerin finansal yapısına göre bankacılık temelli ya da piyasa temelli olarak ayrılabilir. Almanya ve Japonya gibi ülkeler bankacılık temelli, ABD ve İngiltere ise piyasa temelli finansal sistem yapısına örnek verilebilir. Literatürde finansal yapı endeksleri çerçevesinde üç temel gösterge ele alınmaktadır. Bu göstergeler mevduat bankalarının verilen özel sektör kredilerinin toplam piyasa işlem hacmine oranı, borsa işlem hacminin milli gelire oranı ve mevduat bankalarının toplam varlıklarının borsa toplam piyasa değerine oranı şeklinde belirlenebilir. Hesaplanan finansal yapı endeksi değerinin yüksekliği piyasa temelli sistemin banka temelli sisteme göre daha fazla gelişmiş olduğunu ortaya koyar. Finansal açıdan fon sağlığı yaşandığı durumlarda finansal gelişme ilk aşamada bankacılık sektörü ile başlar. Ancak ekonomiler geliştikçe buna paralel olarak piyasaya dayalı finansal sistem de büyür. Her iki sistemde farklı ülkelerde farklı deneyimler ile başarılı olduğundan her iki sisteminde kendi uygulayıcı ve savunucuları mevcuttur. (Seven, 2015: 46-47)

Finansal sistemin fonksiyonları, para birimi veya banka gibi belirli bir finansal araç veya kurum üzerinde yoğunlaşmaktan ziyade, finansal yapı ile finansal sistemin bir bütün olarak işleyişi arasındaki karşılıklı bağlantıyı dikkate alan bir bakış açısıyla ortaya konabilir. Etkin ve geniş finansal piyasalar, risk yönetimi, ticareti kolaylaştırma, ekonomik varlıkları tehlikelerden koruma ve yatırımı ve ekonomik büyümeyi teşvik etme gibi görevlerin düzgün bir şekilde yerine getirilmesi için gereklidir. Basitçe söylemek gerekirse, finansal sistem, üstlendiği çeşitli görevlerle ekonominin geliştirilmesinde önemli bir role sahiptir. Bu açıdan finansal sistemin en temel işlevi, kaynakların etkin kullanımına imkân vererek, ekonomik büyümeye destek sağlamak olarak belirlenebilir.

Finansal sistemin işlevlerini daha spesifik bir biçimde belirlemek de mümkündür. Buna göre temel aracılık faaliyetleri bağlamında fon sunanlarla fon talep edenler arasında finansal sistemin fonksiyonlarını aşağıda belirlendiği şekilde altı başlıkta toplamak mümkündür (Merton ve Boddie, 1995: 2).

- Ticareti daha kolay hale getirmek için uygun ödeme imkanları sağlamak,
- Kaynakların bir araya getirilmesi ve çeşitli yatırım projelerine sunulması,

- Ekonomik kaynakların zaman içinde endüstriler arasında transfer yolunu sağlamak,
- Risk yönetimi için çok çeşitli araçlar geliştirmek,
- Ekonomik birimlere karar alma sürecine yardımcı olacak bilgi sağlamak,
- Sistem içinde asimetrik bilgi sorununa yol açan kaynakları ortadan kaldırmak.

Yukarıda belirtilen fonksiyonların ortaya koyduğu şekilde bütün finansal sistem işlevleri sonunda, belirsiz bir ortamda sınırlar arasında ve zaman içinde ekonomik kaynakların tahsisini ve dağıtımını kolaylaştırmayı hedeflemektedir. Kaynak tahsisi temel işlevi çerçevesinde diğer alt işlevler ayırt edilebilmektedir. Bunun yanında bütün bu işlevler genel finansal sistem için tanımlanabileceği gibi finansal sistem temel unsurları ya da bileşenleri çerçevesinde tanımlanması da mümkündür. Buna göre fonksiyonel analiz finansal sistemde yer alan kurumlar, yürütülen aktiviteler ve alım ve satımı yapılan ürünler çerçevesinde ayrı ayrı ele alınabilir. Böylece finansal sistemin fonksiyonları en ince ayrıntısına kadar ortaya koymak mümkün olur. Bütün bu analizlerin sonucunda finansal sistemin ekonominin çok çeşitli sektörlerinde merkezi olmayan karar vermeyi koordine etmeye yardımcı olacak bilgileri sağladığı görülmektedir. Buna göre oluşturulan kararların uygulanmasına nasıl yardımcı olduğu kolaylıkla anlaşılabilir (Merton and Boddie, 1995: 3).

Finansal sistemin işlevlerini yerine getirirken ekonomi üzerinde olumlu etki yaratmasına imkan sağlayan üç önemli husus vardır. Bu hususlar finansal sistemin işlevlerini belirlerken de kullanılabilir. Bunlar yine finansal sistemin temel aracılık fonksiyonundan hareketle finansal aracılık düzeyi, finansal aracılığın etkinliği ve finansal aracılığın bileşimi şeklinde ortaya konabilir. Finansal sistem işlevlerini bu şekilde belirlemek bu işlevlerin her birinin ekonomik büyüme üzerinde etkisini beklenebilirken neden farklı seviyelerde oluştuğuna da ışık tutar (FitzGerald, 2006: 3-4).

İlk olarak finansal aracılık seviyesine ilişkin özellikler finansal aracılık fonksiyonunu ne kadar etkin şekilde sağladığı ile ilgili çok önemli bilgiler verebilir. Gerçekten de bir finansal sistemin ekonomi içindeki büyüklüğü işlevlerinin yerine getirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Buna göre daha büyük bir finansal sistem, finansal araçların işletilmesinde önemli sabit maliyetler olduğu için, ölçek ekonomilerinden sonuna kadar yararlanılmasına imkân verir. Daha fazla yatırımcı finansal araçlara katıldıkça büyüme sonucunda ortaya çıkan pozitif dışsallıkla bilginin yayılımı için yeni kanallar açabilir. Büyük bir finansal sistem aynı zamanda kredi kısıtlamalarının daha az olduğu bir finansal sistemdir. Bu çerçevede firmaların

borç alma kabiliyeti ne kadar yüksek olursa karlı yatırım fırsatlarının başarılı şekilde değerlendirilmesi de o kadar olası olur.

İkincisi finansal aracılığın etkinliği yüksek kaliteli bir finansal aracılık sağlar. Bununla birlikte, finansal sistemlerin verimliliği, özellikle bilgi toplama temel işlevlerinden biri olduğu için, çok önemlidir. Asimetrik bilgi, finansal piyasalardaki dışsallıklar ve eksik rekabet optimal olmayan yatırım seviyelerine ve verimsiz sermaye tahsisine yol açabilir. Hatta ekonomik krizlere neden olan banka hücumları, dolandırıcılık veya likidite yetersizliği gibi diğer istenmeyen sonuçlara yol açabilir. Bu piyasa kusurları ancak güçlü yasal ve kurumsal arka plana sahip etkin ve verimli finansal piyasaların işleyişi ile ortadan kaldırılabilir. Etkin finansal sistem, verimlilik artışının sağladığı fayda ile sermaye tahsisinde ve fon kullanımının izlenmesinde de daha etkili olabilir.

Üçüncü olarak finansal aracılığın bileşimi finansal sistemin işlevlerini yerine getirmesi açısından çok önemlidir. Finansal aracılığın bileşimindeki iki önemli değişken vardır. Birincisi, mevcut finansman yapılarının vadesidir. İkincisi ise emeklilik fonları ve sigorta şirketleri şeklindeki kurumsal yatırımcıların sistemdeki ağırlığı ile ilgilidir. Kredilerin ve tahvillerin vadesi, belirli yatırımların ne ölçüde karlı bir şekilde kullanılabileceğini etkileyebilir. Finansal aracılığın bileşiminin, firmaların kaynakları tahsis etme verimliliğini etkilemesi için potansiyel bir kanalda kurumsal yatırımcıların sistem içerisinde büyümesi ile gerçekleşmektedir.

Finansal sistemin işlevlerinin diğer bir sınıflandırılmasında finansal sistem özellikleri iktisadi kalkınma sürecinde etkili olduğu düşünülen fonksiyonlar çerçevesinde belirlenmektedir (Uludağ ve Arıcan, 1999: 110). Buna göre;

- Finansal sistem aracılık fonksiyonu,
- Finansal işlem maliyetlerini kısma fonksiyonu,
- Mal ve hizmet değişimini kolaylaştırma fonksiyonu,
- Riskin taban yayılması fonksiyonu,
- Ekonomik istikrar için araç sağlama fonksiyonu,

Finansal aracılık fonksiyonu çerçevesinde finansal sistemin finansal kaynakları en etkin yatırım projeleri arasında dağıtılması aracılık etme süreci göz önünde bulundurulmaktadır. Ekonomik büyüme sürecinde en önemli faktörün kıt bulunan sermaye birikimin sağlanması

olduğu göz önüne alınırsa finansal sistemin bu işlevinin ne kadar önemli olduğu açıkça ortaya çıkmaktadır.

Finansal aracılık maliyetlerinin azaltılması ile ilgili olarak finansal sistemin fon arz ve talebi arasında köprü görevi görürken işlem maliyetlerini düşük tutması ifade edilmektedir. Bu şekilde fonlama maliyetlerinin azaltılması hem fon sunan hem de fon talep eden açısından finansal işlemleri karlı hale getirerek piyasanın oluşmasını sağlamaktadır. Aksi takdirde finansal piyasalarda bilgi edinme faaliyetlerinin yüksekliği nedeni ile finansal işlemlerinin sağlıklı yürütülmesi mümkün olmaz.

Finansal sistem mal ve hizmetlerin değişimi için çok değişik ödeme kolaylıkları sağlayarak çok önemli bir işlev yerine getirmektedir. Finansal sistemin para sistemi üzerinde geliştirdiği imkanlar olmadan malların mübadele edilmesi üzerinden yürütülecek faaliyetlerle ekonominin sağlıklı bir şekilde gelişmesi imkansızdır.

Finansal yatırımcılar önemli risklerle karşı karşıyadır. Bu bakımdan finansal sistemin riskin tabana yayılmasını ve transferini sağlayan uygulamalarına çok ihtiyaç duyarlar. Böylece, riskten kaçınma isteği farklılık gösteren bireyler açısından uygun yatırım kararlarının alınmasını sağlamak mümkün olur.

Ekonomik istikrar finansal sistemin diğeri önemli bir fonksiyonudur. Finansal sistem sahip olduğu araç ve yöntemlerle ekonomik birimlerin üretim, istihdam ve fiyatlarda yaşanan dalgalanmalara karşı dayanma gücünü artırır. Böylece söz konusu dalgalanmalar krizlere yol açmadan atlatılmış olur.

Finansal sistemlerin fonksiyonları coğrafi konumlarına veya tarihsel dönemlerine bakılmaksızın tüm ekonomilerde temelde tutarlıdır. Bununla birlikte, bu işlevlerin yerine getirilmesi, ölçek, karmaşıklık ve teknolojik kaynakların yanı sıra politik, kültürel ve tarihsel bağlamlardaki farklılıklar gibi faktörler nedeniyle ekonomiler arasında farklılık göstermektedir. Ancak bu durum finansal sistemlerin, ekonominin etkin biçimde işlemesi için, sahip olması gereken işlevleri saymaya engel değildir.

Finansal piyasalarda bilgi ve işlem maliyetlerini azaltmak üzere yerine getirdiği görevler bağlamında finansal sistemlerin işlevleri belirlenebilir. Bu bağlamda finansal sistem işlevlerini belirlerken genellikle ticari ve finansal alım satım işlemlerini kolaylaştırması

üzerinde durulmaktadır. Bu kapsamda finansal sistem işlevleri aşağıda belirlendiği şekilde beş ana noktada toplamaktadır (Levine, 1997: 689).

- Risk yönetimin kolaylaştırmak,
- Finansal kaynakları tahsis etmek,
- Finansal işlemlere kurumsal kontrol sağlamak,
- Tasarrufları mobilize etmek
- Mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırmak.

Risk yönetimini kolaylaştırmak yatırımcıları riskten korumak için yönetilebilmesi dolayısı ile riskin belirlenmesi gerektirir. Buna göre yatırımcı risk çeşitlendirmesine ve uygun şekilde paylaşımına gidebilir. Finansal kaynakları tahsis etmek sürecinde yatırım yapacak girişimcilere önceden bilgi üretiminin sağlanması söz konusudur. Bu şekilde fonlar daha başarılı projelerde değerlendirilir. Bunun sonucunda daha verimli kaynak tahsisi sağlanmış olur. Finansal işlemlerin kurumsal kontrolü yapılan yatırımlar çerçevesinde fon kullananların izlenmesi sürecini içermektedir. Böylece finansal araçlar fon sunanlar adına fon talep edenleri izleme işlevini yerine getirir. Tasarrufları mobilize etmek tasarrufların uygun şekilde bir havuzda toplanarak fon ihtiyacı olanlara ödünç verilmesini içerir. Bu çerçevede tasarruf sahiplerinin en iyi kararı oluşturmalarında destek sağlanmalıdır. Mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırmak işlevi çerçevesinde ise ekonomik birimlerin mal ve hizmet alım satımlarının etkin şekilde yapılması için en uygun ödeme imamlarının mümkün kılınmasıdır.

Yukarıda ifade edilen fonksiyonların tam olarak yerine getirilmesi ile finansal sistemlerin etkinliği artmaktadır. Bunun sonunda reel yatırımların finansal piyasalarda fon sağlarken karşı karşıya kaldıkları bilgi ve işlem maliyetlerini azaltmaktadır. Bu durumda girişimciler için yatırım kararlarını almak daha kolaylaşmakta dolayısı ile yatırım artışına bağlı olarak ekonomik üretim süreci hızlanmaktadır. Böylece, finansal sistemin fonksiyonları ele almak ve reel ekonomi üzerinde yarattığı etkileri belirlemek oldukça önemlidir. Çünkü ekonomik sistem reel ve finansal kesimden oluşmaktadır. Bu iki kesim arasındaki ilişkiler ne kadar sağlıklı ilerlerse reel ekonomik sistemde o kadar sağlıklı gelişir Bunun sonucunda da milli gelir ve istihdam seviyesi yükselerek toplumsal refah artar. Bütün bunları göz önüne alarak finansal sistemin fonksiyonlarının iyi bir şekilde anlaşılacak bu fonksiyonların daha iyi

sağlanması için finansal sistem desteklenmelidir. Bunun için çalışmanın bundan sonraki kısmında finansal sistemin işlevlerle ayrı ayrı incelenecektir.

1.3.1 Risk Yönetimini Kolaylaştırmak

Risk genel olarak kayıp yaşama potansiyeli olarak tanımlanır. Bu tehlikelerin tamamen ortadan kaldırılamayacağı göz önüne alındığında, onlara karşı etkin bir yönetimin gerçekleştirilmesi zorunludur. Fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getiren finansal sistem finansal piyasalarda riskin dönüştürülmesinde ve zamanlar arası risk paylaşımını da önemli bir işlev oynar. Finansal sistemin önemli bir fonksiyonu olan risk yönetimini kolaylaştırılması riskin tabana yayılması ve transferinin uygun şekilde sağlanması için mekanizmaların oluşturulması gibi hususları içermektedir. Tasarruf sahipleri genelde riskten kaçınmak isterler. Ancak riskten kaçınma davranışı derece olarak bireyler arasında büyük farklılık gösterir. Bu yüzden finansal sistemin bu farklılıklara göre yatırım yapılacak imkanları sunmasını gerektir. Öyle ki bazı tasarruf sahipleri yüksek riske katlanarak daha fazla kazanmak isterler. Bunun için finansal sistem farklı derecelerde risk taşıyan değişik araçları ekonomik birimlere sunabilmelidir. Öte yandan, piyasada uzmanlaşmış kurumlar bireylerin tercihlerine göre optimum risk yönetimi çerçevesinde risk dağılımı da yapabilir (Başoğlu vd., 2001: 9-10).

Finansal sistem, ekonomik varlıkların farklı risklere karşı kırılganlığını, bu riskleri çeşitlendirerek azaltmakta ya da birbirinden ayırarak daha bilinir kılmaktadır. Tasarruf yoluyla para sağlayan bireyler, bu tutarları geri ödeyememe tehlikesiyle karşı karşıya kalmaktadır. Bu risk vadenin uzamasıyla daha da artmaktadır. Bu senaryoda, fonlama sektörü yüksek riskli uzun vadeli kredi verme konusunda isteksiz olacaktır. Risk eğilimli bir ortamda finansal sistem, potansiyel fon alıcılarına, tasarruf yapan bireylerin karşılaşılabileceği tehlikeler hakkında bilgi sağlamaktadır. Risk yönetimi, portföy çeşitlendirmesi ve bilgi paylaşımının uygulanması, kaynakların yüksek getiri sunan varlıklara doğru hareket etmesine yol açmaktadır. Bu da ekonomide verimliliği dolayısı ile büyümeyi artırmaktadır (Oktayer, 2007: 43).

Sermaye piyasalarındaki araçların risk düzeyi genelde para piyasası araçlarına göre daha yüksektir. Risk, öngörülen hedeflerin gerçekleştirilmemesi veya değiştirilmesiyle ilgilidir. Finansal sistemi sıfırlamak mümkün olmasa da finansal sistemin sağladığı bazı fırsatlar ve rasyonel karar alma yoluyla riskleri azaltmak mümkün olabilir. Finansal sistem riskin yönetimini ve düzenlenmesini kolaylaştırır. Finansal araçlar alanında hem yüksek riskli hem de

düşük riskli seçenekler mevcuttur. Farklı risk türlerini etkili bir şekilde azaltmak için vadeli işlem piyasaları da geliştirilmiştir. Bu şekilde gelişmiş finansal sistemler ekonomik birimlerin kararları ile oluşacak riskin bilinmesine ve yönetilmesine imkan vermektedir (Demir vd., 2007: 440-447).

1.3.2 Finansal Kaynakları Tahsis Etmek

Finansal sistem ekonomik birimlere aktaracağı bilgilerle onların en doğru yatırım kararlarını almalarına imkân tanır. Böylece finansal kaynaklarının kullanımına ilişkin etkinlik ve verimlilik artar. Bu bakımından finansal sistem ekonomik birimlere sağladığı bilgi akışı ile çok önemli bir işlev yerine getirmektedir. Öyle ki, asimetrik bilgi problemi kaynakların optimal dağılımını etkileyen önemli bir sorundur. Finansal araçlar sayesinde mevcut bilgi anında ve doğru biçimde yatırımcılara duyurulur. Bu şekilde finansal sistem araçları bir bakıma rehber görevi görmektedir (Çağlarırnak, 2002: 109). Finansal sistem içinde etkin bilgi aktarımı fon fazlası olan ve fon ihtiyacı olan birimlerin etkin yakınsamasını sağlar. Bu faaliyeti etkin bir şekilde yürütülmediği takdirde ekonomi içerisinde kaynakların yanlış tahsisi meydana gelebilir.

Finansal kurumlar, birbirini tanımayan bireysel tasarruf sahiplerinin kaynaklarını konsolide etme yeteneğine sahiptir. Daha sonra bu fonları yatırımcılara tahsis ederek, uzun vadeli projelerin tamamlanmasından önce yatırım sermayesinin zamanından önce çekilmesi riskini azaltırlar. Bu bağlamda aracı kurumların söz konusu riskleri üstlenmesi, toplam riskin azalmasına neden olmaktadır (Ağır, 2009: 5). Yüksek getiri sağlayan yatırımlar uzun vadeli sermaye kullanımını zorunlu kılar. Bu durumda taşıdıkları risk ve getiri sağlama dönemi yüksektir. Bu şekilde tasarruf sahipleri tasarruflarının kontrolünü uzun dönemde riskli yatırımlara vermekten çekince gösterebilir. Bunun içinde bu tür yatırımlara çok fazla yönelmek istemezler. Dolayısı ile bu tür yatırımlar önemli ekonomik getirileri olmasına rağmen finanse edilmediği için gerçekleşmez. Ancak etkin bir finansal sistem işleyişi içinde finansal kurumlar farklı vade, getiri ve riske göre değişik yatırım araçları arz eder. Böylece, bireylerin portföylerini çeşitlendirerek bu tür fonların sisteme akması sağlar. Bütün bunlar ise ülkede sermaye birikiminin ve üretimin artmasına imkân tanır.

Finansal sistem, büyük yatırımlara fon imkânı sağlamak yanında, ölçek ekonomilerinden yararlanarak, aracılık maliyetlerini düşürerek de girişimcilerin yatırım maliyetlerini azaltıp daha fazla kar elde etmelerini sağlar. Finansal sektördeki gelişmeye bağlı olarak finansal kurumların hizmetlerinde oluşan rekabet önemlidir. Çünkü, rekabet borçlanma faizlerinde düşüş sağlayarak ekonomik birimler için maliyetleri aşağıya indirir. Aracılık

maiyetleri düştükçe, tasarruf ve yatırımların daha büyük kısmı daha yüksek getirili alanlara aktarılmaktadır. Bunun sonucunda girişimciler için yüksek boyutlu yatırımlara girişmek ve böylece sürdürülebilir ekonomik büyümeyi elde etmek mümkün olmaktadır (Öztürk vd, 2010: 97-98).

1.3.3 Finansal İşlemlere Kurumsal Kontrol Sağlamak

Finansal sistem yürüttüğü aracılık faaliyetleri kapsamında, alıcı ve satıcılarının etkin şekilde eşleştirilemesini sağlar. Eşleştirme öncesi ve sonrasında işlemlerin hazırlanması ve sonuçlandırılmasını sağlayan bütün süreç finansal sistem içinde gerçekleşir. Yani finansal faaliyetlerin öncesi ve sonrasındaki işlemlerin tüm parçalarını içine alır. Bu bağlamda fon alışverişi gerçekleştikten sonra fon temin edenlerin bu kaynakları tamamen kendi lehlerine kullanması sonucu bazı sorunların çıkmasını engellemek üzere finansal sistemler bazı işlevleri yerine getirmelidir. Aksi takdirde fon temin eden elindeki kaynakları tamamen kendi lehine kullanarak geri ödememe riskinin oluşmasına yol açacaktır. Bunun sonucunda hem fon arz eden zarara uğrar hem de ekonomide kaynaklar verimsiz şekilde kullanılmış olur.

Finansal sistem yukarıda ifade edilen olumsuz gelişmelerin olmaması için piyasalarda denetleme ve izleme fonksiyonunu yerine getirmelidir. Finansal sistem geliştirdiğı çeşitli yöntem ve araçlarla bu işlevini yerine getirerek fon kullananları sıkı bir biçimde gözetler. Bu işlevin her bir fon sağlayıcı tarafından fon kullananlar üzerinde gerçekleştirilmesi hem fiziki olarak mümkün değıl hem de çok zaman ve maliyet gerektiren bir husustur. Bu bakımdan tasarruf sahipleri adına bu işlev finansal piyasalardaki işleyiş içinde çeşitli biçimlerde gerçekleştirilir. Görüldüğü gibi finansal sistem yatırım yapılmadan önce sağladığı bilgiler ile fon sunanları alacakları kararlarda olumlu yönde desteklerken aynı şekilde fon sunulduktan sonra da fon kullanıcıları üzerindeki denetleme ve bilgi sağlama işlevini aynı şekilde gerçekleştirmektedir. Bu çerçevede etkin şekilde denetleme görevini geliştirdiğı yeni yöntem ve araçlar finansal piyasaların güçlenmesine imkân sağlamaktadır.

Özellikle yenilik yatırımında bulunan girişimciler fon sunanlar tarafından denetlenmesi güç çok yoğun tek taraflı bilgiye sahip olduklarından finansman sağlama konusunda zorluklarla karşılaşmaktadır. Böylece finansal sistemin denetleme fonksiyonuna yenilik amaçlayan yatırımların finansmanında daha çok ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun için yenilik getirici yatırımlar risklidir ama başarılı olunması halinde katma değeri yüksek getiri sunduğu için mutlaka desteklenmelidir. Bu açıdan finansal sistem riskli yatırımlar üzerinde uygun kontrol imkanları sunarak yenilikçi düşüncelerin finansal olarak desteklenmesine imkân vermektedir.

Öte yandan, finansal sisteme dinamiklik katan küçük yatırımcıların desteklenmesi açısından da finansal sistemlerin denetim görevi çok büyük önem taşımaktadır. Büyük yatırımcılar profesyonel destek alarak yatırım alanlarına ilişkin sıkı takibi bir yere kadar yapabilirken küçük yatırımcılar bu imkândan tamamen yoksundur.

1.3.4 Tasarrufları Mobilize Etmek

Finansal sistem, önceki kısımda ifade edildiği şekilde alıcı ve satıcılarının piyasada karşılaşması yanında bu karşılaşma öncesi ve sonrasında yapılması gereken işlemlerin gerçekleşmesini sağlar. Finansal araçlar, tasarruf sahiplerinden borç alanlara fon akışını kolaylaştıran, dolayısıyla finansal sistemin sağlıklı gelişimini destekleyen kuruluşlardır. Ekonomide fon fazlası olan ekonomik birimlerden fon ihtiyacı olan kesimlere fon aktarılması temel aracılık faaliyeti içinde yer almaktadır. Finansal aracılığın likiditenin arttırılması, işlem maliyetlerinin düşürülmesi ve dengesiz bilgi dağılımının düzeltilmesinde önemli rolü vardır. Ayrıca, kaynak dağılımının etkinleştirilmesi ve risk yönetimi gibi çok önemli işlevleri de yerine getirir. Bu şekilde finansal sistem çok sayıda tasarruf sahibinden toplanan fonların nispeten daha az yatırımcıya aktarılmasıdır ve finansal gelişme ile finansal aracılık etkinlikleri de artar.

Asimetrik bilgi problemi kaynakların optimal dağılımını etkileyen önemli bir sorundur. Bu anlamda asimetrik bilgi finansal piyasanın işlemlerini engelleyen önemli bir piyasa aksaklığıdır. Bireysel tasarruf sahiplerinin piyasa koşullarını değerlendirmeleri ve asimetrik bilgiden kaynaklanan problemleri aşmaları zor ve maliyetlidir. Finansal araçlar sayesinde mevcut bilgi anında ve doğru biçimde yatırımcılara duyurulur. Araçlar bir bakıma bu konuda rehber görevi görmektedir (Çağlarırnak 2002: 109). Bu şekilde finansal sistem çeşitli araçlarla bilgi edinme maliyetlerini azaltarak ödünç alanlar ve küçük yatırımcıların finansal piyasalarda var olmasını sağlar. Özellikle kırsal kesimde bulunan ekonomik birimler imkan olarak tüm alternatifleri ve piyasa şartlarını değerlendirme imkanına sahip değildir. Bilgi toplama konusunda yaşadıkları bu problem onları gömüleme eğilimine yönlendirmektedir. Bu durumda tasarrufların mobilizasyonunu engellendiği için kaynakların etkin dağılımı da mümkün olmaz.

Öte yandan, küçük yatırımcıları finansal piyasalara çekerek âtıl kalabilecek fonları sisteme dahil olmasını sağlarlar. Bir araya gelen yatırımcılar ölçek ekonomisi avantajı elde ederler. Öte yandan finansal sistemin tasarrufları yönlendirmek konusundaki bu işlevi yenilik peşinde koşan girişimlere yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri için daha büyük önem taşımaktadır. Bilgi toplama maliyetinin yüksekliği sermayenin getirisi yüksek olsa bile yatırımcıların bu alan yönelmesini engelleyebilir. Ancak finansal sistemin bilgi sağlamadaki

faydaları tasarrufların bu tür girişimlere yönelmesini sağlayabilir. Bu şekilde tasarrufların teknolojik gelişmelere dayalı sermaye birikimine yönlendirilmesiyle ekonomik büyüme hızı daha da arttırabilir(Evin, 2007:12).

1.3.5 Mal ve Hizmet Alışverişini Kolaylaştırmak

Mübadele, malları karşılıklı şekilde birbiri ile değiştirmesi şeklinde ifade edilebilir. Mübadele sistemi iki malın değer olarak denkleğinin belirlenmesini sağlar. Bununla birlikte malların bir yerden diğeri bir yere nakli önemli sorunlara yol açmaktadır. Ancak paranın gelişimi ve paraya dayalı olarak finansal sistem içerisinde geliştirilen çeşitli araç ve yöntemlerle bu güçlükler aşılmıştır. Finansal sistem mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırır. Hızla gelişen ekonomilerin taleplerini karşılayabilecek yeni yatırım araçlarını ve piyasaları kullanarak bu işlemleri mümkün kılmaktadır.

Finansal kurumlar geliştirdikleri çeşitli araçlarla ekonomik birimlere gerçekleştirdikleri işlemler için mekânlar ve zamanlar arası ödeme imkânları sunmaktadır. Böylece, mal ve hizmet alım satımına yönelik işlemlerini kolaylaştırması söz konusu olmaktadır. Fiziki alışveriş kolaylaştığı gibi mübadele maliyetlerini düşürmesi de ekonomik faaliyetlerin gelişimini önemli derecede etkilemektedir. Ekonomik gelişme sürecinde ihtiyaçların çeşitliliğinin ve buna uygun mal ve hizmet üretiminin attığı göz önüne alınırsa finansal sistem sağladığı bu işlevin önemi daha iyi anlaşılabilir.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE EKONOMİK BÜYÜME

Tezin bu kısmında finansal gelişmişlik kavramı ele alınacaktır. Bu çerçevede ilk alt başlıkta çeşitli göstergeler yardımı ile finansal gelişmişliğin ölçümüne ilişkin analizler yapılacaktır. İkinci alt başlıkta ise finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisine ait teoriler açıklanacaktır. Bu bağlamda Arz Öncülü Hipotez, Talep Çekişli Hipotez, Çift Yönlü Etkileşim Hipotezi ve İlişkisizlik Hipotezi ele alınacaktır. Türkiye’de finansal gelişme sürecine ilişkin çeşitli tespitlerde bulunulacaktır. Üçüncü alt başlıkta ise ekonomik büyüme ile finansal gelişmişlik arasındaki ilişkileri Türkiye ve diğer ülke örnekleri üzerinde ampirik olarak analiz eden literatür aktarılacaktır.

2.1. Finansal Gelişmişlik Göstergeleri

Finansal gelişmeler son dönemde iyice hızlanmış ve ekonomi üzerinde çok önemli etkiler yaratmaya başlamıştır. Bunun için finansal sektörün yarattığı önemli etkiler göz önüne alınarak finansal gelişmişliğin bütün yönleri ile ortaya konması büyük bir zorunluluk haline gelmiştir. Ancak bu şekilde reel kesimdeki dinamikleri yönetmek için finansal sisteme yönelik politikalarının etkin şekilde tasarlanmasına katkı sunulabilir.

Literatür incelendiğinde finansal gelişmişliğin ölçülmesinde büyük güçlükler ile karşı karşıya kalındığı görülmektedir. Çünkü finansal gelişmişliğin ölçülmesinde genel geçer bir yöntem geliştirilememiştir. Böylece çalışmalarda elde edilen sonuçlar etkin şekilde politikaların tasarlanmasını zorlaştırmaktadır. Finansal bakımdan gelişme seviyesinin ölçümünü zorlaştıran birçok unsur bulunmaktadır. Her şeyden önce finansal gelişim ifadesinin tanımlanması, finansal sistemin çok yönlülüğü nedeni ile, çok zordur. Finansal sistem içerisinde çok fazla sayıda finansal araç, alt piyasa ve kurum bulunmaktadır. Ayrıca, finansal sistem hizmet yoğun bir arz yapısına sahiptir. Dolayısı ile piyasa girdi çıktısını fiziksel mal sunumu yapan kesimlere göre değerlendirmek oldukça zordur.

Finansal sistemin büyüklüğünü ölçmeye yönelik mutlak ölçütler kullanılabileceği gibi gayri safi milli hasılaya oranları da kullanılabilmektedir. Gayri safi milli hasıla seviyesine oranlama haricinde, nispi biçimde büyüklükler şeklinde de belirtilmekte olan göstergeler de bulunmaktadır. Bu şekilde finansal yönden gelişimin ülke ekonomi ile beraber gelişim durum

da ortaya konmaktadır. Söz konusu yöntem gelişme aşamasındaki ülkelerin aralarında karşılaştırma yapmaya da imkân vermektedir. Ayrıca, yapısal bazda meydana gelen değişimleri de ortaya koymaktadır.

Finansal yönden göstergelerin tercihinde farklı bir önemli husus ise seçilmiş olan göstergelerin endeksler kapsamında değerlendirip değerlendirilmeyeceği konusudur. Finansal endekslerle gelişmeyi belirlemeye çalışmak konuyu sistematize olarak ele almak açısından önemlidir. Bunun için sistem unsurları aralarında gruplandırmalar kapsamında daha doğru yorumlar yapabilmeye imkân vermektedir. Bu hususta alt endekslerin başlıklarının ne şekilde kararlaştırılacağı konusu önem kazanmaktadır. Literatürde finansal kurum ve piyasalara göre endeks gruplarının oluşturulduğu belirlenmektedir. Ayrıca böyle bir analiz süre boyutuyla da açıklayıcı olmaktadır. Öyle ki, zamanla piyasa yapısı içerisinde meydana gelen değişimleri de görmek mümkün olmaktadır.

Göstergelerin sınıflandırılmasında girdi ve çıktı göstergeleri bağlamında ayrıma gitmek analiz için oldukça önemlidir. Girdi göstergeleri finansal yönden gelişmeleri teşvik etmekte olan hususları içinde barındırmaktadır. Bu göstergeler devlet kapsamında meydana gelen yasal düzenlere, politik koşullara ve iş çevresine dair hususları içermektedir. Çıktı göstergeleri ise finansal sistemin performansını belirlemektedir. Bu iki grup göstergeyi birlikte inceleyen çalışmalar oldukça açıklayıcı olmaktadır (Adnan, 2011: 2).

Gelişmişlik göstergeleri üzerinde yapılan çalışmalarda genellikle para piyasası dışında kalan finansal piyasaların inceleme dışında bırakıldığı görülmektedir. Bu çerçevede araştırmalarda parasal sektörün gelişimine odaklanıldığı sermaye piyasalarının göz ardı edildiği belirlenmektedir. Oysa, finansal bakımdan gelişmeler incelenirken para ve sermaye piyasalarını beraber incelemek gerekir. İki sektörde reel ekonomi için benzer işlevleri yerine getirmekte ve birbirleriyle sıkı biçimde etkileşim içerisinde bulunmaktadır. Bahsi geçen piyasaların büyüme kapsamında yarattığı etkileri, birini diğerinden ayrı olarak ele alıp, tek başına incelemek hatalı sonuçlar vermektedir. İki piyasanın beraber incelenmesi finansal gelişmişlik adına görece net ve doğru yorumlar meydana getirecektir.

Literatür incelendiğinde para piyasası içerisinde analiz yaparken çoğunlukla parasal büyüklükler ile ilgili göstergeleri kullanılmaktadır. Çoğunlukla piyasanın istikrar, etkinlik ve erişimle alakalı ölçütleri incelenmeye dahil edilmemektedir. Finansal yönden gelişim ifadesi finansal derinlik ve genişlikle eşdeğer görülmektedir. Oysa, finansal gelişmişlik kapsamında para piyasanın bütün fonksiyonları ele alınıp incelenmelidir. Örneğin, mevduata ilişkin

göstergeler finansal piyasa dahilinde birikim kanallarını iyi bir şekilde yansıtabilir. Ama bunun yanında özel sektöre sunulmuş olan kredilerle birlikte ele alınırsa aynı zamanda finansal sistemin dağıtım kanalının etkinliği de belirlenmiş olur.

Uluslararası Para Fonu, finansal gelişmişlik göstergelerinin belirlenmesine ilişkin sorunları göz önüne alarak yeni bir Finansal Gelişmişlik Endeksi geliştirmiştir. Böylece bütün üye ülkelerdeki finansal gelime sürecini karşılaştırmalı olarak değerlendirmeyi amaçlamıştır. Genel bir ifade ile, Finansal Gelişmişlik Endeksi iki alt endeksin birleşiminden oluşmaktadır. Bu alt endeksler Finansal Kurumlar Endeksi ve Finansal Piyasalar Endeksi'dir. Böylelikle finansal gelişmişlik seviyesi finansal kurumlar ve piyasalardan açısından ayrı ayrı değerlendirilmektedir. Başka bir ifade ile, Uluslararası Para Fonu finansal sistem üzerinde toplam bir değerlendirme yapmak yerine kurumsal ve piyasa organizasyonunu ayrı ayrı değerlendirmeyi uygun bulmuştur.

Finansal Kurumlar Endeksi ve Finansal Piyasalar Endeksi'nin her biri için, derinlik, erişim ve etkinlik şeklinde üç farklı boyutta alt endeksler hesaplanmaktadır. Başka bir ifade ile Finansal Kurumlar Endeksi ve Finansal Piyasalar Endeksi de genel düzeyde birer endeks değerini ifade eder. Bu endeksler daha alt düzeyde derinlik, erişim ve etkinlik boyutlarındaki alt endekslerinin birleşimidir. Kurumsal ve piyasalara yönelik gelişmişlik endeksleri üç farklı boyutta ele alınmaktadır. Finansal derinlik kurumların ve piyasaların hacim olarak büyüklüğünü ölçmektedir. Erişim boyutu ekonomik birimlerin finansal sistemi kullanma açısından yararlanabilme seviyesini ifade etmektedir. Verimlilik boyutu ise finansal hizmetlerin sağlanmasında kurumlar ve piyasaların performansını ortaya koyar. Dolaysı ile ne kadar etkin olduklarını göstermektedir.

Uluslararası Para Fonu tarafından hazırlanan Finansal Gelişmişlik Endeksi'nin alt endeksleri ve bu endeksler belirlenirken kullanılan değişkenler Tablo 1'de gösterilmiştir. Buna göre en tepede Finansal Gelişmişlik Endeksi bulunmaktadır. Bunun altında Finansal Piyasalar Gelişmişlik Endeksi ve Finansal Kurumlar Gelişmişlik Endeksi yer almaktadır. Ayrıca piyasa ve kurumlar için hesaplanan endeks değerlerinde kullanılmak üzere her biri için 3 alt endeks daha hesaplanmaktadır. Başka bir ifade ile kurum ve piyasa endeksleri için derinlik, erişim ve etkinlik boyutlarında hazırlana 6 alt endeks daha bulunmaktadır. Böylece, Uluslararası Para Fonu toplam olarak 9 farklı finansal gelişim endeksi hesaplamaktadır. Endekslerin hesaplanma sürecinde finansal kurum gelişmişlik endeksi hesaplanırken 12 değişken, finansal piyasa gelişmişlik endeksi hesaplanırken ise 9 değişkenden yararlanılmaktadır. Hesaplanan endeks değerleri finansal gelişmişliği göstermesi açısından 0 ile 1 arasında değer almaktadır. Bu

çerçevede endeks değeri bire yaklaştıkça finansal gelişmişlik düzeyi yükselmektedir. Öte yandan endeks değeri 0'a yaklaştıkça finansal gelişmişlik düzeyi gerilemektedir.

Tablo 1: IMF Finansal Gelişmişlik Endeks Göstergeleri

	FİNANSAL GELİŞMİŞLİK ENDEKSİ	
	FİNANSAL KURUMLAR GELİŞMİŞLİK ENDEKSİ	FİNANSAL PİYASALAR GELİŞMİŞLİK ENDEKSİ
DERİNLİK	Özel Sektör Kredilerinin gelire oranı (%GSYİH)	Borsa piyasa değeri (%GSYİH)
	Emeklilik Fonu Varlıklarının gelire oranı (%GSYİH)	İşlem gören hisse senetleri (%GSYİH)
	Yatırım Fonu Varlıkları (%GSYİH)	Devlet dış borçlanma araçları (%GSYİH)
	Sigorta Primlerinin gelirle oranı (%GSYİH)	Finansal kurum borçlanma araçları (%GSYİH)
		Finans dışı kurumların toplam borçlanma araçları (%GSYİH)
ERİŞİM	100.000 yetişkine düşen ATM sayısı	En büyük 10 şirket dışı firmanın piyasa değerlerine oranı (%Toplam)
	100.000 yetişkine düşen banka şubesi sayısı	Borç veren sayısı (yerli, yabancı, finansal ve finans dışı)
ETKİNLİK	Net Faiz Marjı	Borsa devir hızı (% Borsa değeri)
	Kredi-Mevduat Faiz Farkı	
	Faiz dışı gelirlerin Toplam gelir payı	
	Genel giderlerin toplam varlıklara oranı	
	Aktif karlılık oranı	
	Özkaynak karlılık oranı	

Kaynak: Svirydenka, 2016: 6.

2.1.1. Derinlik Göstergeleri

Finansal sistemde derinleşme kavramı, finans sisteminin hangi ölçüde genişlediğini belirlemektedir. Başka bir ifade ile, finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir. Ayrıca, finansal derinleşme finans piyasasında kullanılan araçların çeşitliliğinin artması yanında bu araçların daha yaygın biçimde kullanılmasını da ifade etmektedir. Finansal derinleşme ile özellikle teknolojik yatırımlara yönelik riskli girişimlerin fonlama marjları gelişerek katma değeri yüksek faaliyetler desteklenir. Bu şekilde daha fazla fon talebinin finansal sistem tarafından karşılanması mümkün olur. Üstelik finans sistem belirli bir gelişme gösterdiğinde piyasalarda kaynak kullanım vade uyumu daha kolay sağlanır. Bunun yanında bilgi toplama sürecinde ölçek ekonomilerinden yararlanarak işlem maliyetleri en aza indirilebilir. Ayrıca riskin tabana yayılması ve etkin şekilde dağıtılması imkânları genişler. Bütün bunların sonucunda finansal derinleşme finansa piyasaların gelişmişliğinin ölçülmesinde toplam tasarrufları harekete geçirme seviyesinin önemli bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Finansal sistem kapsamındaki derinleşmenin gelişimi çeşitli göstergeler yoluyla değerlendirilmektedir. Finansal piyasa kapsamında önemli değişimler yaşanması derinleşme niteliğinin belirlenmesinde seçilecek ölçütler açısından büyük farklılıklar yaratabilmektedir. Ama en genel anlamda finansal derinleşme için dar tanımlı ve çeşitli geniş tanımlı para arzı ölçütlerinin kullanıldığı belirlenmektedir. Parasal büyüklükler dar tanımlı para arzı (M1) ve geniş tanımlı para arzı (M2, M2Y ve M3) göstergelerinden türeyen (M1/GSMH, M2/GSMH, M2Y/GSMH, M3/GSMH gibi) çeşitli değişkenlerden oluşur.

Parasal bakımdan derinlik ölçüsü şeklinde de isimlendirilen M1/GSYH oranı, ekonomi içerisinde bulunan parasallaşma sürecini incelemektedir. Finansal kurum ve araçların kullanımlarının artması bağlamında bankalar dışında başka finansal kurumların hizmet kapasitesinin artması gelişmişlik göstergesi olarak kabul edilir. Bu kapsamda finansal gelişmenin bir sonucu olarak M1/GSYH oranının azalması beklenmektedir. Bunun için M1/GSMH oranının düşük olması finansal gelişmişlik göstergesi olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla finansal gelişmeyle birlikte bu oranın azalması beklenmektedir. Böylece M1/GSYH oranının yüksekliği finansal bakımdan gelişmişlik durumu değil temel olarak finansal olarak az gelişmişlik durumunu belirtmektedir. Ancak M1/GSYH, paranın kapsamında bulunan ödeme aracı, likidite fonksiyonlarını belirtirken finansal bakımdan sistemin içerisinde

barındırdığı fonksiyonları belirtmesi nedeni ile finansal bakımdan gelişim seviyesi kapsamında bazı bilgiler de sunmaktadır.

$M2 (M1 + TL \text{ ve } YP \text{ Vadeli Mevduat}) / GSMH$ oranının yüksekliği ekonomide, $M1/GSMH$ oranının tam tersi olarak, finansal gelişmişlik göstergesidir. Bu oran literatür içerisinde aktif şekilde kullanım gören finansal gelişim ölçülerinden biri olmaktadır. $M2$ para ifadesi tanımı içinde vadeli mevduatların bulunması toplam tasarruf hacminin belirlenmesine imkân vermektedir. Böylece, bu oran, bankacılık sistemlerinin hangi kapsamda kullanıldığını göstermektedir. Ancak, finansal yönden gelişme seviyesinin ileri aşamalarında fon arz eden kişilerin karmaşık finansal araçlara yönelmeleri $M2/GSMH$ oranının yükseliş miktarının düşüşüne sebep olabilmektedir. Buna ek olarak bu oranının kredi kanalı kapsamında hiçbir bilgi sunmaması dezavantajlı yanlarından biri olmaktadır (Erim ve Türk, 2005: 21-45).

$M2Y (M1 + TL \text{ ve } YP \text{ Vadeli Mevduat}) / GSMH$ oranı $M2$ para ifadesi tanımına döviz tevdiat hesaplarının da dahil olmasıyla hesaplanmaktadır. Bu oran, özellikle para ikamesinin yaygın biçimde bulunduğu ekonomiler için kullanışlı bir ölçü olması nedeniyle önemlidir. Çünkü içerisinde $M2'$ ye dahil edilmekle hesaplanan döviz tevdiat kapsamındaki hesaplar da bulunmaktadır. Fakat, $M2Y$ kapsamında bankaların mevduat haricinde toplamış oldukları banka dışı mali kesim ve fonları incelenmesinden dolayı eleştiri almaktadır.

$M3 (M2 + Repo + Para \text{ piyasası fonları} + \text{İhraç edilen menkul kıymetler}) / GSMH$ oranı ekonomi içerisinde bulunan finansal yapıdaki varlıkların bütünü içinde bulundurmaktadır. Bu oran banka, bankaya benzer ve banka haricinde finansal yapıların bütünü içinde barındırmasından kaynaklı finansal yönden aracılığı karşılamakta olan en geniş gösterge şeklinde bulunmaktadır.

Analizlerde geniş biçimde tanımlanmış olan para arzının ($M2$), dar tanımlı şekilde bulunan para arzına ($M1$) oranı şeklinde göstergelerin kullanılmasında söz konusudur. Bu oran finansal sistem içerisinde meydana gelen derinleşmenin meydana gelmesiyle beraber vadeli biçimdeki mevduatın işlem hedefli paraya kıyasla daha hızlı şekilde yükseleceği anlamını taşımaktadır. Geniş tanımlı para arzı göstergelerinin dar tanımlı para arzı göstergelerine oranlarında meydana gelen yükseliş ekonomik birimlerin paraları vadeli mevduat şeklinde kullanma sürecindeki gelişmeleri göstermektedir. Ekonomik birimler kapsamında paranın vadeli mevduat şeklinde değerlendirme durumu bahsi geçen finansal sistem içerisinde geniş tanımlı para arzının, dar tanımlı para arzına olan oranını yükseltmektedir. Bu durum fonların finansal sistem içinde uzun müddetler bulundurulduğunu göstermektedir. Bunun için fonların

görece uzun zaman yatırım hedefiyle değerlendirilmesi sonucu finansal sistemin işlevini başarı ile yerine getirdiğini belirlemektedir (Ağır, 2009: 93).

Finansal gelişmişlik açısından finansal derinlik önemli olurken finansal derinlik içinde faiz oranlarının düzeyi ve esnekliği büyük önem taşımaktadır. Başka bir ifade ile, finansal derinlik adına faiz oranlarının seviyesindeki değişimler çok önemlidir. Reel faiz oranları yükseldiği durumda tasarruf miktarı da buna paralel şekilde artış göstermektedir. Bunun için reel faiz oranları düşük gelirli ülkelerle karşılaştırıldığında derin piyasaları bünyesinde barındıran yüksek gelirli ülkelerde sürekli pozitif değer almaktadır (Yetiz ve Şimşek, 2017: 12). Bu şekilde finansal yöndeki derinleşme niteliğinin faiz oranlarına bağlı olduğu düşünülerek reel faizler derinlik göstergesi olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, reel faizler kapsamında meydana gelen yükselişin tasarrufların dolayısı ile finansal sistemde fon kıtlığından kaynaklanabileceği düşüncesi vardır. Reel faiz piyasalardaki fon bolluğu yani derinleşmenin sağlandığı durumda nispeten daha düşük seviyede kalacaktır. Bu yüzden reel yatırımlar yeterince finanse edilemeyip büyüme imkânları kısıtlanmış olur. Ancak finansal derinleşme ile birlikte reel faizlerdeki düşüş ve buna bağlı olarak yatırımlardaki artış sonucu ekonomik büyüme başarılı bir şekilde sağlanmaktadır (Erim ve Türk, 2005: 27).

Faiz oranları reel kapsamda pozitif şekilde bulunmasının yanında ekonomik yöndeki beklentileri de kapsamlı ve doğru şekilde karşılamalıdır. Faizlerin ne düzeyde esneklik gösterdiği, özellikle piyasa içerisinde bulunan yatırımcılar açısından hangi düzeyde güvenilirlik sunduğu, finansal gelişmişlik adına önemlidir. Değişme gösteren ekonomik koşullara fiyatların hangi oranda tepki koyduğu da önemli bir özelliktir. Gelişmiş finansal sistemler, ekonomik koşullarda meydana gelen değişimlerden dolayı faiz oranları bağlamında yeni ve güncel beklentilere uyumludur. Ancak gelişmekte olan veya geri kalmış ülkeler kapsamında ekonomik şartlara karşı değişmeyen faiz politikalarının uzun süreler kullanıldığı görülmektedir. Öyle ki, çok sayıda ülke kapsamında enflasyon oranlarında meydana gelen yükselişe karşın, faizler yetkili otoritelerce uzun zaman baskıda bulundurulmuş ve netice olarak da negatif reel faizlerin yaşanmasına sebep olmuştur. Sonuç olarak faizlerin düzeyi ve esnekliklerinin fiyat istikrarı altında sağlanması büyük önem teşkil etmekte ve finansal derinlik bağlamında finansal gelişmişlik göstergesi olarak nitelenmektedir (Ağır, 2010: 94).

Finansal derinleşmenin bir boyutu da parasallaşma ve reel faiz oranı gelişmelerinin yanında, bankacılık sektör gelişmeleri çerçevesinde ele alınabilir. Buna göre aşağıda gösterildiği şekilde bankacılık sektörü tarafından açılan krediler üzerinden derinlik ölçütleri

belirlenebilir. Finansal derinleşmenin yatırımlar yolu ile ekonominin üretim sürecine nasıl aktarıldığını göstermesi açısından bu derinlik göstergeleri çok büyük önem taşımaktadır.

- Yurt içi toplam kredi hacminin GSYH'ya oranı,
- Özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ya oranı,
- Özel sektöre verilen kredilerin toplam kredi hacmine oranı,

Finansal derinleşme sermaye piyasaları açısından da ele alınabilir. Sermaye Piyasasına ilişkin göstergelerde menkul kıymet borsası işlem ve kapitilizasyon değerlerinin GSYH oranı ile borsa devir hızı derinlik göstergeleri olarak önem kazanmaktadır. Sermaye piyasalarının bu oranlarda belirlendiği şekilde gelişimi ve derinleşmesi firmalara doğrudan finansman imkanının arttığını göstermektedir.

- Borsa işlem hacminin GSYH'ya oranı
- Borsa kapitilasyonunun GSYH'ya oranı
- Borsa devir hızı

Uluslararası Para Fonu IMF de finansal derinleşme ile ilgili çeşitli ölçütler belirleyerek üye ülkelere ilişkin finansal derinleşme analizleri yapmaktadır. Bu kapsamda finansal kurum ve piyasalar için farklı derinlik ölçütleri kullanılmaktadır (Svirydzenka, 2016: 6). Buna göre aşağıda gösterildiği şekilde finansal kurum derinlik ölçütleri çerçevesinde dört değişkenden yararlanılmaktadır. Bunun yanında finansal piyasa derinlik ölçütleri kapsamında ise toplamda altı değişken kullanılmaktadır

Finansal Kurum Derinlik Ölçütleri

- Özel Sektör Kredileri GSYH' ye oranı
- Emeklilik Fonu Varlıkları GSYH' ye oranı
- Yatırım Fonu Varlıkları GSYH' ye oranı
- Sigorta Primleri GSYH' ye oranı

Finansal Piyasa Derinlik Ölçütleri

- Borsa piyasa değerinin GSYH' ye oranı
- İşlem gören hisse senetlerinin GSYH' ye oranı
- Devlet dış borçlanma araçlarının GSYH' ye oranı
- Sigorta Primlerinin GSYH' ye oranı

- Finansal kurumların toplam borçlanma araçlarının GSYH' ye oranı
- Finans dışı kurumların toplam borçlanma araçlarının GSYH' ye oranı

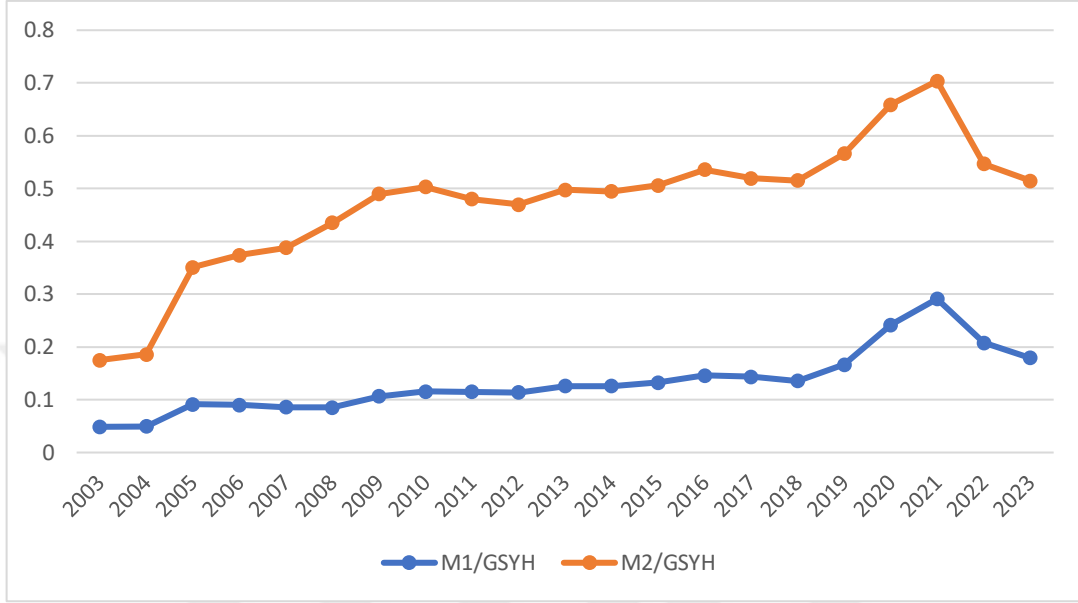
Türkiye’de finansal gelişmişliği analiz etmek için çeşitli finansal derinlik ölçütlerinden yararlanılabilir. Derinlik boyutu finansal sistemin gelişmişliği ölçmek adına önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Bu kapsamda daha iyi bir şekilde değerlendirme yapmak için derinlik ölçütleri finansal kurumlar ve finansal piyasalar çerçevesinde ayrı ayrı belirlenmiştir. Bu kapsamda finansal piyasa derinlik ölçütü olarak ise M1 ve M2 para arzının GSYH oranına ait göstergeler seçilmiş ve Şekil 1’de gösterilmiştir. Öte yandan, finansal kurum derinlik ölçütü olarak toplam ve özel sektör kredilerinin GSYH oranı ele alınmış ve gelişimi Şekil 2’de sunulmuştur.

Türkiye’de M1 ve M2 para arzı miktarlarının GSYH oranlarına ilişkin gelişmeler Şekil 1’de gösterilmiştir. M1 ve M2’nin GSYH’ye oranları genel olarak toplumun gelirlerini ve tasarruflarını bankacılık eli ile nasıl kullandığını göstermektedir. Genel olarak M1’deki gelişmeler düşük bir seviyeyi gösterirken M2’deki değişimler finansal sistem gelişmişliğini ortaya koymaktadır. Çünkü M2 miktarı nakit ve vadesi mevduattan oluşan M1 miktarına ek olarak vadeli mevduatları da içermektedir. Böylece M2 seviyesinin yüksek olması finansal sisteme ve yerli paraya güveni ortaya koymaktadır. Bu bağlamda 2003 yılından sonra M2 seviyesinin yükselmesi ve M1 seviyesinin çok üzerine çıkması önemlidir. Ancak, son dönemde 2021, 2022 ve 2023 yıllarında M2 seviyesinde önemli düşüşlerin görülmesi finansal gelişmişlik açısından olumsuz sinyaller içermektedir.

Türkiye’de bankalar tarafından açılan kredi hacminin GSYH oranlarına ilişkin gelişmeler Şekil 2’de gösterilmiştir. Toplam krediler, özel sektör kapsamında verilmekte olan kredilere ek olarak merkez bankasının vermiş olduğu doğrudan kredileri, kalkınma ve mevduat bankalarının merkezi yönetimlere, mali şekilde bulunmayan kamu kapsamındaki teşebbüslerine, bölgesel yönetimlere, banka haricinde bulunan mali kurum ve kuruluşlara vermiş olduğu kredileri içermektedir. Özel sektöre verilmekte olan krediler ise kalkınma ve mevduat bankalarının özel sektöre yönelik olarak vermiş olduğu kredileri içerisinde barındırmaktadır. Dönem içinde hem toplam kredi hacmi hem de özel sektöre açılan kredilerde, 2018 ve 2019 yıllarında dalgalanma göstermiş olsa bile, artış olmuştur. Bu şekilde 2010 yılından yaklaşık 2020 yılına kadar önemli bir gelişme göstermiştir. Ancak, 2020 yılından sonra düşüş içerisine girmiştir. Türkiye’de 2001 yılında yaşanan kriz sonrası uygulanan yapısal politikalar nedeni finansal sistem güçlenmiş ve bunun etkileri ile bankacılık kesiminin açtığı

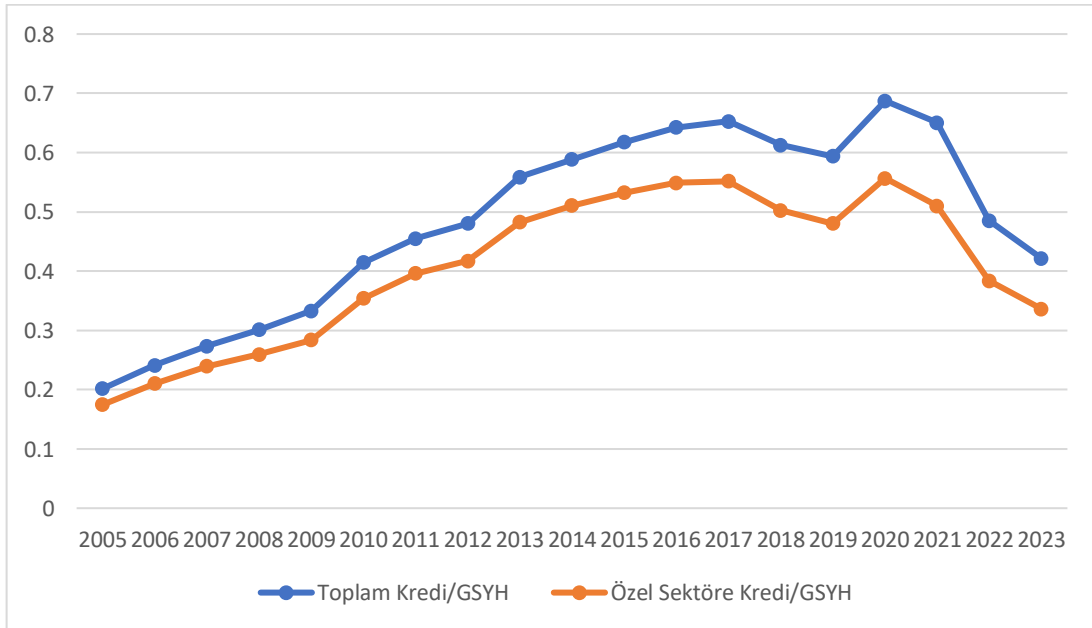
kredi hacmi önemli bir yükseliş göstermiştir. Ancak 2020 yılından sonra bankacılık sektörünün genel olarak ve özel kesime açtığı kredilerde daralma yaşanmaya başlamıştır.

Şekil 2. M1 ve M2 Para Arzı Gelişmeleri



Kaynak: Merkez Bankası-EVDS (<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>)

Şekil 3. Toplam ve Özel Kredilerin Gelişimi



Kaynak: Merkez Bankası-EVDS (<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>)

2.1.2. Erişebilirlik Göstergeleri

Geleneksel olarak finansal gelişme üzerine yapılan çalışmalarda finansal derinlik ltleri üzerine yoğunlaşılmıştır. Bunun sonucunda finansal gelişmişlikle ilgili diğerk boyutlar ihmal edilmiştir. Bunun bir nedeni finansal erişebilirlikle ilgili verilerin yeterince toplanamamasıdır. Diğerk bir neden ise finansal derinlik sağlandığında otomatik olarak erişebilirlik kriterinin sağlandığının varsayılmasıdır. Oysa, finansal sistem derinliğinin elde edilmesi otomatik olarak erişebilirlik ile ilgili imkanların geliştiğı anlamına gelmez. Bunun için finansal gelişmişlik için sadece finansal kurumların ve piyasaların büyüklüğü yeterli değildir. Bunun yanında ekonomik birimlere sunulan finansal hizmetlere erişim düzeyi de yüksek olmalıdır (Beck, Demirgç-Kunt ve Honohan, 2009: 121).

Finansal sistem imkanlarına erişebilirlik ekonomik birimlerin yeterli sayıda finansal araç ve kuruma ulaşması anlamına gelmektedir. Başka bir ifade ile, ekonomik birimlerin ihtiyaç duyduklarında finansal hizmetlere rahatlıkla ulaşabilmesini ifade etmektedir. Böylece, insanlar iş kurma ve eşya satın alma ve ticaret yapmak için gerekli bütün finansal hizmetlere kolaylıkla ulaşabilmedir. Ancak gerek bölgesel gelir dağılımı eşitsizlikleri gerekse bireysel gelir dağılımı eşitsizlikleri finansal hizmetlere bütün ekonomik birimlerin eşit şartlarda ulaşmasını engellemektedir. Finansal derinlik fon arzı bolluğunun kalitesini gösterebilir. Ancak finansal sistemin gerçek anlamda aracılık faaliyetini gerçekleştirmesi anlamında toplumun gelir piramidinin altında kalan bireylerinin durumlarına bakmak gerekir. Bu çerçevede, finansal derinlik göstergeleri yanında, banka mevduat hesabının ya da kredi miktarının kullanılma oranı ile ilgili göstergelere bakmak önemlidir (Beck ve Torre, 2006: 1).

Özellikle teknolojiye kolay erişimi olmayan kırsal alanlarda yaşayan düşük gelirli insanlar için finansal imkanlara kolay bir biçimde ulaşmak çok önemlidir. İnsanlar yaşadıkları bölge dışında hizmetlerine erişmek için uzun mesafeler kat etmek zorunda kalmamalıdır. Yoksa finansal faaliyetleri fazla zaman alıcı ve maliyetli olmaktadır. Bu durum bazı birey ve kurumların finansal hizmetlerden yararlanmasını zorlaştırabilir. Bunun için finansal imkanların derinliği ve çeşitliliğı kadar ulaşılabilirliğinin de kolay olması finansal sistemin işlevlerini yerine getirmesi açısından önemlidir. Öte yandan, insanlar finansal hizmetlere daha kolay eriştiğinde daha etkin yatırım yapabilir ve bu şekilde elde ettiğı kazançlar daha fazla olabilir. Bunun sonucunda finansal sistemde daha fazla yatırımlara yönelebilir. Böylece, finansal erişebilirlik arttıkça finansal sistemin gelişmesi daha hızlanır.

Uluslararası Para Fonu IMF de finansal erişebilirlik ile ilgili çeşitli ölçütler belirleyerek üye ülkelerin finansal gelişme seviyelerini analiz etmektedir. Bu kapsamda finansal kurum ve piyasalar için aşağıdaki erişebilirlik ölçütleri kullanılmaktadır (Svirydzenka, 2016: 6).

Finansal Kurum Erişebilirlik Ölçütleri

- Bankacılık sisteminde 100.000 kişiye düşen şube sayısı
- Bankacılık sisteminde 100.000 kişiye düşen ATM sayısı

Finansal Piyasa Erişebilirlik Ölçütleri

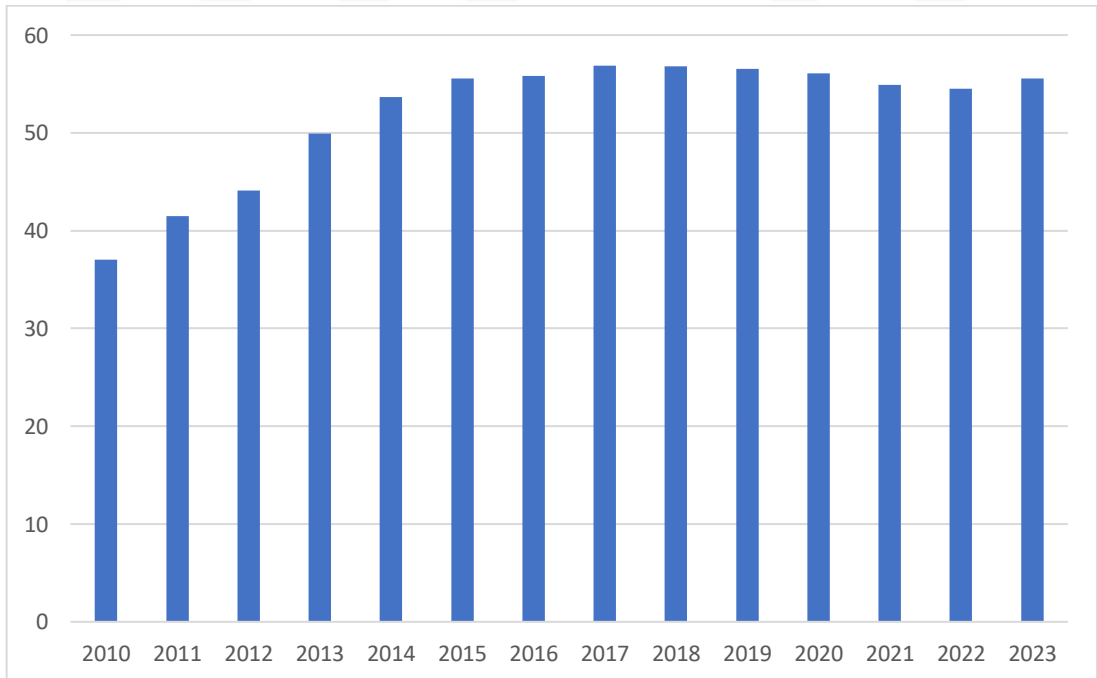
- En büyük 10 şirketin dışında kalan firmaların piyasa değerleri oranı (%Toplam)
- Borç verenlerin toplam sayısı (yerli, yabancı, finansal ve finans dışı kurumlar için)

Genel olarak, 100.000 kişiye düşen banka personel, şube ve ATM sayıları bir ülkedeki finansal kapsayıcılık dolayısı ile erişebilirlik düzeyini göstermesi açısından önemli bir göstergedir. Bu verilerden hareketle bankacılık hizmetlerine erişimin yetersiz olabileceği alanların belirlenmesi mümkün olabilir. Buradan sağlanan bilgi ile bankacılık hizmetlerine erişimi daha geniş kitleye yaymak da yön gösterici olabilir. Ancak ülke içinde nüfusun dengeli biçimde dağılmadığı durumlarda bu göstergeler erişebilirliği tam ölçme konusunda yara sağlamaz. Birçok ülkede banka şubeleri şehir merkezlerinde yoğunlaşmıştır. Böylece, sadece şehir merkezinde yaşayan müşteriler tarafından erişilebilir durumdadır. Dolayısı ile kırsal bölgelerdeki müşterilerin banka şubelerine erişimi şehir merkezlerine göre oldukça kısıtlıdır. Bu bağlamda finansal gelişmişliğin tam sağlanması adına bireylerin finansal hizmetlere ulaşımında karşılaştıkları engellerin neler olduğu belirlenmelidir. Buna uygun olarak da gerekli çözümler üretilmelidir.

Öte yandan, finansal olanaklardan yararlanmaktan mahrum olmak sadece fiziksel veya gelir koşullardan kaynaklanan kısıtlardan ortaya çıkmayabilir. Toplumda belirli bir kesime sosyal, dini ve etnik nedenlerle ayrımcılık uygulanabilir. Belirli bir kesim için finansal hizmetlerden yararlanmak için uymaları gereken bürokratik işlemlerin maliyetleri çok yüksek tutulabilir. Son olarak finansal hizmet fiyatları ekonomik birimlere çok yüksek gelmesi neden ile kullanılmayabilir. Bunun yanında finansal hizmet özellikleri de ekonomik birimlerin bu hizmetleri kullanması için uygun olmayabilir. Bu nedenlerden hangisi olursa olsun çeşitli yöntemler geliştirerek finansal sistem içerisinde uygun bir çözüm aranmalıdır. Aksi takdirde bu noktalarda finansal erişebilirlik eksik kaldığı sürece finansal sistemin gelişmişliğine ilişkin önemli bir eksilik ortaya çıkar (Beck ve Honohan, 2008: 30-31).

Türkiye’de erişebilirlik göstergelerinin gelişimi ATM (Automatic Teller Machine- Otomatik Vezne Makinesi) sayısı ile belirlenebilir. Uluslararası Para Fonu IMF de finansal erişebilirlik ile ilgili kurumsal erişebilirlik ölçütü olarak 100 000 kişiye düşen ATM sayısını kullanmaktadır. Bu anlamda finansal hizmetlere erişim sağlayan önemli araçların başında gelen ATM sayısı finansal erişilebilirliği belirleyen önemli göstergelerden biri olarak kabul edilmektedir. Çünkü ATM’ler, bankacılık ve diğer finansal hizmetlere hızlı ve yaygın bir şekilde ulaşılmasını sağlayarak, finansal sistemin genel erişilebilirliğini artırmaktadır. Aşağıda Şekil 3 Türkiye’de 2010 ile 2023 yılları arasında 100 000 kişiye düşen ATM sayısını vermektedir. Veriler 201’li yılların başına göre 100 000 kişiye düşen ATM sayısında artış olduğunu göstermektedir. Buna göre dönem başında 40 civarında olan değer 50’nin üstüne çıkmış bazı yıllar 60 sayısına yaklaşmıştır. Fakat dönem sonu itibarı ile bu alanda gelişmenin durduğu belirlenmektedir. Oysa ATM’lerde basit bir şekilde para çekimi veya aktarımı dışında birçok finansal işlem yapılmaktadır. Dolayısı ile Türkiye’de bankacılık sektörünün ATM yatırımlarına tekrardan yönelmesi ve bu sayıda ciddi bir artış sağlaması sadece bankacılık sektörü için değil bütün finansal hizmetlere erişebilirlik açısından büyük önem taşımaktadır.

Şekil 4. 100.000 Kişiye Düşen ATM Sayısı



Kaynak: TBB, Veri Sistemi https://verisistemi.tbb.org.tr/index.php/tbb/report_bolgeler).

2.1.3. Etkinlik Göstergeleri

Finansal sistem için derinleşme ve erişebilirlik ölçütleri yanında etkinlik özelliği de fonksiyonlarını yerine getirmesi açısından önem taşımaktadır. Bu bakımdan finansal gelişme seviyesi belirlenirken finansal etkinlik seviyesinin çeşitli göstergelerle belirlenmesi gerekmektedir. Finansal piyasaların etkinliğini üç değişik şekilde belirlemek mümkündür. Buna göre finansal sistem etkinliği “Dağıtım Etkinliği”, “İşleyiş Etkinliği” ve “Fiyatlama Etkinliği” olmak üzere üç boyutlu olarak ele alınabilir.

Dağıtım etkinliği finansal kaynakların finansal sistem tarafından en verimli şekilde ekonomik birimlere paylaştırıldığını ifade etmektedir. Bu kapsamda finansal sistem tarafından finansman sağlanan alanların bu fonları en iyi şekilde değerlendirerek geri döndürme seviyesini göstermektedir. Finansal sistemin işleyiş etkinliği (İç Etkinlik) ise kısaca piyasadaki işlem maliyetlerinin düşük olmasını ifade etmektedir. Bu çerçevede finansal araçların alım satım komisyonlarının düşük olması dolayısı ile araçların kar marjlarının seviyesi önem taşımaktadır. Böylece, likidite sağlama, hızlı yönetim ve düşük işlem maliyetleri ile faaliyetlerini yerine getirmesi piyasa etkinlik kriteri açısından önem kazanmaktadır (Sharpe, vd., 1999: 92). Finansal sistemin fiyatlama etkinliği (Dış Etkinlik) ise finansal fiyatların finansal ürünler ile ilgili her türlü bilgiyi yansıtmalarını ifade etmektedir. Etkin finansal sistemlerde günlük fiyat hareketleri doğal bir süreç içinde oluşmakta ve gelecek fiyatlar hakkında bilgi sunma özelliğine sahip olmaktadır. Böylece ekonomik birimler fiyatları takip ederek piyasadaki gelişmeler hakkında tam bilgiye ulaşip en doğru kararları alabilmektedir (IMF ve World Bank, 2005:19).

Finansal sistem hızlı şekilde değişim gösteren ekonomik gereksinimleri karşılayabilecek şekilde yeni araçlar sunabilmelidir. Bununla birlikte finansal sistem, hizmet değişimi ve mal değişimlerini daha pratik hale getirerek fonlara görece ucuz ve çabuk ulaşım imkânı sağlamalıdır. Finansal sistem içerisinde gerçekleştirilecek bu yenilikler küreselleşmeyle beraber daha fazla gündeme gelmekte ve önem kazanmaktadır. Önceden hizmet, mal ve sermaye gönderilmesinin aylar sonrasında gönderildiği yere ulaşırken bugün bu işler yeni finans teknolojileri ile birlikte oldukça kısa süreler içerisinde gerçekleşmektedir. Bu bakımdan finansal sistemler için yeni geliştireceği araç ve yöntemlerle daha hızlı ve ucuz hizmet vermesi etkinlik bakımından önemlidir. Buna göre etkin finansal sistemler, yeni araç ve yöntemler geliştirerek, piyasa aksaklıklarının ve buna bağlı olarak işlem maliyetlerinin ortaya çıkardığı sorunları minimize etme yeteneğine sahip olmalıdır. Kısaca bilgi ve işlem maliyetleri ve bundan kaynaklanan sorunların çözümü etkinliğin ön koşulu olmaktadır.

Finansal sistemin fonksiyonlarını daha etkin şekilde yerine getirmesi özellikle düşük aracılık maliyetleri ile çalışmasına bağlıdır. Böylece finansal gelişmişlik için “aracılık giderlerinin azalması” önemli bir etkinlik göstergesi haline gelmektedir. Finansal sistem kapsamında sağlanması beklenen fonksiyonların birçoğu fonlama giderlerinin azaltılmasında fayda sağlamaktadır. Böylece, finansal yönde gelişmeyi amaçlamış politikalar finansal piyasalarda işlem giderlerinin düşürülmesine büyük önem vermelidir (Kar ve Ağır, 2006: 64). Düşük seviyede işlem gideri, piyasa içerisindeki işlemlerin gelişmiş teknoloji kullanarak dijital biçimde gerçekleştirildiğini ve teknolojinin etkin ve verimli şekilde kullanılabildiği ortaya koymaktadır.

Finansal aracılık maliyetlerinin ölçümünde ise genel olarak faiz oranı önemli gösterge olarak ele alınmaktadır. Finansal yönden sistem, tasarruf sağlayanlarla yatırım yapmak için söz konusu tasarrufları talep etmekte olan yatırımcıları tek noktada toplamaktadır. Bu çerçevede yatırımcılardan almış olduğu kredi faiz oranlarıyla tasarruf yapanlara vermiş olduğu mevduat faiz oranlarının arasında kalan bölümü kendisi almaktadır. Etkili bir finansal sistem içerisinde aracılık giderleri en düşük seviyede meydana gelmektedir. Bu noktada kredi faiz oranıyla mevduat faiz oranı arasında bulunan fark (faiz marjı) büyük önem taşımaktadır. Bunun yanında diğer bir finansal etkinlik ölçüsü ise bankacılık sektöründeki genel giderlerin toplam maliyetlere oranıdır. Genel giderlerin yüksekliği bankacılık sektöründe etkinliğin düşük olduğunu göstermektedir (Demirgüç-Kunt vd., 1998: 2).

Uluslararası Para Fonu IMF de finansal etkinlik bağlamında çeşitli ölçütler belirleyerek üye ülkelere ilişkin finansal gelişme analizleri yapmaktadır. Bu kapsamda finansal kurum ve piyasalar için farklı etkinlik ölçütleri kullanılmaktadır (Sviridzenka, 2016: 6).

Finansal Kurum Etkinlik Ölçütleri

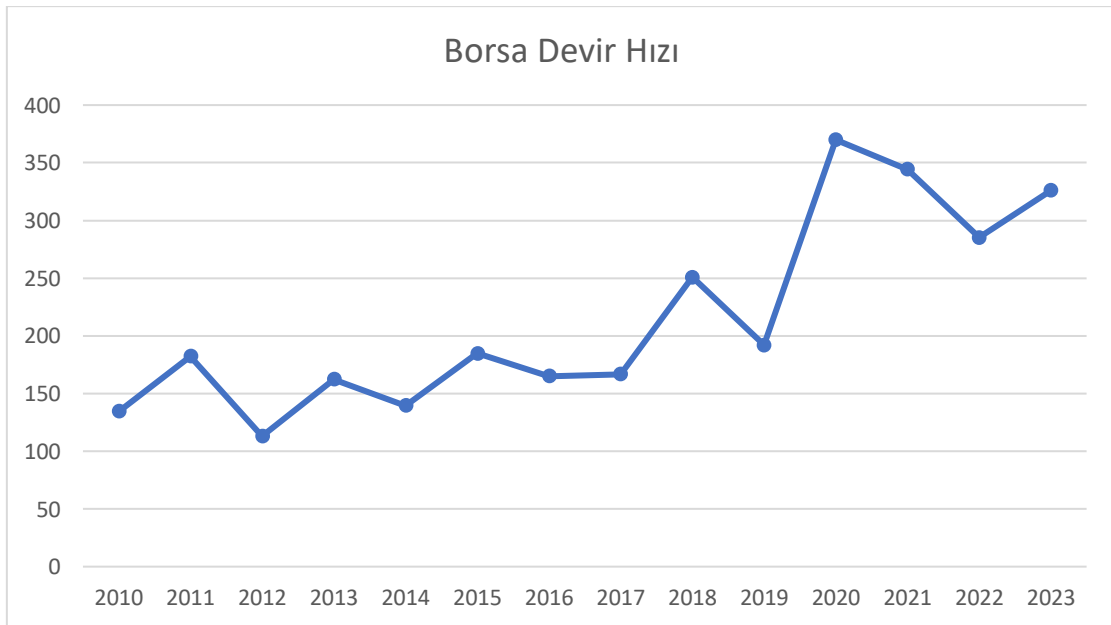
- Net Faiz Marjı
- Kredi-Mevduat Faiz Farkı
- Faiz dışı gelirlerin toplam içerisindeki payı
- Genel giderlerin toplam varlıklara oranı
- Aktif karlılık oranı
- Özkaynak karlılık oranı

Finansal Piyasa Etkinlik Ölçütü

- Borsa devir hızı (% Borsa değeri)

Türkiye’de finansal sistemin etkinliğini ölçmek için örnek olarak Uluslararası Para Fonu tarafından finansal piyasa etkinlik ölçütü olarak kullanılan Borsa Devir Hızı analiz edilmiştir. Borsa devir hızı işlem hacminin borsa piyasa değerine oranlanması ile hesaplanmaktadır. Öte yandan piyasa kapitalizasyonu hisse senedi piyasasında işlem gören firmaların çıkarılmış nominal sermayelerinin hisse senetleri bazında fiyatlarını belirtmektedir. Böylece, bu gösterge sermaye piyasalarının kaynak aktarım işlevinin göreceli ağırlığını tespit etmek için kullanılmaktadır. Devir hızı ise hisse senedi piyasası işlem hacminin piyasa kapitalizasyon oranlanması ile hesaplanmaktadır. Böylece kapitalizasyon oranı ile de ilgili olduğu için borsa devir hızı önemli bir göstergedir. Uluslararası Para Fonu IMF de finansal etkinlikle ilgili olarak piyasa etkinliğini ölçerken borsa devir hızı değişkenini kullanmaktadır. Yüksek devir hızı, yatırımcıların piyasada sık işlem yapması ve hisse senetlerinin daha hızlı alım satımının yapılması anlamına gelir. Böylece, devir hızı ne kadar yüksekse, borsada işlem gören hisse senetlerinin o kadar aktif olduğunu ve likiditenin yüksek olduğunu gösterir. Yüksek borsa devir hızı finansal sistemdeki likiditenin yüksek olduğunu da göstermektedir. Yüksek dolanım hızı rasyosu aynı zamanda düşük işlem maliyetlerini belirlemektedir (Levine, Zervos, 1998:540). Türkiye’de BİST 100 devir hızına ilişkin gelişmeler 2010 ile 2023 yılları arasındaki dönem için Şekil 6’da gösterilmiştir. Buna göre özellikle 2020 yılından sonra borsa devir hızında önemli bir gelişme yaşandığı belirlenmektedir.

Şekil 5. BİST 100 Devir Hızı (%)



Kaynak: SPK Faaliyet Raporları, 2015, 2020 ve 2023.

2.2 Finansal Gelişmişlik ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Ekonomik büyüme bir ekonominin üretim seviyesinde yıllara göre meydana gelen artış oranıdır. Üretim hacmindeki artışı göstergelerinden en önemlisi Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'daki (GSYH) yüzdelik değişimlerdir. Literatürde öncelikle GSYH' daki nicelik değişimleri büyümenin göstergesi olarak kabul edilmiştir. Ancak son dönemlerde nicelik artışı yanında nitelik artışına dayalı analizlerde gerçekleştirilmiştir. Nicelik artışına önem veren yaklaşımlar üretim, sermaye ve işgücü miktarındaki yükselişleri milli gelir ve refahın artışı olarak kabul etmiştir. Günümüzde ise istihdam ve işsizlik, toplum refahının yükseltilmesi, gelir dağılımı, gibi konular önem kazanmıştır. Üstelik bu konular artık kültürel değişim ve gelişmeler, doğal kaynakların ve toprakların kullanımı, sendikacılık ve diğer demokratik haklar gibi amaçlarla birlikte ele alınmaktadır. Büyümenin nicelik ve nitelik özellikleri bir yana bırakıldığında iktisatçıların en çok araştırıldığı konulardan bir tanesi de büyümeyi etkileyen faktörlerin belirmesidir. Büyüme dinamikleri üzerine yapılan tartışmalar günümüze kadar sürmüş ve bugün her iktisat ekolü tarafından değişik teoriler üretilmiştir.

Yakın zaman içinde makro iktisadi analiz çerçevesinde Keynes ekonomik büyüme kavramını etraflıca ele almış ve çok önemli tezler ileri sürmüştür. Talep genişlemesi ile birlikte stokların tükenmesi yatırımları teşvik ederek girişimcilerin daha çok üretmesine yol açmaktadır. Böylece ekonomi bir yandan büyürken diğer yandan tam istihdam seviyesine doğru yönelecektir. Bu noktada devlet kamu harcamalarını artırarak yaratacağı talep genişlemesi için ekonomik dinamizmin doğması için ilk adımı atması gerekmektedir. Buna göre talep artışı ile uyarılan yatırımlardaki bir artış, çarpan mekanizması ile büyüme üzerinde çok önemli etkiler yaratmaktadır. Aksi takdirde kapitalist sistem kendi işleyişi içinde yaşadığı sorunlar nedeni ile sürekli eksik talep yaratarak üretimde düşüşler yaratacaktır (Aksu, 2014: 351-353). Daha sonraki süreçte Harrod ve Domar Keynesin yaklaşımını alarak uzun vadeli ve daha sistematik şekilde süreci açıklayan bir büyüme modeli haline getirmiştir. Ekonomide enflasyon ve işsizlik yaratmadan sürekli büyümenin nasıl sağlanacağını ortaya koymuştur. Böylece Harrod-Domar ülkelerin nasıl dengeli bir biçimde büyüyeceklerine ve bunu nasıl uzun süre devam ettireceklerine ilişkin koşulları açıklamaya çalışmıştır. Bu bağlamda ekonomik büyümeyi açıklamak için iki temel faktör olan yatırım ve tasarruf arasındaki ilişkiye vurgu yapılmıştır. Bunun için modelde hiçbir biçimde teknoloji ve verimlilik artışı göz önüne alınmaz. Buna bağlı olarak da sermaye çıktı oranı sabit olarak ele alınmaktadır. Model ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için yatırım oranlarının belirli bir seviyede tutulmasının önemini vurgulayarak yatırımları öne çıkarır (Erdem ve Dumrul, 2014: 52).

Neo klasik büyüme teorisinde toplam üretim kısa dönemde sermaye ve iş gücüne uzun zamanda teknolojik ilerlemeye bağlıdır. İş gücünün sabit bir düzeyde büyüdüğü ve teknolojik ilerlemenin olmadığı durumda ekonomik büyüme sermaye birikimindeki artışa bağlıdır. Ayrıca, değişkenler arasında doğrusal bir ilişki yoktur, sermaye için azalan verimler kanunu geçerlidir. Böylece, tasarruf oranlarını yükselterek sermaye stokunu arttırmak yolu ile ekonomik büyümeyi sağlamak geçici bir çözümdür. Böylece, Neo-klasik büyüme teorisinde milli gelirdeki büyüme, uzun dönemde tasarruf oranlarından bağımsız şekilde, teknolojik seviyeye bağlı olarak değişir. Bunun için yüksek tasarruf oranları sadece kısa dönemde geçici olarak ekonomik büyümeye neden olabilir. Bu yüzden, finansal gelişmenin sağladığı sermayenin dağılımındaki etkinlik tasarruf ve yatırım artışları büyüme üzerinde kısa dönem etki yaratır. Uzun dönem ekonomik büyüme artışının tek kaynağı sadece teknolojik ilerlemedir. Böylece, finansal gelişme uzun dönem ekonomik büyümeyi sermaye birikimi ile değil ancak hızlı bir teknolojik değişime neticesinde sağlayabilir. Bu arada teknolojik gelişme dışsal olarak modele katılmıştır. Buna göre ekonomideki iç dinamiklerden bağımsız teknik anlamda gelişmeler kişi başına üretim miktarında sürdürülebilir artış sağlamaktadır (Erdem ve Dumrul, 2014: 53).

İçsel büyüme modelleri ile birlikte teknolojik gelişmelerin büyüme teorilerine katılmıştır. Böylece, dışsal bir faktör olarak ele alınan teknoloji olgusu üretim fonksiyonları içine vekil değişkenlerle katılarak içsel büyüme teorileri oluşturulmuştur. Bu çerçevede teknolojik bilginin gelişmesini içsel büyüme modelleri üç ana tema içinde ele alarak incelemiştir. Birinci grupta Romer (1990) tarafından ileri sürülen araştırma geliştirme faaliyetlerine dayalı tezler bulunmaktadır. Üretimde karlılık yenilik yaratma kapasitesi tarafından belirlenmeye başlayınca girişimciler araştırma ve geliştirme faaliyetlerine yönelik yatırım yapacaktır. İkinci grupta Lucas (1988) tarafından geliştirilen beşerî sermaye kavramı ile ilgili görüşler bulunmaktadır. Buna göre fiziksel sermaye kadar beşeri sermaye de ekonomik büyüme için önemlidir. Bunun için, eğitim ve sağlık harcamalarının artması gibi, beşerî sermayeyi geliştirici faktörler üretim sürecini de geliştirmektedir. Üçüncü grup da Barro (1990) tarafından oluşturulan kamu yatırıma dayalı bilgi gelişme modelleri bulunmaktadır. Bu tür araştırmalar devletin ekonomik büyüme rolünü ön plana çıkarmaktadır. Devlet piyasada özel nitelikli mal ve hizmetlerin üreticisi olarak işlev görmeyebilir. Ama bütçe politikası yolu ile dışsallığı olan mal ve hizmetlerin üretmesi gerektiği önemle vurgulanmaktadır. İçsel büyüme yaklaşımı bu tür politika bozukluklarının ve dolayısı ile yetersizliklerin ülkeler arasındaki büyüme farklılıklarını açıklayabileceğini vurgulamaktadır.

Yukarıda belirlendiği şekilde iktisat literatüründe büyüme dinamiklerine ilişkin birçok dinamik ileri sürülmüştür. Bunların arasında en çok ele alınan konulardan bir tanesi de finansal piyasalardaki gelişim olmuştur. Bu çerçevede büyüme dinamiklerini finansa sistemdeki gelişmeleri birlikte ele alan çok sayıda görüş ileri sürülmüştür. Bu çalışmalarda nedensellik yönü farklı biçimlerde belirlense de genel olarak ekonomilerde finansal ve reel kesim arasında sıkı bir bağlantının varlığı ortaya konmuştur.

Günümüzde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi tespit eden büyük bir literatür oluşmuştur. Böylece finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme birbirleri ile sıkı etkileşimi olan iki olgu olarak görülmektedir. Ancak finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ne yönde olduğuna ilişkin ciddi bir tartışma sürdürülmektedir. Bu ilişkiler üzerinde literatürde dört temel yaklaşım vardır.

Bir tarafta finansal sistemin reel ekonominin ihtiyaçlarına uyum gösterdiğini ifade eden dolayısı ile finansal piyasaya pasif bir rol veren görüşler vardır. Literatürde bu yönde tezler ileri süren yaklaşımlar “Talep Çekişli Hipotez” çerçevesinde değerlendirilmektedir.

Öte tarafta finansal sistem ekonomik büyüme üzerinde aktif bir rol üstlendiğini gösteren görüşlerde sıklıkla dile getirilmektedir. Bu şekilde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye sebep olduğu görüşü “Arz Öncülü Hipotez” olarak adlandırılmıştır. Buna göre finansal sistem birçok önemli fonksiyona sahiptir. Söz konusu fonksiyonları etkin bir biçimde yerine getirmesi sonucunda ekonomik büyümeye ivme kazandıracak birçok potansiyel ortaya çıkmaktadır.

Literatürde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı etkileşim olabileceğini ileri süren görüşlerde ileri sürülmüştür. Bu görüşler “Çift Yanlı İlişki Hipotez” şeklinde ifade edilmiştir. Buna göre ülkeden ülkeye değişen koşullar çerçevesinde ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında çift taraflı nedensellik gerçekleşmektedir.

Son olarak bazı iktisatçılar finansal gelişme ile büyüme arasında güçlü bir ilişki olmadığını iddia etmiştir. Bu yaklaşım “İlişkisizlik Hipotezi” şeklinde isimlendirilmiştir. Buradaki görüş özellikle ekonomik büyüme sürecini etkileyen çok daha önemli faktörler olduğunu belirtmektedir. Bunun için finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki aşırı derecede abartılmaktadır.

Çalışmanın bundan sonraki kısmında söz konusu hipotezler tek tek ele alınarak incelenecektir. Böylece ekonomik büyüme ile finansal gelişmişlik arasında kurulan ilişki çerçevesinde hangi kanallarının işletildiğine ilişkin kapsamlı bir analitik çerçeve sunulacaktır. Bu arada ayrıca ilişkisizlik hipotezi çerçevesinde finansal gelişme ile büyüme arasında neden ilişkinin olmadığı yönünde tespitler yapılacaktır.

2.2.1. Arz Öncüllü Hipotez

Arz öncüllü hipotez içerisinde ekonomik büyüme ve finansal yönde gelişim arasındaki nedenselliğin yönü finansal gelişmelerden ekonomik büyüme doğrudur. Çünkü finansal gelişme ile birlikte etkin kurum, araç ve piyasaların kurulması reel ekonomide üretken yatırım fırsatlarını destekleyen optimum seviyede destekleyen bir mekanizmanın doğmasına yol açmaktadır. Bu şekilde, finansal sistemin reel ekonomide etkinliği artıracak şekilde fonksiyonlar yerine getirmesi süreci Schumpeter (1911) tarafından dile getirilmiştir. Buna göre finansal sistemin kaynakları üretken alanlara yönlendirmesi özellikle yeni teknolojiler geliştirmeye yönelik girişimlerin gelişmesine yol açacaktır. Böylece, finansal sistem gelişir ve fonksiyonlarını iyi yerine getirirse teknolojik ilerlemeye dayalı ekonomik büyüme hızlanır.

Daha sonraki süreçte Gurley ve Shaw (1955) finansal sistemin ekonomik gelişmedeki rolünü ortaya koyarak arz öncülü hipotezi desteleyecek şekilde nedenselliğin finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğunu ileri sürmüştür. Finansal araçların, finansal kurumların ve hizmetlerin çeşitlendirilmesi, tasarruf-yatırım sürecini teşvik ederek ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Böylece, finansal aracılık "tasarruf ve yatırımın kurumsallaşması" yoluyla sermaye birikimini dolayısı ile ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Bunun için, ülkelerin ekonomik performanslarındaki farklılıklar finansal sistemlerinin gelişimindeki farklılıklardan da kaynaklanmaktadır. Dolayısı ile finansal yapıdaki gelişimin reel ekonominin ilerlemesi için desteklenmesi gerekmektedir.

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerine etkisine ilişkin etkin araştırmanın McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir. Buna finansal sistemde yeterli fon birikimi sağlanmadan reel ekonomide gelir yaratıcı yatırımlar gerçekleşmez. Böylece para ve fiziksel sermaye arasında güçlü bir tamamlayıcılık ilişkisi vardır. Finansal sistem içinde yer alan kurumlar tasarrufları teşvik eder, Aynı zamanda tasarruflarla elde edilen bu fonları yatırımcının kredi ihtiyacını karşılamak için kullanır. Başka bir ifade ile borç alan ile veren arasında aracılık yaparak ekonominin gelişmesinde önemli bir rol oynar. Bu şekilde finansal sistemini geliştirmeye ülkelerin sürütülebilir yüksek büyüme oranlarına ulaşması mümkün değildir. Finansal gelişme ekonomik büyüme için olmazsa olmaz koşuldur. Finansal gelişme için ise finansal liberalizasyon uygulamalarına ihtiyaç vardır. Finansal sisteme denetim uygulayan yani “finansal baskılama rejimini” seçen ülkelerde tasarruf kaynaklı fon yeterince sağlanmadığından finansal sistem işlevlerini yerine getiremez. Bu nedenle, finansal gelişmeden büyümeye gelişen nedensellik ilişkisi finansal liberalleşme lehine teorik bir temel sağlamaktadır.

Arz öncülü hipotezin geliştirilmesi ile ilgili önemli bir katkıyı Levine (1997) sağlamıştır. Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye çok güçlü bir nedensellik ilişkisi vardır. Çünkü finansal sistem içinde yer alan araç ve kurumlar yerine getirdikleri işlevler ile ekonomik büyümeye önemli bir destek sağlamaktadır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki aktarım mekanizması finansal sistemin işlevlerine dayanmaktadır. Tasarrufların mobilizasyonun sağlanması, yatırımların finansmanı için fonların tahsisi, riskleri azaltacak şekilde yatırımcılara imkân sunulması, kurumsal denetim hizmetinin verilmesi ve alışverişlerin kolaylaştırılması finansal sistemin en temel fonksiyonlarıdır. Finansal sistemin bu işlevlerini etkin şekilde yerine getirmesi ekonomik büyüme için hayati bir öneme sahiptir.

Finansal sistem içindeki piyasaların bu işlevleri çeşitli şekilde yerine getirerek ekonomik büyümeyi desteklemesi söz konusu olmaktadır. Örneğin, hisse senedi piyasaları likiditeyi artırarak ve yatırım risklerini azaltarak ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir. Riskli ama yüksek getirili projeler, hisse senedi piyasasının olmadığı bir düzende, bölünemez olduğu için muhtemelen başlangıç yatırımı için finansman bulamaz. Çünkü, tasarruf sahipleri için riskleri azaltarak paylaşacakları çeşitlendirilmiş bir portföy tutma imkânı yoktur. Böylece, tasarruf sahipleri hisse senedi piyasalarının yokluğunda yüksek riskli projeler içeren bir portföy tutmaktan kaçınırlar. Bu şekilde riskli-yüksek getirili projeler finanse edilemediğinden sermaye birikimi olumsuz etkilenir ve ekonomik büyümeyi yavaşlar.

Arz öncülü hipotez destekleyen görüşler genelde finansal gelişmenin tasarrufları etkin şekilde mobilize ederek yatırımları finanse etmesi üzerinde durmaktadır. Bu şekilde ekonomik büyümeyi destekleyecek şekilde finansal sektörün gelişmesi finansal derinleşmeye neden olmaktadır. Bunun sonucunda ise toplumun her seviyesine sunulan finansal hizmet imkânı artmaktadır. Böylece ekonomik birimler daha iyi finansman koşullarına kavuşunca reel ekonomik aktivitelerin etkin bir şekilde dürdürülmesi sağlanmaktadır.

2.2.2. Talep Çekişli Hipotez

Literatürde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkide ekonomik büyüme seviyesinden finansal gelişme düzeyine doğru nedensellik olduğunu iddia eden iktisatçılarda bulunmaktadır. Bu şekilde büyüme ile finansal gelişme arasındaki nedensellik ilişkisini net olarak ortaya koyan ilk iktisatçı Robinson (1952) olmuştur. Robinson Keynesyen yaklaşımı benimseyen bir iktisatçı olarak finansal piyasadaki gelişmeleri finansal araç ve hizmetlere talebin artmasına bağlamıştır. Ayrıca, finansal sistemdeki hizmetlere talebin artması için reel sektördeki ekonomik aktivitelerin artarak öncelikle orada yatırım ve tüketime talebin artması gerekmektedir.

Genel anlamda finans sektöründeki hizmetlere talebi artması da reel sektörlerdeki gelişmelere bağlıdır. Böylece, ekonomi içinde reel sektör genişledikçe finansal hizmetlere olan talep düzeyide büyümektedir. Robinson'a göre finansal sistemin gelişmesi için her şeyden önce finansal araçlar tarafından sunulan hizmetlere olan talebin artması gerekmektedir: Ekonomik faaliyet ve gelir artmadan ne tüketim ne de yatırım faaliyeti artabilir. Dolayısı ile de finansal araçlara böylece talep oluşmaz. Finansal araçlara talebin oluşmadığı bir ortamda da finansal gelişmenin önemli bir unsuru olan finansal araçların artması mümkün değildir (Çeştepe ve Yıldırım, 2016: 15).

Öte yandan, finansal hizmet sektöründe, sabit maliyetler yüksek olduğu için, hizmet sunma hacmi artınca maliyeti de azalır. Bu yüzden ekonomik büyüme ve bunun sonucunda ekonomik aktivitelerin artması hizmet talebinin artması dolayısı ile birim maliyetlerin aşağıya inmesine yol açmaktadır. Bunun sonucunda ucuzlayan finansal hizmetlerin daha çok kullanılması ile finansal sektördeki işlem hacmi hızla gelişmektedir. Öte yandan ekonomik aktivitelerle birlikte hizmet talebinin artması finansal sektörde rekabeti artırarak sektörün etkinleşmesi ve gelişmesine yol açmaktadır. Ekonomik durgunluk döneminde finansal hizmetlere talep durur ve finans sektörü hem daha az hem de daha pahalıya hizmet sunar. Bütün bunların yanında ekonomik aktivite artınca finansal sistemin ihtiyacı olan fon arzı tasarrufların artmasına bağlı olarak sağlanabilir (Berthelemy ve Varoudokis, 1996: 305)

Görüldüğü gibi talep çekişli hipotezde reel ekonomik faaliyetler büyüdükçe hem fiziksel hem de likit sermaye için daha fazla talep oluşmaktadır. Böylece, fiziksel sermayeden likit sermayeye doğru bir tamamlayıcılık ilişkisi üzerine kurulmaktadır. Buradan hareketle talep çekişli hipoteze göre daha zengin ülkelerin daha gelişmiş finansal piyasalara sahip olması reel ekonomilerinin büyüklüğünün aynı oranda finansal kurum, ürün ve hizmetlere daha büyük talep yaratmasından kaynaklanmaktadır (Ang ve McKibbin, 2007: 218).

Keynesyen yaklaşımın devamı olarak Post Keynesyen yaklaşım ise ekonomik büyüme süreçleri para arzı arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Bu çerçevede bankacılık kesiminin verdiği kredilerle özel sektör yatırımlarının gelişmesinde önemini ortaya koymuştur. Buna göre içsel para arzı yaklaşımı çerçevesinde yatırım talebinin banka kredilerini harekete geçirdiği bu süreç sonunda bankaların verdiği kredilerle artan yatırımların ekonomik büyümeyi desteklediği belirlenmiştir. Post-Keynesyen yaklaşıma göre parasal üretim ekonomisinde gelir ve tasarruf oluşmadan çok önce kredi bankalar tarafından yaratılarak yatırımların finansmanı için sunulur. Bu bakımdan bankacılık sektörü ekonomik büyüme için önemli bir rol oynamaktadır (Özgür, 2008: 59).

2.2.3. Çift Yönlü Etkileşim Hipotezi

Finansal gelişme ekonomik büyüme etkileşiminde bazı iktisatçılar çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu savunmaktadır. Başka bir ifade ile değişkenler karşılıklı şekilde birbirlerinin sebebi olarak değerlendirilmektedir. Literatürde finansal gelişme düzeyi ile ekonomik büyüme seviyesi arasındaki bu etkileşim geri bildirim ilişki şeklinde de isimlendirilmektedir. İlk olarak Patrick (1966) tarafından finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında çift taraflı ilişki olabileceğini ortaya konmuştur. Böylece arz ve talep kaynaklı nedensellik hipotezleri karşısında sentez bir çözümlemeye gidilmiştir.

Buna göre ekonominin hangi gelişmişlik aşamasında olduğu büyüme ile finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi belirlemektedir. Ülkeler gelişme sürecindeyken nedensellik finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğrudur. Bunun için az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için "arz öncülüğünde" yaklaşım daha mümkündür. Ancak finansal gelişme belirli bir aşamadan sonra büyüme üzerindeki etkisini kaybetmektedir. Dolayısı ile finansal gelişme büyümenin erken aşamalarında büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir. Daha sonra bu etki kaybolarak, ülkelerin ileri büyüme süreçlerinde, ekonomik büyümeden finansal gelişmişliğe doğru nedensellik işlemeye başlamaktadır. Başka bir ifade ile "talep çekişli" yaklaşım daha geçerli olmaktadır. Benzer şekilde Berthelemy ve Varoudakis (1995) ilk zamanlar finansal sistem geliştikçe ekonomik büyümeye katkı sunduğunu belirlemiş ancak belirli bir aşamadan ya da eşikten sonra hem finansal gelişmenin zayıflayacağını hem de büyüme üzerindeki etkisini kaybedeceğini belirlemiştir. Buna göre finansal gelişme belirli bir aşamadan sonra kendi hızlı gelişme ivmesini kaybedince büyüme üzerindeki olumsuz etkisini kaybedip ekonomi büyümeye bağımlı kalabilmektedir.

Ülkenin farklı yapısal özelliklere sahip bulunması nedeni ile bütün ülkeler için tek bir tezin ortaya konamayacağını ileri süren bir başka görüş ise finansal gelişme ile büyüme arasındaki nedenselliğin farklılık göstermesi çok doğaldır. Bu yaklaşım ekonominin ilk gelişme aşamalarında nedenselliğin büyümeden finansal gelişmeye doğru olacağını ileri sürmektedir. Buna göre, gelişmiş ülkelerde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi işlemektedir. Öyle ki, başta bankacılık sistemi olmak üzere bütün finans kurumları etkin çalışan gelişmiş ülkelerde finansal sistemin ekonomik büyümeye katkı sunması doğaldır. Öte yandan az gelişmiş ülkelerdeki finansal sistem, daha yeni güçlenmeye başladığından ve birçok kurum oluşmadığından, reel sektöre önemli bir katkı sunmak yerine ekonomik gelişmelerden etkilenmesi muhtemeldir (Öztürk, 2008: 86).

Bu arada orta gelirli ülkelerde, gelişmiş ve az gelişmiş ülkelere göre, ekonomilerin kendine has yapısal özellikleri gereği, nedensellik yönünü öngörmenin daha zor olduğu belirtilmiştir. Bunun için söz konusu ülkelerde ekonomik büyüme ile finansal gelişmişliğin nedensellik yönü bakımından hem arz öncülü hem de talep çekişli hipotezin geçerli olabileceğini söylemek mümkündür. Dolayısı ile gelişmişlik düzeyi açısından orta gelir seviyesinde bulunan ülkeler açısından finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında iki yönlü ilişki gözlenebilir (Rioja ve Valev, 2004: 128).

2.2.4. İlişkisizlik Hipotezi

Literatürde bir grup iktisatçı finansal gelişmişlik seviyesi ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığını ileri sürmektedir. Finansal gelişme ile ekonomik gelişme arasında bir ilişkinin olmadığı savunan tez ise bu iki olguyu etkileyen başka faktörlere dikkat çekmektedir. Bunun yanında bu iki değişkenin aralarında belirli bir etkileşim olsa dahi bunun önemsiz derecede olduğu belirtilmektedir.

Literatürde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında ilişki olmadığı tezi Lucas (1988) tarafından iddia edilmiştir. Buna göre finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir etkileşim yoktur. Başka bir ifade ile, ekonomik büyümeden finansal gelişmişliğe yada bunun tersi yönünde herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Dolayısı ile ekonomik çalışmalar bu konuya gereğinden fazla ilgi göstermektedir.

İlişkisizlik hipotezine göre özellikle ilk gelişme dönemlerinde birçok ülkede kurumsal yapılanma tam gerçekleşmemiştir. Bu süreçte eğer kaynaklar finansal piyasa işleyişinde serbest dağılıma bırakılırsa etkin kaynak tahsisi mümkün olmaz. Bu yüzden, finansal sistemi teşvik etmeye yönelik politika çabaları da zaten kıt olan kaynakların verimsiz şekilde değerlendirilmesi anlamına gelecektir. Öte yandan, finansal gelişmeye yapılan gereksiz vurgu nedeni ile ekonomik büyümenin gerçek dinamiklerini oluşturan unsurlara yönelik politikalar gözden kaçacaktır. Bunun için ekonomik büyümeyi teşvik etmek için üretkenliği artırmaya yönelik işgücü eğitim programları, yatırımı teşvik için vergi reformları ve ihracatı teşvik programları gibi diğer politika seçeneklerine yoğunlaşmak gerekir (Darrat, 1999: 19-20).

Sonuç olarak, ilişkisizlik hipotezi, finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasında her zaman doğrudan bir bağ kurmanın mümkün olmadığını ifade eder. Öyle ki bu iki olgu arasındaki ilişki çok daha karmaşıktır. Böylece, büyüme ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkinin her zaman doğrusal veya nedensel olması gerekmez.

2.3. Ampirik Literatür

Çalışmanın bu kısmında ampirik literatür yabancı ülke ve Türkiye özelinden hareketle iki alt başlık halinde incelenecektir.

2.3.1. Yabancı Ülkelere Yönelik Literatür

Finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran literatür incelendiğinde kullanılan ekonometrik yöntem ve değişken ile elde edilen sonuçlara göre yapılan tespitler aşağıda belirlenmiştir.

Yapılan çalışmalar kullanılan ekonometrik yöntem incelendiğinde genellikle VAR, Granger, Yatay Kesit Analizi, Eşbütünleşme, Sıradan En Küçük Kare Regresyonu, Vektör Hata Düzeltme, Panel veri analizi, Panel GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu), ARDL, Hatemi J, gibi modellerin kullanıldığı görülmektedir. Ancak bütün bu çalışmalarda en fazla Granger Nedensellik kullanıldığı görülmüştür.

Analizlerde gösterge olarak en çok kullanılan değişkenlerin ise para arzı göstergeleri (M1, M2, M3 gibi) ile kredi hacmi, mevduat hacmi gibi parasal göstergeler olduğu belirlenmektedir. Ekonomik büyüme için ise GSYH oranı ya da kişi başına düşen GSYH kullanılmıştır.

Çalışma bulguları ele alındığında ise en çok arz öncülü hipotezi destekleyen sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Buna göre bütün çalışmalar içinde 19 tanesi arz öncülü hipotezi, 2 tanesi talep çekişli hipotezi desteklerken 4 adet çalışma ise çift yönlü etkileşim hipotezini desteklemektedir. Çalışmalar içinde 1 tanesi ise ilişkisizlik hipotezini destekleyen bulgulara ulaşmıştır.

Böylece ele aldığımız literatürde en çok olan arz öncüllü hipotezi destekleyen çalışmalara yer verilmiştir. Bu çalışmalar, Goldsmith, (1969): Van Nieuwerburgh, Buelens, & Cuyvers, (2006): Caporale, Rault, Sova, Sova, (2009), Yang ve Yi, (2008): Levine ve Zervos, (1998): Balago, (2014): Ohwofasa ve Aiyedogbon, (2013): Zhang, Wang, ve Wang, (2012): Estrada, Park ve Ramayandi (2010), Önder, (2022), Hsueh, Hu, Tu, (2013): Beck ve Levine (2004): Dashdamirli,(2019): Ofori-Abebrese, Pickson, ve Diabah (2017): Thangavelu, ve James (2004): Afolayan, (2019): Calderon ve Liu, (2003): Ndal, (2016) tarafından yapılan araştırmalardan oluşmaktadır.

Ele alınan literatürde ikinci sırada çift yönlü etkileşim hipotezini desteklediği görülmektedir. Bu çalışmalar, Hondroyannis, Lolos, & Papapetrou, (2005): Shan, Morris, &

Sun, (2001): Abu-Bader & Abu-Qarn (2008) ile Graff, ve Karman (2006) tarafından yapılan araştırmalardan oluşmaktadır.

Literatürde talep takipli hipotezin ise sadece Ang ve McKibbin (2007) ile Nyasha ve Odhiambo (2018) tarafından yapılan araştırmalarda desteklendiği görölmüştür.

Son olarak literatürde sadece Nyasha ve Odhiambo (2018) tarafından gerçekleştirilen çalışmada ilişkisizlik hipotezi destekleyen bulgulara ulaşılmıştır.

Çalışmanın bundan sonraki kısmında yukarıda sözü edilen literatüre katkı sağlayan araştırmalar tarihi sırası ile verilmiştir.

Goldsmith (1969), farklı gelir düzeyinde 35 ölkö için finansal aracılık hizmetlerinin milli gelire oranı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Finansal gösterge olarak yurt içi krediler/GSMH ve finansal araçların toplam değeri/GSYİH oranını kullanmıştır. Ekonomik büyümeyi temsilen kişi başına düşen GSYH kullanılmıştır. Ölkö içinde finans piyasalarının gelişmesi ile birlikte finans sistemi fonların verimli yatırımlara dönüşmesini sağlamaktadır. Böylece, finansal gelişme ve kişi başına GSMH büyüme seviyesi arasında doğru orantılı bir ilişki mevcuttur. Ayrıca, finansal gelişme ve kişi başına GSMH büyüme artışı arasında bir geri dönüşüm etkisi vardır. Böylece, büyüme ile finans piyasalarının daha fazla gelişmesi de söz konusu olabilir. Hatta Finansal gelişme sonrası kişi başına büyüme hızındaki artış etkisi oluşarak finans piyasalarının tekrardan gelişme gösterebileceği iddia edilmiştir. İlişkinin yönü finansal gelişmişlikten, ekonomik büyümeye doğrudur. Bu alışması arz öncüllü hipoteze uygun sonuç vermiştir.

Levine ve Zervos (1998), çeşitli gelir seviyelerine sahip 47 ölkö üzerinde 1976-1993 yılları arasındaki dönem için yıllık veriler ile ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik konusunda analiz yapmışlardır. alışmalarında Yatay Kesit Analizi yöntemi kullanmışlardır. Yıllık verilerin ortalaması alınmış, her ölkö için tek gözlem kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak özel sektöre verilen krediler, sermaye birikimi, verimlilik artışı kullanılırken, bağımlı değişken olarak ise ekonomik büyümeyi temsilen GSYH' daki gelişmeler kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar finansal gelişimi ile sermaye birikimi, ekonomik büyüme ve verimlilik artışı arasında güçlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Başka bir ifade ile bankacılık kredi hacmindeki gelişmelerle ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve üretkenlik artışı oranlarıyla hem pozitif hem de sağlam bir şekilde ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu bulgular finansal faktörlerin büyüme sürecinin ayrılmaz bir parçası olduğunu göstermiştir.

Shan, Morris ve Sun, (2001) OECD üyesi 9 ülke ve Çin’de finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1970-1999 yılları arasındaki dönem için incelemiştir. Bu çalışmada VAR bazlı Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar ülkelerin çoğunda finansal gelişme ile büyüme arasında çift yönlü nedensellik ve büyümenin finansal gelişmeyi desteklediği tespit edilmiştir. Finansal gelişmenin büyümeye önderlik yaptığına ilişkin arz öncülü hipotez için çok az destek bulunmaktadır.

Calderón ve Lin Liu (2002) dünyadaki 109 ülke için 1960-1994 yılları arasındaki dönemde finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerinde çalışmışlardır. Göstergeler olarak finansal gelişmişlik değişkenleri için $M2/GSYİH$ ve $KREDİ/GSYİH$ oranları kullanılmıştır. Ekonomik büyüme için ise ve kişi başına düşen reel GSYİH kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği yönündedir. Böylece arz öncülü hipotez desteklenmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için iki önemli politika çıkarımı vardır. Birincisi, sürdürülebilir ekonomik büyüme elde etmek için finansal reformların daha da ileri götürülmesi gerekmektedir. İkincisi, finansal ve ekonomik kalkınma arasındaki olumlu etkileşimden yararlanmak için finansal sektörü serbestleştirirken ekonomiyi de serbestleştirmek zorunludur.

Thangavelu ve James (2004) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Avustralya için 1960-1999 döneminde araştırmışlardır. Bu çalışmada VAR modeli çerçevesinde analizler gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlar; finansal araçların ve finansal piyasaların, yerel ekonomideki çeşitli rolleri göz önüne alındığında, ekonomik büyüme üzerinde farklı etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Finansal piyasalardaki gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu, buna karşın ekonomik büyümeden finansal piyasaların gelişimine doğru bir nedenselliğin olmadığını göstermektedir. Böylece ampirik bulgular arz öncülü hipotezi desteklemektedir.

Beck ve Levine (2004) dünyadaki 40 ülke üzerinden 1976- 1988 yılları arasındaki yıllık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bu çerçevede özellikle bankalar ile hisse senedi piyasalarının büyüme üzerindeki etkilerine yoğunlaşmışlardır. Bunun için Panel GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu) uygulanmıştır. Ampirik bulgular, ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişmenin önemli pozitif rolü olduğunu tespit etmiştir. Bankaların gelişiminin ekonomik büyüme üzerinde hem istatistiksel hem de ekonomik olarak pozitif etkiye sahiptir. Böylece, finansal piyasaların ve bankacılık sisteminin güçlü bir şekilde yapılandırılmasının ekonomik gelişme üzerinde önemli bir etkisi olduğu ileri sürülmüştür.

Hondroyiannis ve diğerleri (2005), 1986-1999 döneminde Yunanistan' ın aylık verileri kullanılarak bankacılık sektörü ve borsa gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu analiz için VAR hata düzeltme modeli ve Granger nedensellik testini kullanmışlardır. Çalışmada göstere olarak bankacılık sektörü, özel sektöre verilen toplam banka kredilerinin GSYH' ye bölümü ile temsil edilmiştir. Hisse senetleri için borsa kapitalizasyonunun GSYH'ye bölümü kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak ise GSYH kullanılmıştır. Ampirik bulgulara göre uzun dönemde bankacılık sektörü gelişimi ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik vardır. Ayrıca, borsa finansmanının ekonomik büyümeye katkısı, banka finansmanına kıyasla daha az bulunmuştur.

Graff ve Karman (2006) finansal gelişmişlik ve ekonomik gelişme arasındaki ilişki toplam 90 ülke için 1950-2000 arasındaki yıllık gözlemlerle analiz etmiştir. Çalışmasında, En Küçük Kareler Yöntemini ve Hatemi J Nedensellik testini kullanmıştır. Kullanılan göstergeler ise finansal sistemde istihdam edilen işgücünün payı, finansal sistemin GSYİH 'deki payı, ve $M2/GSYİH$ ' dir. Klasik finansal gelişmişlik değişkenlerinden farklı olarak finansal sistemde çalışan işgücünün payını da modele dahil edilmiştir. Bu değişken gelişmişlik düzeyini ölçmek için finansal piyasalarda çalışanların toplam işgücüne oranıdır. Salt parasal değişkenlerden ziyade zaman içindeki değişimleri ölçmek için oluşturulmuştur ve finansal düzeyin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi için finansal piyasalarda çalışanların toplam işgücü içerisindeki oranını kullanmışlardır. Ampirik bulgulara göre ekonomik gelişmişlik bir yandan finansal gelişmeye sebep olurken diğer yandan finansal gelişme tüm ekonominin parasallaşmasını sağlayarak tüm piyasaların gelişmesine yardımcı olmaktadır. Sonuç olarak ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişki karşılıklıdır.

Van Nieuwerburgh,, Buelens, ve Cuyvers, (2006) Belçika' da 1873 ile 2000 yılları arasındaki dönem için finansal piyasa gelişimi ile ekonomik kalkınma arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada Granger nedensellik testi ve eş bütünleşme analizi yapılmıştır. Gösterge olarak Ticarî bankaların mevduat hacmi ve sermayeleşme oranı kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına düşen GSYH' yı kullanmıştır. Finansal gelişmişliğin ekonomik büyümeye neden olduğuna dair güçlü kanıtlar bulmuşlardır. İlişkinin yönü finansal gelişmişlikten ekonomik büyümeye doğru olduğu belirtildiğinden arz öncüllü hipotez desteklenmektedir.

Ang ve McKibbin (2007) Malezya için 1960-2001 yıllarını kapsayan yıllık veriler ile finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini analiz etmiştir. Malezya ekonomisi özelinde irdelemektedir. Malezya için banka ağırlıklı bir finansal piyasa geçerlidir. Bu sebeple finansal

gelişmişlik için bankalara dair gelişmişlik ölçütleri tercih edilmiştir. Bu çalışmada likit yükümlülüklerin nominal GSYİH miktarına oranını, M1, M2 ve ticari banka varlıklarını gibi ölçütlerin tamamına ekleyerek bir finansal gelişme endeksi oluşturulmuştur. Sonuçlar ekonomik büyümenin finansal derinliğe pozitif etki yarattığını göstermiştir. Uzun dönemde büyüme finansal gelişmeye yol açmakta böylece talep çeşitli hipotez desteklenmektedir.

Abu-Bader ve Abu-Qarn (2008), Mısır için 1960-2001 yılları arasında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada, Johansen eş bütünleşme ve Granger nedensellik analizinin kullanılmıştır. Gösterge olarak, finansal gelişmeyi temsilen M1 ve M2 hacminin GSYİH'ya oranlarına ve sabit yatırımın GSYİH içindeki payı kullanılmıştır. Ekonomik büyüme için ise kişi başına düşen reel GSYİH ele alınmıştır. Ampirik sonuçlar finansal gelişme ile ekonomik büyümenin karşılıklı nedensel ilişkisine sahip olduğunu ortaya koymuştur. Finansal gelişmenin hem yatırım kaynaklarını artırarak hem de verimliliği geliştirerek ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Ama aynı şekilde ekonomik büyüme de finansal gelişmeyi desteklemektedir. Tavsiye olarak uzun vadeli ekonomik büyümeyi teşvik etmek için finansal sistemin verimliliğinin artırılması önerilmiştir.

Yang ve Yi (2008), Kore için 1971-2002 yılları arasında finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. Bu analiz de Granger nedensellik testi kullanmışlardır. Gösterge olarak finansal gelişmişlik için reel faiz oranı, ekonomik büyüme için ise kamu harcamalarının GSYH' ye oranı, yatırım oranlarının GSYH' ye oranı, ticaret açıklığının GSYH' ye oranı kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar finansal gelişmişliğin ekonomik büyümeye sebep olduğu şeklindedir. Kore'nin incelenen 30 yılda olağanüstü ekonomik büyüme yaşadığı ve bunun ana nedenini de finans sisteminde yaptığı reformlardır. Çalışmadan çıkarılabilecek tavsiye ise ekonomik büyüme için finansal gelişmişlik için yapılabilecek düzenleme ve reformların arttırılmasıdır. Sonuç çalışma arz öncüllü hipotezi destekler niteliktedir.

Caporale, Rault ve Sova (2009), yeni Avrupa Birliği (EU) üyesi olan on ülke için 1994-2007 döneminde bankacılık sektörü ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu çalışmalarında yıllık veriler panel nedensellik yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir. Analizde gösterge olarak finansal gelişmişlik özel sektör kredilerin GSYH'ye oranı ile temsil edilmiştir. Diğer göstergeler ise kamu kredileri, kamu harcamaları, ortaöğretim kayıt oranı, enflasyon oranı, yatırım orası, kredi ve mevduat faiz marjları, likit yükümlülükler ve ticaret açıklığıdır. Ekonomik büyüme için ise kişi başına düşen GSYH kullanılmıştır. Ampirik sonuca göre, on ülkenin tümü için finansal derinliğin eksik olduğu ve finansal gelişmenin bazı göstergelerinin yalnızca küçük bir olumlu etkisinin olduğu görülmüştür. Hisse senedi ve kredi

piyasalarının bu ülkelerde az gelişmiş olduğundan ekonomik büyüme üzerine etkisi azdır. Ama gelişmiş bankacılık sektörünün ekonomik büyümeyi hızlandırıcı etkisi yüksektir. Uygun politikalar ile finansal sektör istikrarsızlığı azaltılır ise büyümenin önündeki engeller kaldırılmış olur. Granger nedensellik testi, nedenselliğin finansal kalkınmadan ekonomik büyümeye doğru gittiğini göstermiştir. Bu açıdan arz öncüllü hipoteze uygundur.

Estrada, Park ve Ramayandi (2010) Asya ülkeleri üzerine yaptıkları çalışmada yıllık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bunun için Panel Veri Analizi testi uygulanmıştır. Gösterge ekonomik büyüme için reel kişi başına GSYİH, finansal gelişmişlik için ise toplam likit yükümlülükler (M0), devredilebilir mevduatlar ve elektronik para (M1), vadeli ve tasarruf mevduatları, mevduat sertifikaları ve menkul kıymetler geri alım sözleşmeleri (M2) kullanılmıştır. Ampirik bulgular finansal gelişmenin büyüme üzerinde pozitif etkisinin olduğunu göstermiştir. Asya krizi sonrası, büyümede finansal gelişme etkisi azalmış, finansal göstergelerin kişi başına düşen GSYİH büyümesi üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Genel olarak denilebilir ki finansal derinlikle ölçülen finansal sektör gelişiminin büyümede önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca hem bankacılık sektörünün hem de sermaye piyasalarının göstergeleri açıklayıcı değişkenler olarak modele dahil edildiğinde bile pozitif ve önemli kalmaya devam etmektedir. Tavsiye olarak, politika yapıcılar farklı bileşenleri arasında daha iyi bir denge sağlamak yerine finansal sistemi bir bütün olarak derinleştirme çabalarına öncelik vermelidir.

Zhang ve Wang (2012), Çin de 2001-2006 döneminde 286 şehirden alınan verileri kullanarak, Çin'deki finansal aracılık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Çalışmada hem geleneksel kesitsel regresyonlardan hem de dinamik panel verileri için birinci farklılaştırılmış ve GMM tahmincilerinden elde edilen sonuçlar kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına düşen GSYH (yıllık büyüme oranı) kullanılmıştır. Finansal gelişmişlik için kullanılan beş gösterge ise: toplam kredilerin GSYİH' ye oranı, toplam mevduatın GSYİH' ye oranı, toplam tasarruflarının GSYİH' ye oranı, yerel kredilerle finanse edilen sabit varlık yatırımının devlet bütçe ödeneğiyle finanse edilene oranı ve kurumsal mevduatların toplam mevduatlara oranıdır. Ampirik sonuçlar; finansal gelişmenin ekonomik büyümeyle pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Çalışmanın bu sonuçları arz öncüllü hipotezi destekler niteliktedir.

Hsueh, Hu ve TU (2013), Filipinler, Malezya, Endonezya, Kore, Hindistan, Singapur, Tayland, Tayvan, Çin ve Japonya gibi Asya ülkeleri için 1980-2007 dönemi verileri ile finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme üzerine çalışmışlardır. Çalışmada ekonometrik yöntem olarak

Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Göstergeler olarak ekonomik büyüme için reel GSYH, finansal gelişmişlik için ise M1/GSYİH ve M2/GSYİH gibi finansal göstergeler kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda Malezya haricindeki ülkelerin tamamında finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedensellik bulunmuştur. Böylece, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü bulgular çerçevesinde arz öncülü hipotezi desteklemektedir.

Ohwofasa ve Aiyedogbon (2013) Nijerya’ da 1986 ve 2011 yıllarında finansal derinleşme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemiştir. Bu çalışmada vektör otoregresif (VAR) testi, etki tepki testi ve varyans ayrıştırması uygulanmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak GSYH ele alınmıştır. Değişken olarak, finansal gelişmişlik göstergesini temsilen M2/GSYH, özel sektör kredisinin GSYH’ oranı, enflasyon oranı, brüt gayri safi sermaye birikimi, faiz oranı ve kredi verme oranı kullanılmıştır. Ampirik bulgular ekonomik büyüme ile finansal derinleşme değişkenleri arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Nijerya'daki finansal derinleşme düzeyinin para otoriteleri tarafından uygulanan çeşitli reformlara ve kurumsal değişikliklerle geliştirmesi büyük önem kazanmaktadır. Öte yandan, faiz oranlarının düzeyi çok yüksek kalmasına rağmen, özel sektör kredilerinin düzeyi ekonomideki büyümeyi kolaylaştırmak için gerekli olan istenen yeni yatırım düzeyini sürdüremediği çalışma neticesinde anlaşılmıştır.

Balago, (2014), Nijerya için 1990-2009 döneminde yıllık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bu çalışmasında ADF testi, Johansen Eş-bütünleşme Testi, Sıradan En Küçük Kare Regresyonu ve Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanmıştır. Gösterge olarak ekonomik büyüme için yıllık GSYH, finansal gelişmişlik için ise banka kredileri, sermaye kapitalizasyon oranı ve doğrudan yabancı yatırımlar kullanılmıştır. Ampirik bulguları, bankacılık sektörü kredi hacmi, sermaye kapitalizasyon oranı ve doğrudan yabancı yatırımın gayri safi milli hasılayı istatistiki olarak anlamlı ve pozitif etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Bu durum arz öncüllü hipotezi doğrular niteliktedir. Sağlam elektronik ticaret sistemlerinin oluşturulması, hukuki ve ekonomik altyapının iyileştirme yolunda finansal sistemi güçlendirecek politikaların devamı gerekmektedir. Hükümet, uluslararası sermaye ve yabancı yatırım akışını teşvik eden daha düşük vergi oranları gibi politikalar uygulamalıdır.

Hayaloğlu (2015) Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye’ nin de içinde bulunduğu bir grup ülke için 1990-2012 döneminde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemiştir. Çalışmada Dinamik Panel Veri Yöntemi ve GMM

(Genelleştirilmiş Momentler Metodu) tahminci yöntemi kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına düşen gelir kullanılmıştır. Finansal gelişmişlik göstergesi için ise özel sektör kredileri/ GSYH ve bankacılık sektörü özel sektöre kredileri/ GSYH verileri yüzdesel olarak kullanılmıştır. Finansal gelişim ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yaptığı görülmüştür. Çalışmanın sonucunda finansal sistemin gelişmesine paralel olarak bu ülkelerde daha sağlıklı bir ekonomik büyüme mümkün olacağı belirlenmiştir. Gelişmekte olan ekonomiler için sıcak para çıkışı önemli bir sorundur ve güçlü bir finansal sistemin sıcak para çıkışlarının azaltılmasını da sağlayacaktır. Analize göre gelişmiş bir finansal sistem, bu ülkelerde sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanmasında önemli bir yer tutmaktadır.

Ndalu (2016) Kenya' da 2003-2008 yıllar arasında finansal derinleşmenin sigorta ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini yılları itibariyle incelemiştir. Bu çalışmada, Statistical Package for the Social Sciences (Sosyal Bilimler için İstatistik Paketi) istatistiksel analiz programı kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına GSYH alınmıştır. Finansal gelişme göstergesi olarak ise Sigortacılık Penetrasyon (doğrudan yazılan primlerin GSYH'ye oranı) oranı kullanılmıştır. Sonuçlar, sigortacılık faaliyetlerinin ticari faaliyetleri kolaylaştırarak kayıpları azaltıp kredi sağlamayı kolaylaştırıp ekonomik faaliyetleri desteklediğini ortaya koymuştur. Böylece, ampirik bulgular sigortacılık faaliyetleri kapsamında finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi teşvik ettiği sonucuna varmıştır. Böylece, bulgular arz öncülü hipotez desteklenmektedir.

Ofori-Abebrese, Pickson, Diabah (2017) Gana'da 1970-2013 döneminde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. ARDL yaklaşımını ve Granger nedensellik testini uygulamıştır. Göstergeler finansal gelişmişlik için özel sektöre yurt içi kredi ve yurt içi mevduatlar, ekonomik büyüme için ise GSYH kullanılmıştır. Ampirik bulgular özel sektöre verilen kredi miktarının ekonominin büyümeyi pozitif yönde etkilediğini ancak yurtiçi mevduatın böyle bir etkisinin olmadığını ortaya koymuştur. Ayrıca ekonomik büyümedeki değişimlerden yurt içi mevduata doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Ekonominin uzun vadeli büyümesini sağlamak amacıyla mevduatların da büyümeyi teşvik edecek şekilde finansal sistemin desteklenmesine odaklanması gerektiği belirtilmiştir.

Nyasha, ve Odhiambo (2018) altı ülkede (Birleşik Krallık, Avustralya, Brezilya, Kenya, Güney Afrika ve ABD) 1980 ve 2012 yılları arasında banka tabanlı finansal gelişme ve piyasa tabanlı finansal gelişme ile büyüme seviyesi arasındaki etkileşimi incelemişlerdir. Granger Nedensellik testi kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak yıllık reel GSYH oranı,

finansal gelişmişlik için ise M2'nin GSYİH' ye oranı, M3'ün GSYİH' ye oranı, özel sektöre sağlanan kredi GSYİH' ye oranı, yurtiçi tasarrufların GSYİH' ye oranı ve tüm çalışma ülkeleri için borsa kapitalizasyonu kullanılmıştır. Genel olarak, banka tabanlı finansal gelişmenin Birleşik Krallık'ta ve yalnızca uzun vadede Avustralya'da ekonomik büyümeye neden olduğu görülmektedir. Ancak, Brezilya ve Avustralya'da kısa vadede bir geri bildirim döngüsü vardır. Kenya, Güney Afrika ve ABD'de, sonuçlar tarafsızlık hipotezini desteklemektedir. Çalışma sonuçları ayrıca ABD'de piyasa tabanlı finansal gelişme seviyesinden ekonomik büyümeye düzeyine doğru kısa vadeli tek yönlü nedensellik olduğunu göstermektedir. Geri bildirim döngüsünün kanıtı Kenya'da bulunurken, talep takip hipotezi yalnızca Güney Afrika ve Brezilya'da destek bulmuştur. Ancak, tarafsızlık görüşü Avustralya ve Birleşik Krallık' ta desteklenmiştir.

Dashdamırlı (2019) değişik büyüklükte 41 ülke için 1999- 2011 yıllarında büyüme ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bu çalışmada Panel Analizi uygulanmıştır. Gösterge olarak toplam cari işlemler dengesi, döviz kuru, net doğrudan yatırımın gelire oranı, özel sektöre verilen toplam kredinin ve faiz oranı kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi ise GSYH' olmuştur. Ampirik bulgular özel sektör kredi miktarının GSYH artışı üzerine pozitif etkisini göstermiştir. Finansal piyasaları güçlü olan ülkelerin ekonomik olarak da hızla büyüyen ülkeler olduğu belirlenmiştir. Böylece finansal kalkınmayı sağlayamayan ülkelerin de uzun vadeli ekonomik büyümeye sahip olamayacağı görülmüştür.

Afolayan (2019) Nijerya için 1981-2016 yılları arasında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu çalışmada Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanılmıştır. Değişken olarak finansal gelişmişlik için banka kredi miktarı ile sermaye stoğu ve ekonomik büyüme için ise yıllık GSYH kullanılmıştır. Ampirik bulgular, finansal göstergelerin Nijerya'da hem kısa vadeli hem de uzun vadeli büyümeyi etkilediğini göstermiştir. Böylece, finansal gelişim ekonomik büyümeyi pozitif bir korelasyon ile desteklemektedir. Başka bir ifade ile, özel sektöre kredi kısıtlamasının azaltılması Nijerya'da GSYİH'nın büyümesi için önemli bir alan açacaktır. Tavsiye olarak finansallaşmanın teşvik edilmesinin ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceği belirtilmiştir.

Önder (2022) dünya ekonomisinde Kırılgan Beşli (Türkiye, Güney Afrika, Brezilya, Endonezya ve Hindistan) üzerinde 1990-2019 yılları arasındaki verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme üzerine analiz yapmıştır. Çalışmada dinamik panel veri analizi yöntemleri kullanılmış, yatay kesit bağımlılığını ve heterojenliği göz önünde bulunduran CCE yöntemi ile Westerlund (2006) panel eşbütünleşme testinden yararlanılmıştır. Gösterge

olarak kişi başına dufen gelir ve finansal gelişmişlik endeksi kullanılmıştır. Ampirik bulgulara gfre finansal gelişmişlik ekonomik bfyfme fzerinde istatistiki olarak anlamlı etkilere sahiptir. Ancak, finansal gelişmede meydana gelen değişimler ekonomik bfyfmeyi azaltmaktadır. Ampirik bulgular finansal okuryazarlığın ve finansal araç çeşitliğinin arttırılması, finansal piyasalara erişimin kolaylaştırılması, ile bireysel emeklilik sistemlerinin yaygınlaştırılmasının ekonomik bfyfmedeki fnfemini ortaya koymuştur.

2.3.2. Tfrkiye'ye Yfnelik Literatfr

Tfrkiye için ekonomik bfyfme ve finans ilişkisi fzerine yapılan araştırmalar incelendiğinde, yabancı literatfre paralel olarak, genellikle VAR, Granger, Toda-Yamamoto, Eşbfbfneleşme, Sıradan En Kbfek Kare Regresyonu, Vektfr Hata Dfzeltme, ARDL, Hatemi J, gibi ekonometrik testlerin kullanıldığı gfrflemektedir. Ancak bununla birlikte en çok Toda-Yamamoto ve Granger Nedensellik testlerinin kullanıldığı belirlenmiştir.

Yapılan çalışmalarda gfrsterge olarak en çok kullanılan değişkenlerin ise para arzı gfrstergeleri M1, M2, M3 gibi değişkenler ve kredi hacmi, mevduat hacmi gibi parasal gfrstergelerdir. Ekonomik bfyfme için ise GSYH oranı ya da kişi başına dufen GSYH kullanılmıştır.

Çalışma bulguları incelendiğinde ise arz fncfclf hipotezi 13 araştırmanın desteklediği gfrflemektedir. Bunun yanında 7 araştırma talep çekişli hipotezi ve 5 adet araştırmanın ise çift yfnlf etkileşim hipotezini desteklediği belirlenmektedir. Tfrkiye'de ilişkisizlik hipotezini destekleyen çalışmaya rastlanmamıştır.

Gfrfldfęf gibi Tfrkiye fzerine yapılan literatfr incelendiğinde arz fncfclf hipotezi destekleyen çalışmaların ağırlık kazanması srfz konusudur. Bu alışmalar Aydın, Ak, & Altıntaş (2014): Turgut & Ertay (2016): Ak, Altıntaş & İnal, (2016): Eroğlu, & Yeter (2021): Yetiz & fnal (2021): Akça, Bal & Manga (2018): Uç, (2019): Çinko & Balı, (2022): Ak, Altıntaş & şimşek (2016): Manga, Destek, & Dfzakin (2016): Bağcı, (2020): Aslan & Kbfekaksoy (2006): İlhan & Gfkke (2023) tarafından gerçekleştirilen araştırmalardan oluşmaktadır

fte yandan, Tfrkiye'de fnfemli sayıda talep çekişli hipotezi destekleyen bulgulara da ulaşılmıştır. Buna gfre, Makul, (2019): Gfzel & Olu (2021): Oruç & Turgut (2014): Gfneş (2013): Demir, fztfrk & Albeni (2007): Atamtfrk (2004): Evin (2007) Tfrkiye'de talep çekişli hipotezi desteleyen sonuçlar elde etmiştir.

Ayrıca ift yfnlf etkileşim hipotezini destekleyen çalışmalarda bulunmaktadır. Srfz konusu çalışmalar çerçevesinde Kılıç, Gfribfz & Ayıray (2019): Tfrkoğlu (2016): Karahan,

Yılgör & Özekin (2018): Çeştepe & Yıldırım (2016): Contuk & Güngör (2016) tarafından gerçekleştirilen araştırmalardan söz edilebilir.

Son olarak Türkiye’de finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme üzerine yapılan çalışmalarda ilişiksizlik hipotezini destekleyen hiçbir araştırmaya rastlanmamıştır.

Türkiye üzerine yapılan çalışmalar aşağıda tarihi sıra ile verilmiştir.

Atamtürk (2004) Türkiye’de 1975-2003 yılları arasında finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi analiz etmiştir. Bunun için Granger nedensellik testi uygulanmıştır Finansal gelişmişlik göstergesi olarak, (M2Y/GSMH) oranı, ekonomik büyüme oranının göstergesi olarak ise reel GSMH oranı kullanılmıştır. Ampirik bulgular arz öncüllü hipoteze uygundur. Türkiye’de 1989 sonrasında yaşanan finansal serbestleşme ile sıcak para akışının istikrarsız ve sürdürülebilir olmayan nitelikte olduğu krizlere yol açabileceği belirtilmiştir. Gelişmekte olan ülkeler için sıcak para giriş çıkışlarının finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini zayıflattığına dikkat çekilmiştir. Ekonomik büyüme ve finansal gelişme ilişkisinin talep takipli olması gerektiği, reel ekonominin finansal gelişmeyi sağlaması gerektiği tavsiye edilmiştir.

Evin (2007) Türkiye’de 1986:1- 2006:4 yılları arasında üçer aylık veriler ile finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi analiz etmiştir. Çalışmada Johansen eş bütünleşme analizi ve Granger nedensellik testi uygulamıştır. Gösterge olarak, finansal gelişmişlik için M2Y /GSYİH’ye oranı ve özel sektöre verilen kredilerin GSYİH’ye oranı kullanılmıştır. Ekonomik büyüme ve finansal gelişme ilişkinin zayıf olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan, kısa dönem Granger nedensellik sonucunda talep takipli hipoteze uygun olduğu belirtilmiştir.

Güneş (2013) Türkiye ekonomisinde 1988-2009 yılları arasındaki verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bunun için yatay kesit panel veri analizleri, zaman serisi modelleri testleri uygulanmıştır. Gösterge olarak finansal gelişmişlik için para arzını (M2Y) milli gelire oranı (GNP) ve finansal piyasa çalışanlarının işgücü payına yer vermiştir. Yatay kesit veya panel veri analizleri, zaman serisi modelleri yöntemi kullanılmıştır. Yapılan çalışmayla finansal gelişmenin Türkiye’de iktisadi büyümeye neden olduğuna dair bir sonuç bulunmamıştır. Finansal istihdamdaki ve para arzındaki (M2Y) artışın ekonomik büyümenin nedeni olmadığı görülmektedir. Ama Türkiye’de, büyüme finansal piyasalarda çalışanların toplam işgücü içerisindeki payını pozitif etkilemektedir. Nedensellik test sonucuna göre ekonomik büyümenin finansal istihdamı artırdığı, istatistiksel olarak anlamlı tek sonuçtur. Sonuçlar talep çekişli hipotezi desteklemektedir.

Aydın ve Altıntaş (2014) Türkiye’ de 1988- 2012 dönemine ait Dünya Bankası istatistiklerinden alınan yıllık veriler kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu çalışmada Toda-Yamamoto testi uygulanmıştır. Finansal gelişmişlik için kullanılan göstergeler M2/GSYH, özel sektöre verilen kredilerin GSYH’ya oranı, sermaye piyasasının hacmindeki gelişmeler olarak belirlenmiştir. Büyüme için ise reel gayrisafi yurtiçi hâsıla tercih edilmiştir. Ampirik bulgular ile ilişkinin yönünün, Finansal gelişmeden büyümeye doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma bulguları arz öncüllü hipotezi desteklemektedir. Ayrıca büyüme üzerinde sermaye piyasasından daha çok bankacılık sektörünün destek sağladığı belirlenmiştir. Arz öncüllü hipotez desteklenmektedir.

Oruç ve Turgut (2014) Türkiye’de 1990-2010 yılları arasındaki üçer aylık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bunun için Hata Düzeltme Modeli kullanılarak Granger nedensellik testleri yapılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak GSYİH kullanılmıştır. Finansal gelişmişlik ölçütü olarak ise, para arzlarının (M2 ve M3) GSYİH’ ye oranı ve banka mevduat yükümlülüklerinin ve yurtiçi kredi hacminin GSYİH’ ye oranı analizlere dahil edilmiştir. Ampirik bulgular büyümeden finansal derinleşmeye doğru ilişkiyi ortaya koymuştur. Böylece, talep çekişli hipotezin uygun olduğu belirtilmiştir. Bu sonuç Türkiye’de reel sektörün büyümesi ile finansal sektörün gelişeceğini, açıkça ortaya koymuştur.

Contuk ve Güngör (2016), Türkiye’ de 1998- 2014 yılları arasında çeyrek dönemlik veriler kullanarak yaptığı çalışmada Asimetrik ve Granger nedensellik analizleri kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak reel gayri safi yurtiçi hasıla değişkeni alınmıştır. Finansal gelişmişlik göstergesi olarak ise para arzının reel gayri safi yurtiçi hasılaya oranı, özel sektöre verilen kredilerin reel gayri safi yurtiçi hasılaya oranı ile BİST 100 işlem hacminin reel gayri safi yurtiçi hasılaya oranı değişkenleri ele alınmıştır. Yapılan analize göre talep takipli ve arz öncüllü hipotezlerin ikisini de destekler nitelikte sonuç alınmıştır. Fakat asimetrik nedensellik analizine bakıldığında ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellikten bulunmuştur. Böylece çalışma ekonomik büyüme ve finansal gelişme ilişkisi açısından sonuçlar kesin bir bulgu ortaya koymamıştır.

Turgut ve Ertay (2016) Türkiye’de 2003-2013 yılları arasındaki veriler ile finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisini analiz etmişlerdir. Bu yapılan çalışmada Granger nedensellik ve Eşbütünleşme modeli kullanılmıştır. Analizde gösterge olarak reel yurtiçi gayri safi hasıla ve orta uzun vadeli toplam krediler tercih edilmiştir. Yapılan analiz sonrasında ampirik bulgular finansal gelişmişlikten ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisini

ortaya koymuştur. Başak bir ifade ile bankacılık sektöründeki gelişmelerin ekonomik büyümenin nedeni olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Ancak bu durumun ekonomik büyümeyi arttırması açısından olumlu olduğunu, fakat finansal anlamda yaşanacak bir sıkıntının ise hemen reel sektöre yansiyacağına da dikkat çekilmektedir. Bu şekilde yurtdışında yaşanan bir finansal krizin ise hemen ülkemiz piyasasına aktarılacağını ve ekonominin olumsuz da etkilenebileceğini belirtmektedir. Arz öncülü hipotez desteklenmektedir.

Ak, Altıntaş ve İnal (2016) Türkiye’de 1965-2015 yılları arasındaki veriler ile finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. Çalışma kapsamında ARDL modeli ve Toda-Yamamoto Nedensellik testleri uygulanmıştır. Göstergeler ise finansal gelişmişlik için özel sektöre verilen krediler, ekonomik büyüme için ise GSYH olarak belirlenmiştir. Ampirik bulgular ile finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik tespit göstermiştir. Çalışmada gelişmekte olan ülkeler için gerekli olan yatırımın finansal piyasalardan sağlanabileceği, tasarrufların yatırıma dönüşebilmesi için gerekli olan finansal gelişmişliğin önemine değinilmiştir. Böylece elde edilen sonuçlar arz öncülü hipotezi desteklemiştir.

Ak, Altıntaş ve Şimşek (2016) Türkiye’de 1989-2011 yılları arasındaki yıllık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ele alınmıştır. Bunun için Toda-Yamamoto testi uygulanmıştır. Gösterge olarak sabit fiyatlarla gayrisafi yurtiçi hâsıla ile finansal gelişme indeksi kullanılmıştır. Ampirik bulgular ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur. Bu durumda talep takipli hipoteze uygun bir nedensellik ilişkisi söz konusudur. Türkiye’de reel sektör odaklı bir model geliştirilmesi bu sonuç nedeni ile tavsiye edilmiştir. Çünkü Türkiye’de ekonomik büyüme finansal gelişmeyi etkilemektedir.

Türkoğlu (2016) Türkiye’de 1960-2013 yılları arasındaki yıllık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bunun için Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Gösterge olarak finansal gelişmişlik için özel sektöre verilen krediler, ekonomik büyüme için ise GSYH verileri kullanılmıştır. Ampirik bulgular değişkenler arasında çift yönlü nedensellik saptanmıştır. Bunun yanında ekonomik büyüme için finansal gelişmişliğin önemi vurgulanmıştır. Bu çerçevede ekonomik büyüme sürecinde finansal gelişmenin daha ileri düzeylere taşınmasının gerekliliği, istikrarlı ve sürdürülebilir büyüme için finansal gelişmenin göz ardı edilmemesi politika yapıcılara tavsiye edilmiştir.

Çeştepe ve Yıldırım (2016) Türkiye’de 1986 ile 2015 yılları arasında çeyrek dönemlik verileri kullanarak finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerine etkisini analiz etmiştir.

Bunun için ekonometrik yöntem olarak Johansen eşbütünleşme testi, Hata Düzeltme Modeli ve Toda-Yamamoto nedensellik testi kullanılmıştır. Çalışmada finansal gelişme göstergesi olarak M1/GSYİH, M2/GSYİH, bankacılık sektörü tarafından verilen toplam krediler/GSYİH ve bankacılık sektöründeki özel sektör bankaları tarafından verilen krediler/GSYİH değişkenleri kullanılmıştır. Ampirik bulgular Türkiye’de finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında çift taraflı nedensellik ilişkisi bulunduğunu ortaya koymuştur. Böylece, finansal gelişmeye yönelik destekleyici politikalar özellikle toplam kredi hacminin gelişmesine yönelik ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyerek büyüme ve finansal gelişme arasında önemli bir döngü yaratacaktır.

Manga, Destek ve Düzakın (2016) Türkiye’de 1960-2013 yılları arasındaki yıllık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bunun için zamanla değişen nedenselliği ölçen Bootstrap Granger istatistiğinin hesaplandığı bir yöntem uygulanmıştır. Finansal gelişme gösterge olarak, özel kesime sağlanan yurtiçi krediler, özel kesime sağlanan krediler ve M2 para arzı göstergeleri kullanılmıştır. Ayrıca, kişi başına düşen GSYH’yi (2005 sabit fiyatlarıyla, dolar) ekonomik büyüme göstergesi olarak ele alınmıştır. Ampirik bulgulara göre 1998-2002 dönemi için özel kesim yurtiçi kredilerden büyümeye doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Özel kesime bankalar tarafından sağlanan yurtiçi krediler baz alındığında, 1998-2009 dönemi için finansal gelişmişlik düzeyinden ekonomik büyüme seviyesine yönelik nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Sonuç olarak arz öncüllü hipotezin geçerli olduğu dönemin 1998 yılı sonrası olduğu görülmektedir.

Karahan, Yılğör, ve Özekin (2018) Türkiye’de 2002-2016 yılları arasındaki üçer aylık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bunun için Johansen eşbütünleşme, Granger nedensellik ve etki tepki fonksiyonları uygulanmıştır. Gösterge olarak finansal gelişme için banka kredileri, ekonomik büyüme için ise GSYH kullanılmıştır. Çalışmanın ampirik bulgularına göre banka kredi hacmindeki genişleme ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik vardır. Böylece bir yandan ekonomik büyüme finansal gelişmeleri desteklemekte öte yandan finansal gelişmelerde Türkiye’de ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Bunun sonucunda Türkiye’nin banka ağırlıklı bir finansal sisteme sahip olduğu göz önüne alınırsa, yukarıda ifade edilen pozitif döngüyü harekete geçirmek için, kredi hacmini genişletmeye yönelik para politikası uygulaması etkin olabilir.

Akça, Bal ve Manga (2018) Türkiye’de 1986-2016 yılları arasındaki yıllık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bunun

için Hacker ve Hatemi-J (2006) tarafından geliştirilen Kaldıraçlı (Leveraged) Bootstrap nedensellik testi uygulanmıştır. Gösterge olarak ekonomik büyüme için reel gayrisafi yurtiçi hasıla ele alınmıştır. Finansal gelişmenin göstergesi olarak ise M3 para arzının, finansal sektör tarafından sağlanan toplam yurt içi kredilerin ve özel sektöre sağlanan toplam yurt içi kredilerin milli gelire oranı kullanılmıştır. Elde edilen bulgular finansal gelişmenin, ekonomik büyüme üzerinde etkisi olduğu yönündedir. Bu şekilde sonuçlar arz öncüllü hipotezi desteklemiştir.

Kılıç, Gürbüz ve Ayriçay, (2019) Türkiye’de 1968-2017 yılları arasındaki verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bunun için Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik testleri ile analiz yapılmıştır. Finansal gelişme için özel sektör kredileri, para arzı (M2), sabit sermaye yatırımları ve bankalar tarafından özel sektöre sağlanan kredileri kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak reel gayrisafi yurtiçi hasıla seçilmiştir. Ampirik bulgular ekonomik büyüme ile finansal gelişmişlik göstergeleri bütün finansal göstergelerin her birinin uzun dönem etkileşimde olduğunu göstermiştir. Finansal gelişmişlik göstergesi olarak M2 ile ekonomik büyüme göstergesi arasında ise çift yönlü bir nedensellik olduğu anlaşılmıştır. Sonuç olarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin finansal gelişme göstergelerine duyarlılığı ve büyüme ve finansal gelişme göstergeleri ile ilişkisinin hem arz öncülü hem de talep takipli hipotezi desteklediği görülmüştür.

Makul (2019) Türkiye’de 1998-2018 yılları arasında üçer aylık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bu analizde, Granger nedensellik testi, Birim Kök (Durağanlık) Sınaması, Toda ve Yamamoto Nedensellik Sınaması Birim Kök Durağanlık sınaması yöntemi kullanılmıştır. Gösterge olarak ise finansal gelişmişlik için banka kredileri (k) ve ekonomik büyüme için RGSYH (y) kullanılmıştır. Çalışmanın ampirik sonuçları gösteriyor ki; finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisi vardır. Türkiye’de bankaların özel sektöre (bireysel, tarımsal ve ticari krediler) kullandırmış olduğu krediler ile GSYİH değişkenleri arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmış, sadece uzun dönemde kredi artışının GSYİH’yi etkilediği kanısına varılmıştır Ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrusal nedensellik tespit edildiğinden bu çalışma talep takipli hipoteze uygundur.

Bagcı (2020), Türkiye’ de 1980-2015 yılları arasında yaptığı çalışmasında ekonomik büyüme finansal gelişme ilişkisi araştırılmıştır. Bağımlı değişken olarak GSYH’ nın yüzdesel değişimini, bağımsız değişkenler olarak ise yurtiçi tasarrufları ve para arzı (M2Y/GSYH)’nı kullanmıştır. Para arzında 3 aylık zaman verileri kullanılırken, tasarruf ve GSYH verilerinde

yıllık verileri analize dahil etmiştir. Granger nedensellik testi, ARDL Eşbütünleşme Modeli, Toda ve Yamamoto Nedensellik Sınaması ve Birim Kök Durağanlık Sınaması yöntemleri kullanılmıştır. Tasarruf ve ekonomik büyüme ilişkisinin zayıf olduğu büyük yatırımların genellikle yabancı yatırımlarıyla finanse edildiği, yerli yatırımcıların payının küçük olduğu düşünülmektedir. Para arzının (M2Y) GSYH üzerinde güçlü etkisinin olduğu görülmektedir. Buradan para politikalarının reel ekonomiyi yüksek derecede etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan, özellikle tasarruf artışının sağlanması, tasarrufu teşvik edecek çalışmalara yer verilmesi incelenen analizde tavsiye edilmiştir. Arz öncüllü hipotez desteklenmektedir.

Uç (2019) Türkiye’de 1986-2017 yılları arasındaki verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bunun için zaman serisi analizleri, Johansen koentegrasyon testi ve Vektör Otoregresif Modeli uygulanmıştır. Gösterge olarak reel GSYH, Kişi başına GSYH, Toplam Krediler/GSYH, M2/ GSYH, Toplam Mevduatlar/GSYH, Dışa açıklık oranı kullanılmıştır. Ampirik bulgular Türkiye’de incelenen dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru kısa dönemli tek yönlü bir nedenselliğin bulunduğunu göstermektedir. Tavsiye olarak kurumsal düzenlemelerin finansal gelişmeye etkisi, ekonomik büyümeye olan katkısından bahsedilmiştir. Bu çerçevede Türkiye’de finansal sistemin iyileştirilmesi ve aracılık fonksiyonlarının etkin hale getirilmesine yönelik çalışmaların artırılarak devam edilmesinde fayda bulunmaktadır. Arz öncülü hipotez desteklenmektedir.

Güzel ve Oluç (2021) Türkiye’de 1970-2015 yılları arasındaki verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bunun için Johansen eşbütünleşme ile hata düzeltme modeline dayalı olarak kurulan Granger nedensellik testlerinden yararlanılmıştır. Gösterge olarak ekonomik büyüme için GSYH, finansal gelişme için bankalar tarafından özel sektöre verilen yurtiçi kredi kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında karşılıklı bir ilişki bulmuştur. Buna göre finansal gelişmeden ticari açıklığa doğru tek yönlü nedenselliğe ulaşılmıştır. Böylece elde edilen bulgular Türkiye’de incelenen dönemde talep çekişli hipotezi desteklemiştir.

Eroğlu ve Yeter (2021) Türkiye’de 1991-2019 yılları arasındaki verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bunun için Toda Yamamoto testi uygulanmıştır. Gösterge olarak, kişi başına reel GSYH, Bankalar tarafından özel sektöre verilen yurtiçi kredileri toplamı, borsaya kote şirketlerin hisse senedi değerleri toplamı, tasarrufların toplamı, ticari açıklık kullanılmıştır. Ampirik bulgular finansal gelişme düzeyinden ekonomik gelişme düzeyine doğru nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir.

Böylece, çalışmada arz öncülü yaklaşım desteklenmektedir. Buna göre, yurtiçi özel sektör kredilerindeki artış ve hisse senedi piyasasının likidite kolaylığı sağlayan yapıda olması büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir. Ancak bütün bunlara rağmen gelişmekte olan ülkeler statüsünde bulunan Türkiye için marjinal tasarruf eğiliminin düşük olması, finansal gelişme için sorun olabileceğine değinilmiştir.

Yetiz ve Ünal (2021) Türkiye’de 2005-2020 yılları arasında aylık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Bunun için ARDL sınır testi ve Toda-Yamamoto Nedensellik testi uygulanmıştır. Gösterge olarak ekonomik büyüme için sanayi üretim endeksi, finansal gelişmişlik için ise para arzını temsilen M2 ve banka kredilerini temsilen kamu özel banka ayrımı yapılmaksızın Türkiye’deki toplam kredi miktarları kullanılmıştır. Ampirik bulgular banka kredilerinin uzun ve kısa dönemde ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği, para arzının ise ilk iki aşamasında büyümeyi olumsuz üçüncü dönemde ise olumlu etkilediği yönünde bulunmuştur. Bunun için ekonomik büyüme için Türkiye’de banka kredilerini desteklemeye yönelik politikaların uygulanması tavsiye edilmiştir. Çalışmada arz öncülü yaklaşım desteklenmektedir.

Çinko ve Balcı (2022) Türkiye’de 2009-2019 yılları arasındaki üçer aylık verileri kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bunun için Engle-Granger eş bütünleşme analizi uygulanmıştır. Türkiye’deki bankaların (mevduat, yatırım, katılım ve kalkınma) kamu, özel, yerli ve yabancı olarak reel sektöre verdiği kredilerin büyümeye etkisine bakılmıştır. Gösterge olarak büyüme için sektörel GSYH kullanılmıştır. Finansal gelişmişlik göstergesi ise sektörel krediler olarak belirlenmiştir. Ampirik bulgulara göre, kamu mevduat bankalarının kredi artışlarının GSYİH’de pozitif etki yarattığı gözlenmiştir. Fakat yerli ve yabancı mevduat bankaları ile yatırım ve kalkınma bankalarının piyasaya sunduğu sektörel bazlı kredi artışlarının tarım ve hizmetler sektöründe GSYİH’de bir artış sağlamadığı görülmüştür. Tüm banka gruplarında sanayi sektöründe meydana gelen kredi artışının GSYİH’de artış sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Sonuç olarak; Türkiye’de kamu mevduat bankalarının sektörlere verdikleri kredilerin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi belirlenmiştir. Böylece çalışma sonunda arz öncülü hipotez desteklenmektedir.

Demir, Öztürk ve Albeni, (2007) Türkiye’de 1995–2005 yılları arasında ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Granger Nedensellik testi analizde kullanılmıştır. Hisse senedi ve bankacılık sistemine ilişkin finansal gelişmişlik verileri ele alınmıştır. Aynı zamanda alışılmışın aksine içsel büyüme modellerine yer verilen bu çalışmada ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik ilişkisi analiz edilirken teknolojik

gelişmelerin finansal gelişmişliğe dahil edilmesi çalışmayı diğerlerinden ayırmıştır. Finansal sektörün büyümeye etkisini görmek için, özel sektöre verilen ticari banka kredilerinin GSYH'ye bölünmüş değerleri, hisse senedi piyasasının gelişmesi göstergesi olarak ise toplam piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı kullanılmıştır. Bulgular finansal göstergeler ile büyüme arasında tek taraflı lineer nedensellik olduğunu belirlemiştir. Uzun dönemde, banka ve hisse senedi yolu ile kaynak sağlamanın ekonomik büyümeyi arttırdığı, ama bu etkinin yeterince büyük olmadığı gözlemlenmiştir. Arz öncüllü hipotez desteklenmektedir.

Aslan ve Küçükaksoy (2006) Türkiye' de 1970-2004 yılları arasında ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu çalışmada Granger nedensellik sınaması uygulanmıştır. Analizde gösterge olarak ekonomik büyüme için kişi başına reel GNP düzey verileri, finansal gelişmişlik olgusu için ise parasal göstergelerden ziyade, özel sektör finansal aracılık hizmetlerini ve özel sektör kredi hacmi büyüklüğü kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre arz öncüllü hipotez desteklenmiştir. Çünkü bulgular finansal gelişmenin ekonomik büyümeye sebep olduğunu ortaya koymaktadır. Bu çerçevede Türkiye'de tasarruf artışı ve yatırımlar, ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir. Finansal sistem tarafından tasarrufların en verimli alanlarda kullanılması bunun için çok önemlidir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE BÜYÜME İLİŞKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

Bu bölümde Türkiye’de finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki ampirik olarak analiz edilecektir. Bunun için ilk alt başlıkta araştırma modelleri hakkında bilgi verilecektir. İkinci alt başlıkta ampirik çalışmada kullanılan veriler hakkında açıklamalarda bulunulacaktır. Üçüncü alt başlıkta ise çalışmada kullanılan ekonometrik yöntemler kapsamında ADF ve PP Birim kök testleri, Johansen Eşbütünleşme Testi ve VECM’e dayalı Granger nedensellik testi hakkında açıklama yapılacaktır. Dördüncü alt başlıkta ise Türkiye’de finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkilerine ait tahminler yapılarak elde edilen ampirik bulgular yorumlanacaktır.

3.1 Araştırma Modelleri

Bu çalışmada eş bütünleşme ve nedensellik yöntemleriyle finansal gelişme ve büyüme arasındaki iki yönlü ilişki araştırılmıştır. Bu doğrultuda para arzı göstergelerini araştıran Gökmenoglu vd., (2015), Sehrawat ve Giri (2015) gibi çalışmalar ile kredi piyasaları ve borsayı modele dahil eden Durusu ve Çiftçi (2015) ve Yang (2019) gibi çalışmalar takip edilmiştir. Genel olarak literatürde finansal gelişmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi üzerinde durulduğu için bu çalışmada model standart büyüme modeli olarak oluşturmuştur. Fakat her bir model iki yönlü olarak araştırılmıştır. Bu amaçla finansal gelişme göstergeleri ile büyüme arasındaki ilişki finansal gelişme göstergelerinin teker teker modele dahil edilmesiyle iki yönlü olarak analiz edilmiştir. Bu doğrultuda aşağıdaki fonksiyonel ilişki ele alınmıştır.

$$Y = f(M1, M2, KH, BİST)$$

Yukarıdaki ilişki fonksiyonel ilişki doğrultusunda finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan standart regresyon modelleri şu şekildedir;

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 M1 + \varepsilon_t \quad (\text{Model I})$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 M2 + \varepsilon_t \quad (\text{Model II})$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 KH + \varepsilon_t \quad (\text{Model III})$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 BIST + \varepsilon_t \quad (\text{Model IV})$$

Yukarıda dört farklı modeli temsil edilen denklem 1, 2 ,3 ve 4 ‘deki simgelerden Y, milli gelir büyüme oranını, M1, M1 para arzını, M2, M2 para arzını, KH, Kredi Hacmini ve BİST ise BİST 100 işlem hacmini temsil etmektedir. Yukarıda belirlenen eşitlikler M1, M2, KH ve BİST ile Y arasındaki iki yönlü ilişkiyi temsil eden standart regresyon modelleridir. Modellerde yer alan t simgesi ilgili zamanın göstergesidir, β_0 modellerin sabit terimini, β_1 bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkisi gösteren eğim kat sayılarını, ϵ_t ise modellerin hata terimlerini simgelemektedir. Bu dört modelde her ne kadar Y bağımlı diğerleri sırasıyla bağımsız değişken olarak yer alsa da bu çalışmada büyümenin de finansal göstergeler üzerine etkisini araştırdığı için modeller ters ilişkiyi de ifade etmektedir.

Model I’ de milli gelir (Y) gelişmesi ile en dar para arzını ifade eden M1 arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmaktadır. Burada M1 finansal gelişmeyi temsil eden en dar parasal derinlik ölçütü olarak ele alınmış ve büyüme ile ilişkisi araştırılmıştır. Arz Öncülü Hipotez parasal derinlikten ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olduğunu iddia etmektedir. Ancak Talep Çekişli Hipotez ise ekonomik büyümeden parasal derinliğe doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu ileri sürmektedir.

Model II’ de milli gelir büyüme oranı (Y) ile geniş para arzını ifade eden M2 arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmaktadır. Böylece M2 finansal gelişmeyi temsil eden geniş parasal derinlik ölçütü olarak ele alınmıştır. Bu şekilde finansal gelişme seviyesini temsil eden geniş para arzı tanımı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Arz Öncülü Hipotez M2 miktarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik öngörürken Talep Çekişli Hipotez ise ekonomik büyümeden M2 miktarına doğru bir nedensellik ilişkisi beklemektedir.

Model III mili gelir büyüme oranı ile finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi bankacılık sektöründeki gelişmelerle ilgili olarak incelemektedir. Bunun için bankacılık sektörü toplam kredi hacmi bir finansal gelişme göstergesi olarak ele alınarak ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Arz Öncülü Hipotez burada banka kredi hacminden büyümeye doğru bir nedensellik öngörmektedir. Talep Çekişli Hipotez ise önce büyümenin gerçekleştiğini sonra banka kredi hacminin arttığını ileri sürmektedir.

Model IV mili gelir büyüme oranı ile finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi borsa işlem hacmindeki gelişmelerle ilgili olarak incelemektedir. Borsa işlem hacmindeki değişimler finansal gelişmişlik göstergesi olarak kabul edilerek ekonomik büyüme ile arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Burada Arz Öncülü Hipotez borsa işlem hacminden büyümeye doğru Talep Çekişli Hipotez ise büyümeden borsa işlem hacmine doğru nedensellik olduğunu iddia eder.

3.2 Veri Seti

Türkiye’de finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkileri araştırılırken finansal gelişmişliği temsilen parasal derinlik göstergeleri, bankacılık kredi hacmi ve borsa piyasa değerine ilişkin veriler kullanılmıştır. Büyüme ile ilgili olarak harcama yöntemi ile milli gelir seviyesindeki değişimler esas alınmıştır.

Böylece, Türkiye’de finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki araştırılırken kullanılan değişkenler finansal gelişme göstergeleri olarak M1 para arzı (M1), M2 para arzı (M2), bankacılık sektörü toplam kredi hacmi (KH) ve Borsa İstanbul piyasa değeri (BİST) modele dahil edilmiştir. Ekonomik büyüme göstergesi olarak ise reel ekonomik büyüme (Y) değişimi analize katılmıştır.

Çalışmanın zaman boyutu çeyrek verilerden oluşmaktadır. Buna göre 2003: Q1-2023: Q4 dönemlerini kapsamaktadır. Zaman boyutunun 2003’den başlamasının temel nedeni 2001 Krizi’nin ardından güçlü ekonomiye geçiş programının başlaması, krizin kısa süreli şok etkilerinin ortadan kalkması, koalisyon dönemlerinin son bulması ve ekonomi ve finans alanlarında büyük değişimlerin 2003 yılına kadar yapılmış olmasıdır. Kısacası 2003 yılından sonra Türkiye ekonomik, politik ve toplumsal alanda yeni bir döneme girmiştir.

Tablo 1’de bu çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımları verilmiştir.

Buna göre ekonomik büyüme (Y), 2009 fiyatları doğrultusunda harcama yöntemiyle hesaplanan GSYİH’ nın değişim oranıdır. Böylece diğer değişkenlerin oran olarak seçilmesi nedeni ile milli geliri temsilen GSYH büyüme oranı seçilmiştir.

M1 değeri banka dışı para yani kâğıt ve bozul para toplamı ile yerli ve yabancı para üzerine vadesiz mevduattan oluşmaktadır. Çalışmada M1 toplam değerinin (bin TL) harcama yöntemiyle hesaplanmış GSYİH içerisindeki oranı kullanılmıştır. M1 dar para arzı tanımıdır. M1 dar para arzı olarak ekonomideki parasallaşma seviyesini dolayısı ile finansal gelişmişliği temsil ettiği için seçilmiştir.

M2 ise M1 değeri üzerine yerli ve yabancı para vadeli mevduatların toplanması ile bulunmaktadır. Çalışmada M2 toplam değerinin (bin TL) harcama yöntemiyle hesaplanmış GSYİH içerisindeki oranı olarak alınmıştır. M2 geniş para arzı olarak ekonomideki parasallaşma seviyesini dolayısı ile finansal gelişmişliği temsil ettiği için seçilmiştir.

KH bankacılık sektörü toplam kredi hacmini simgelemektedir ve finansal sistem içerisinde para piyasasının gelişmişlik seviyesini gösterdiği için seçilmiştir. KH, bankacılık sektörünce açılan toplam kredi hacminin (bin TL) harcama yöntemiyle hesaplanmış GSYİH içerisindeki oranı olarak analize katılmıştır.

BİST ise Borsa İstanbul'un piyasa değerinin harcama yöntemiyle hesaplanmış GSYİH içerisindeki değeridir. Bu veri finansal sistem içerisinde sermaye piyasasının gelişmişlik seviyesini gösterdiği için seçilmiştir. BİST, Borsa İstanbul'un toplam piyasa değerinin (bin TL) harcama yöntemiyle hesaplanmış GSYİH içerisindeki oranı olarak analize katılmıştır.

Çalışmada kullanılan verilerden Y değişkeni TÜİK' ten diğer bütün değişkenler ise TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) kullanılarak elde edilmiştir.

Tablo 2: Değişkenlerin Tanımlanması

Değişken	Açıklaması	Kaynak
Y	Reel Ekonomik Büyüme (Harcama Yöntemi, Değişim Oranı, 2009=100)	TÜİK
M1	M1 para arzı (%, GSYİH)	TCMB
M2	M2 Para Arzı (%, GSYİH)	TCMB
KH	Bankacılık Sektörü Toplam Kredi Hacmi (%, GSYİH)	TCMB
BİST	Borsa İstanbul Piyasa Değeri (%, GSYİH)	TCMB

3.3. Ekonometrik Analiz Yöntemi

Bu çalışmada finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin analizi için öncelikle Augmented Dickey Fuller (ADF) ve Phillips ve Perron birim kök testleri ile verilerin durağanlıkları analiz edilmiştir. Daha sonra verilerin birinci dereeden durağanlık oldukları tespit edilmesi üzerine verilerin uzun dönem etkileşimlerinin tahminlerinden Johansen eş bütünleşme testi kullanılmıştır. Veriler arasında uzun dönem etkileşimin bulunmasından sonra ise Vektör Hata Düzeltme (Vector Error Correction) modeline dayalı Granger nedensellik analizleri ile veriler arasında karşılıklı kısa ve uzun dönem nedensellik ilişkileri belirlenmeye çalışılmıştır.

3.3.1. Birim Kök Testleri (Durağanlık Testi)

Serinin içinde zamanda bir kayma, dağılımda biçimsel bir değişikliğe neden olmuyor ise durağan diye tanımlanır. Zaman serileri analizlerinde değişkenlerin durağan olması önemlidir. Durağan olmayan serilerle yapılan analizler yanıltıcı ve tutarsız sonuçlar verebilir. Birçok ekonometrik teknik serilerin durağanlığına duyarlıdır. Bunun için durağanlık sınaması zaman serileri analizleri için önemlidir. Bu nedenle uygun ve en doğru tahminci yönteminin seçilebilmesi için değişkenlerin durağanlık seviyesinin belirlenmesi gerekir. Durağanlık testi yapılmadan ekonometrik analizine geçilmesi durumunda çok çeşitli sorunlar ortaya çıkmaktadır.

İçerdikleri birim kökler serilerin durağan olmamasının nedenidir. Bu yüzden birim kök testleri zaman serileri analizlerindeki birim kökteki durağan olmayan ve durağan olan süreci test etmek için kullanılır. Durağan bir zaman serisinde birleşik olasılık dağılımı zamanlar arası değişmez. Bu doğrultuda durağan olmayan bir zaman serisi zamanla değişen bir ortalamaya, varyansa ve kovaryansa sahiptir. Durağan yani ortalama ve varyansların zamandan bağımsız olduğuna dayanan klasik tahmin modelleri 1980'li yıllar sonrasında yapılan çalışmalarla incelenmiş ve durağan olmayan modelleri anlamsız kılmıştır. Zaman içinde verilerin değerleri arttığından serilerin ortalamaları ve varyansları sabit kalmadığı görülmüştür. Bunun sonucunda durağanlık üzerine yoğunlaşan çalışmalar artmış ve durağanlığı kontrol eden yöntemler geliştirilmiştir. Bu yöntemler ile durağanlık tespit edilebilmiş ayrıca serilerin durağan olmaması durumunda fark değerleri alınarak ne şekilde durağan duruma geldikleri belirlenmeye çalışılmıştır.

Literatürde serilerin durağanlıklarını ölçen birçok birim kök testi vardır. Bu çalışmada en yaygın olarak kullanılan Augmented Dickey Fuller (ADF) ile Phillips- Peron (PP) durağanlık testlerinden yararlanılmıştır.

3.3.1.1. ADF Birim Kök Testi Yöntemi

Augmented Dickey Fuller (ADF) testi Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntem daha önceki Dickey ve Fuller (1979) tarafından bulunan birim kök testinin daha geliştirilmiş bir versiyonudur. Dickey-Fuller testi otokorelasyonsuz ve sabit varyanslı olduğunda ancak güvenilir sonuç verebilmekteydi. Otokorelasyonu yok etmek için denklemin sağına gecikmeli bağımlı değişkenler yerleştirilirken, değişen varyansı yok etmek içinde logaritmik dönüşümler uygulanmıştır. Bu işlemlerden sonra Dickey-Fuller testi daha güvenilir hale gelmiş ve Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey Fuller -ADF) halini almıştır. Çok genel bir ifade ile ADF testi, bağımlı değişken ΔY t-i'nin gecikmeli fark formunun herhangi bir seri otokorelasyonu yakalamak için açıklayıcı bir değişken olarak eklendiği denklemin artırılmasıyla gerçekleştirilir.

ADF yönteminde durağanlık süreci sabitsiz-trendsiz, sabitli-trendsiz ve sabit-trendli olmak üzere üç ayrı model üzerinden araştırılmaktadır. Böylece ADF yönteminde aşağıda yer alan modeller kullanılır (Tarı, 2019: 387-399):

$$\text{Sabitsiz-Trendsiz Model: } \Delta Y_t = \theta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \gamma_i Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$\text{Sabitli-Trendsiz Model: } \Delta Y_t = \beta_0 + \theta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \gamma_i Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$\text{Sabitli-Trendli Model: } \Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 T + \theta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \gamma_i Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (7)$$

Yukarıdaki denklem 5, 6 ve 7'de yer alan m sembolü modeller için tahmin edilen gecikme uzunluğunu verir. Modellerde yer alan t ise zaman göstergesidir. Δ ise her bir değişkenin farkının alındığını gösterir. Hipotezler ise, $\rho = \theta - 1$ olma durumuna göre aşağıdaki gibi kurulur:

$H_0: \rho=1$ seri durağan değildir (birim kök içerir).

$H_1: \rho<1$ seri durağandır (birim kök içermez).

Yukarıda gösterildiği gibi ADF testinin boş hipotezi serinin birim kök içerdiğini yani durağan olmadığını gösterir. Alternatif hipotez ise serinin durağan olduğunu gösterir. Burada durağan olup olmadığını tau istatistiği (τ) değerinin Mackinnon tarafından belirtilen %1, %5 veya %10 önem düzeyindeki kritik değerlerden büyükse veya olasılık değeri 0.10, 0.05 veya 0.01'den küçükse H_0 reddedilir, yani seri durağandır. Aksi durumda ise seri durağan değildir. Serilerin bu şekilde durağanlaşacak duruma gelene kadar fark değerleri alınıp fark derecesine (d) göre I(d) şeklinde ifade edilir.

3.2.1.2. PP Birim Kök Testi

Zaman serisi analizlerinde birim sınaması için kullanılan bir diğer yöntem ise Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen Phillips Perron (PP) birim kök testidir. Bu yöntem finansal zaman serilerinde çok sık kullanılan ADF testinin zayıflıklarına karşı geliştirilmiş bir birim kök testidir. Otokorelasyon ve değişen varyans durumlarında daha düzgün sonuçlar verdiği kanıtlanmıştır. Gecikmeli değer eklemek tercih edilmemiş, yerine Dickey Fuller denklemi tahmin edilerek t istatistikleri yeniden düzenlenmiştir. Phillips Perron yöntemi test istatistiklerini gecikmeleri dahil etmeden doğrudan değiştirme yaparak seri korelasyonu ve heteroskedastisiteyi düzeltir. Dickey Fuller testi hata teriminin sabit varyanslı olması gibi birtakım eksikleri ve sınırları barındırır. Phillips Perron testi ise özellikle otokorelasyon sorununu göz ardı ederek Dickey Fuller testinin eksiklerini giderir. Bu nedenle ampirik çalışmalarda ADF testinin sonuçlarının tutarlılığını göstermek için Phillips Perron testi uygulanır.

Phillips Perron yönteminin matematik denklemi aşağıda gösterilmiştir. Burada T serinin gözlem sayısını t zamanı ve Δ işareti serinin farkının alındığını göstermektedir. Bu denklem test değeri sabit terimsiz ve trendsiz, sabit terimli ve trendsiz ve sabit trendli ve trendli şeklinde üç tür model çerçevesinde genişletilerek test istatistiği hesaplanabilir (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007: 363-364).

$$\Delta Y_t = \delta + \lambda Y_{t-1} + \delta \left(t - \frac{T}{2} \right) + u_t \quad (8)$$

Yukarıda belirtilen eşitlik çerçevesinde sıfır ve alternatif hipotezler aşağıda gösterildiği gibi kurulmaktadır.

$$H_0 : \lambda = 0 \text{ (seri durağan dışı)}$$

$$H_1 : \lambda < 0 \text{ (seri durağan)}$$

Sıfır hipotezi serilerin birim kök içerdiğini ifade eder. Alternatif hipotez ise birim kök olmadığı durumu yani serilerin durağan olduğunu belirlemektedir. Burada test istatistik değerleri asimtotik dağılıma sahiptir. Bunun için hesaplanan test istatistik değerleri MacKinnon kritik değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Test istatistik değerinin MacKinnon kritik değerinden küçük olması durumunda sıfırı hipotezi ret edilmektedir. Bu sonuç serinin birim kök içermediği anlamına gelmektedir. Öte yandan, hesaplanan test istatistiği MacKinnon kritik değerinden daha büyük olursa temel hipotez ret edilemez. Bunun üzerine serinin durağan olmadığı sonucuna varılır.

3.3.2. Johansen Eş Bütünleşme Testi

Johansen Eşbütünleşme Testi seriler arası uzun dönem etkileşimi belirlemek amacı ile Johansen (1988) ile Johansen ve Juselius (1990) tarafından geliştirilmiştir. Bu eş bütünleşme testi sayesinde ikiden fazla değişken için birden fazla uzun dönem denge ilişkisi araştırılabilir. Johansen eşbütünleşme testi, durağan olmayan değişkenlerin seviyelerinin yanı sıra farklarını da içeren vektör otoregresif (VAR) modellerinin tahminini içerir. Johansen Eş Bütünleşme Testi değişkenler aynı dereceden durağan hale geliyorsa uygulanabilir.

Johansen Eşbütünleşme Testi aşağıda belirlenen model çerçevesinde geliştirilmektedir.

$$\Delta Y_t = \mu + \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t$$

ΔY_t : Y_t zaman serisinin farkı

μ : Sabit terim

Π : Eşbütünleşme Vektörleri Matrisi

Γ_i : Kısa dönemli etkileri temsil eden katsayılar matrisi

ϵ_t : Hata terimi

Yukarıdaki denklemde seriler arasındaki uzun dönemli denge ilişkisi Π matrisi ile temsil eder ve bu matrisin rank'ı, eşbütünleşme vektörlerinin sayısını belirlemektedir. Vektörlerin sayısını belirlemek için ise İz İstatistiği (Trace Statistics) ve Maksimum Öz Değer İstatistiği (Max-eigen Statistics) olmak üzere iki test uygulanır. Aşağıda belirlenen denklemler yardımı ile sırası ile İz İstatistiği ve Maksimum Öz Değer İstatistik değeri hesaplanır.

$$\lambda trace(r) = -T \sum_{i=r+1}^m \ln(1 - \lambda_i) \quad (9)$$

$$\lambda max(r, r + 1) = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}) \quad (10)$$

T : Gözlem sayısı

λ_i : Π matrisinin özdeğerlerini yani kökleri

r : Test edilen eşbütünleşme ilişkilerinin sayısı

Burada serilerde r sayıda eşbütünleşme vektörü vardır temel hipotezi sınanır. Eğer bu iki teste ait istatistik değerleri %5 kritik değerden büyükse veya olasılık değerleri 0.05'ten küçükse modeli oluşturan değişkenler arasında uzun dönemli bir veya birden fazla eş bütünleşme ilişkisinin olduğuna karar verilir. Tersisi durumunda ise modelde uzun dönemli eş bütünleşme ilişkisinin olmadığına karar verilir (Tarı, 2019: 427-429).

3.3.3. Hata Düzeltme Modeline Dayalı Nedensellik Tahmini

Vektör Hata Düzeltme Modeli (Vector Error Correction Model-VECM) çoklu zaman serileri analizinde kullanılan bir ekonometrik analiz tekniğidir. Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen VECM değişkenler arasındaki uzun dönem ve kısa dönem ilişkilerin analizinde kullanılan bir modeldir. Başka bir ifade ile bu model değişkenler arasında uzun dönem dengesi ile kısa dönem dinamikleri arasında yapmaya yarar. Aynı zamanda değişkenler arasında özellikle kısa dönem dinamiklerin belirlenmesine imkân tanır. Bu çerçevede zaman serileri analizler içinde VECM çerçevesinde yapılan araştırmaların son dönemlerde hızla arttığı görülmektedir.

Öte yandan Granger (1988) VECM içine nedensellik analizi dahil edilerek değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli nedensellik tespiti yapılabileceğini belirtmiştir. Bu durumda daha önce Granger (1969) tarafından geliştirilen standart nedensellik analizi yerine VECM'e dayalı nedensellik yapmak daha uygun olacaktır. Ancak değişkenler arasındaki nedenselliğin VECM kullanılarak tespitinin yapılabilmesi için söz konusu değişkenlerin durağanlık seviyesi I (1) olmalı ve aralarında mutlaka eşbütünleşme ilişkisi bulunmalıdır. Bu şekilde gerçekleştirilen tahminlerde bağımsız değişkenlerdeki gecikme değerleri, kısa dönem nedensellik etkileri, hata düzeltme terimi ise, uzun dönemli nedensellik etkileri simgelemektedir. Değişkenlerin gecikmeli değerlerine birleşik olarak F veya Wald x^2 testi uygulanırken gecikmeli hata düzeltme terimine (ECT) ise t-testi uygulanmaktadır. Söz konusu değişkenler istatistiki olarak anlamlı bulunmaları haline kısa ve uzun dönem nedensellik ilişkileri doğrulanmaktadır.

Değişkenler arasında hem kısa hem de uzun dönemde nedenselliği tespiti için aşağıdaki eşitliklerde belirlenen VECM modelleri tahmin edilir (Toda ve Phillips, 2007: 146-147).

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_2 \Delta X_{t-i} + \lambda_i ECT_{t-1} + \mu_t \quad (11)$$

$$\Delta X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_1 \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_2 \Delta Y_{t-i} + \lambda_i ECT_{t-1} + \mu_t \quad (12)$$

Eşitlik 11 ve Eşitlik 12'de yer alan β_1 ve β_2 katsayıları kısa dönem ilişkiyi belirleyen katsayıları göstermektedir. Eşitliklerde β_0 ise sabit terimi simgelemektedir. Öte yandan eşitliklerde Δ ise fark işlemini temsil eder. Her iki eşitlikte yer alan λ_i ise hata düzeltme terimi (ECT) değişkenlerinin katsayılarıdır. Bu katsayı değerleri kısa dönemden uzun dönem dengeye doğru ayarlama hızını ifade etmektedir. Tüm değişkenler için ayrı olarak uygulanan denklemlerde bağımlı değişkenlerdeki değişime modelde diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile önceki dönemlerden kalma dengesizlikler neden olmaktadır.

Eşitlik 11’de yer alan model sonuçları X’ den Y’ye doğru bir nedensellik olup olmadığını, Eşitlik 12’de yer alan model ise Y’den X’ e doğru bir nedensellik olup olmadığını ifade eder. Bu çerçevede kısa dönem nedensellik için hipotez şu şekilde kurulur;

$H_0: \beta_2 = 0$, kısa dönem nedensellik yoktur

$H_0: \beta_2 \neq 0$, kısa dönem nedensellik vardır

Eşitlik 11 ve Eşitlik 12’de uzun dönem nedensellik testi ise hata düzeltme teriminin katsayısının sıfıra eşit olup olmamasına göre belirlenir. Bu doğrultuda uzun dönem nedensellik için hipotez şu şekilde kurulur;

$H_0: \lambda_1 = 0$, uzun dönem nedensellik yoktur

$H_0: \lambda_1 \neq 0$, uzun dönem nedensellik vardır

Eşitliklerde hata düzeltme teriminin (ECT) katsayıları modelde X ve Y değişkenlerinin denge ilişkisine geri dönme hızını gösterir. Hata düzeltme teriminin (ECT) katsayıları istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olması gerekmektedir. Negatif olması demek, kısa dönem için uzun dönem ilişkisinden sapma olduğunda bunu düzenleyen bir mekanizma olduğunu göstermektedir. Gecikmeli hata teriminin büyüklüğü ise, kısa dönemdeki sapmanın hangi hızla uzun dönem ilişkisine dönüşebildiğini ifade etmektedir. Granger Nedensellik testleri için eşitliklerdeki katsayıların grup olarak anlamlı olup olmadıkları ise F – testi yardımı ile sınanmaktadır.

Hata düzeltme teriminin (ECT) yönünün negatif olması gerektiği konusunda literatürde tartışma yoktur. Buna göre eşbütünleşen değişkenlerin herhangi bir kısa vadeli bozulmadan sonra uzun vadeli geçişe geri döndüğü hızın büyüklüğünü verdiği için mutlaka negatif olmalıdır. Çünkü bu şekilde hata terimi katsayısının negatif değer alması değişkenler arasındaki iraksamanın azaldığını göstermektedir. Ancak hata düzeltme değişkeni katsayısının aldığı değer üzerinde tartışma vardır. Bazı görüşler hata düzeltme terimi katsayı değerinin mutlaka 0 ile -1 arasında olması gerektiğini söylemektedir. Bununla birlikte bir diğer görüş ise hata düzeltme terimi katsayı değerinin 0 ile -2 arasında değer alabileceğini belirtmektedir. Bu görüşe göre hata düzeltme değişkeni katsayısının -1’den büyük değer alması, -1’den küçük olması durumuna göre, aşırı düzeltme olduğu anlamına gelmektedir. Öte yandan, -1’den büyük bir hata düzeltme terim katsayı değerinin salınımlı yakınsamayı ifade ettiği de ileri sürülmektedir. Nihayet Narayan ve Smyth (2006) çalışmalarında -1 ile -2 arasında yer alan bir hata düzeltme teriminin, dengeye azalan şekilde dalgalanan bir biçimde ulaşıldığı anlamına geldiğini belirtmektedir.

3.4. Ampirik Bulgular ve Değerlendirme

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak araştırmada ele alınan bütün serilerin birim kök testleri yapılmıştır. Çünkü hem eşbütünleşme hem de nedensellik analizleri yapılırken serilerin hangi dereceden durağanlaştıkları büyük önem taşımaktadır. Bu kapsamda öncelikle ADF daha sonrada PP birim kök testleri veriler üzerinde uygulanmıştır.

Verilere ilişkin ADF birim kök test sonuçları Tablo 4’de sunulmuştur. Buna göre tüm değişkenlerin seviyede durağan olmadıkları gözlemlenmiştir. Ancak bütün değişkenler birinci farkları alındığında %5 önem düzeyinde durağanlaşmaktadır. Bu sonuçlar değişkenler uzun dönemde birlikte hareket edebileceğine yönelik ipuçları vermektedir.

Verilere ilişkin PP birim kök test sonuçları Tablo 5’de sunulmuştur. Burada da ADF testine benzer sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Yine tüm değişkenler seviyede durağan değildir. Yani birim kök içermektedir. Ancak bütün değişkenler birinci farkları alındığında %5 önem düzeyinde durağanlaşmaktadır. Böylece değişkenler uzun dönemde birlikte hareket edebileceğine ilişkin ipuçları elde edilmiştir.

Özetle ADF ve PP birim kök testleri bu çalışmadaki değişkenlerin düzeyde durağan olmadığını ve farkı alınarak ancak birinci farkta durağan olduğunu göstermektedir. Çalışmada kullanılan verilerin böyle bir özelliğe sahip olması uzun dönem etkileşimi analiz etmek için Johansen eş bütünleşme testi uygulanmasına imkân vermektedir. Çünkü, Johansen eşbütünleşme testi ancak birinci farkta durağa olan seriler arasındaki uzun dönem etkileşimi araştırmak için kullanılmaktadır

Bu bölümde bu çalışmaya uyarlanmış dört model için uzun dönem eş bütünleşme ilişkisi araştırılmış ve her model için sırasıyla Johansen eş bütünleşme testine ait sonuçlara yere verilmiştir. Ayrıca her model için tahmin edilen eş bütünleşme testinden hemen sonra VECM testi ve Granger nedensellik testi sonuçları verilmiştir. Johansen eş bütünleşme testi zaman serilerinin birinci farkını kullanarak VAR modelini VECM’e dönüştürür. Bu nedenle ilk olarak VECM modeliyle gecikme uzunluğu belirlenmiş, ardından bu gecikme uzunluğuna dayanarak eş bütünleşme testi uygulanmıştır. Bu amaçla daha önce belirtilen dört model için sırasıyla sonuçlara yer verilmiştir. Modellerde eş bütünleşme ilişkisi tespit edildiği için her modelin devamına da VECM uzun ve kısa dönem nedensellik testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 3: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	t-istatistiği	Olasılık	Kritik Değer (%5)	Karar
<i>Y</i>	-3.2175	0.0890	-3.4662	Durağan Değil
ΔY	-4.6722	0.0016*	-3.4662	Durağan
<i>M1</i>	-2.7775	0.2099	-3.4677	Durağan Değil
$\Delta M1$	-6.9387	0.0000*	-3.4677	Durağan
<i>M2</i>	-0.8723	0.9535	-3.4684	Durağan Değil
$\Delta M2$	-10.4331	0.0000*	-3.4629	Durağan
<i>KH</i>	1.2812	1.0000	-3.4622	Durağan Değil
ΔKH	-11.2993	0.0000*	-3.4629	Durağan
<i>Bist</i>	-3.2051	0.0902	-3.4622	Durağan Değil
$\Delta Bist$	-6.0808	0.0000*	-3.4629	Durağan

Not: * %1 önem düzeyinde anlamlılığı ifade eder. Δ ise düzeyde durağan olmayıp farkta durağan hale gelen seriyi ifade eder. Bilgi Kriteri olarak Akaike dikkate alındı. Maksimum gecikme uzunluğu 11 olarak belirlendi. Anlamlılık düzeyi olarak %1 dikkate alınmıştır.

Tablo 4: PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	t-istatistiği	Olasılık	Kritik Değer (%5)	Karar
<i>Y</i>	-1.8020	0.0676	-3.4610	Durağan Değil
ΔY	-12.2792	0.0000*	-3.4616	Durağan
<i>M1</i>	-3.0929	0.1145	-3.4610	Durağan Değil
$\Delta M1$	-9.9360	0.0000*	-3.4616	Durağan
<i>M2</i>	-1.5920	0.7886	-3.4610	Durağan Değil
$\Delta M2$	-12.5392	0.0000*	-3.4616	Durağan
<i>KH</i>	-1.1005	0.9227	-3.4610	Durağan Değil
ΔKH	-10.1869	0.0000*	-3.4610	Durağan
<i>Bist</i>	-1.6153	0.0998	-3.4610	Durağan Değil
$\Delta Bist$	-14.9246	0.0000*	-3.4616	Durağan

Not: * sembolü %1 önem düzeyinde anlamlılığı ifade eder. Δ ise düzeyde durağan olmayıp farkta durağan hale gelen seriyi ifade eder. Test yöntemi olarak Bartlett Kernel, bant aralığı olarak Newwy-West dikkate alındı. Anlamlılık düzeyi olarak %1 dikkate alınmıştır.

3.4.1. Model I: M1 ile Büyüme Nedensellik İlişkisi

Bu çalışmada analiz edilen Model I aşağıdaki eşitlikte gösterilmiştir. Buna göre Model I ekonomik büyüme (Y) ile M1 para arzı arasındaki nedensellik ilişkisini ele almaktadır. Böylece, aşağıdaki model Y ve M1 arasındaki iki yönlü ilişkiyi temsil eden standart regresyon modeli olarak anlaşılmaktadır.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 M1 + \varepsilon_t \quad (\text{Model I})$$

Büyüme (Y) ve M1 para arzı arasındaki uzun dönem etkileşimi ölçmek için gerçekleştirilen Johansen Eş Bütünleşme Test sonuçları Tablo 6’da sunulmuştur. Buna göre Model I’e ait hem Max-eigen hem de Trace istatistiklerinin sonuçları değişkenler arasında en fazla 2 tane eş bütünleşme ilişkisinin olduğunu göstermektedir.

Büyüme (Y) ve M1 para arzı arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunduktan sonra kısa ve uzun dönem nedenselliğin tespiti için VEC modeli ile gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede aşağıda gösterilen Eşitlik 11 ve Eşitlik 12’deki denklemleri tahmin edilmiştir. Eşitliklerde ECM_{t-1} parametresinin negatif ve istatistiki olarak anlamlı çıkması uzun dönem nedenselliğin varlığını göstermektedir. Açıklayıcı değişkenin gecikmeli değerlerinin toplamına birleşik olarak uygulanan F testi ise kısa dönem nedenselliğin varlığını teyit etmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_2 \Delta M1_{t-i} + \lambda_i ECM_{t-1} + \mu_t \quad (11)$$

$$\Delta M1_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_1 \Delta M1_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_2 \Delta Y_{t-i} + \lambda_i ECM_{t-1} + \mu_t \quad (12)$$

Büyüme (Y) ve M1 para arzı arasındaki ilişkiye ait VECM’e dayalı Granger Nedensellik Testi sonuçları Tablo 7’de sunulmuştur. Buna göre M1 para arzından Y büyümeye doğru hem kısa dönemde hem de uzun dönemde nedensellik ilişkisi vardır. Buna göre finansal gelişme gösterilerinden biri olan M1 para arzı Türkiye’de ekonomik büyümenin Granger nedenidir. Fakat ekonomik büyümeden M1 para arzına doğru bir nedensellik ilişkisi yoktur. Böylece, Türkiye’de para arzındaki gelişmelerin finansal gelişmişlik ölçütü olarak kabul edildiği Model I çerçevesinde elde edilen sonuçlar Arz Öncülü Hipotezin geçerliliğini ortaya koymaktadır.

Yapılan tanısal testler VECM modelinin kararlı bir yapıya sahip olduğunu göstermiştir. Breusch-Godfrey testi modelde otokorelasyon sorunu olmadığını teyit etmiştir. Ayrıca Breusch Pagan Godfrey test sonuçları değişen varyans sorunu olmadığını göstermiştir. Son olarak Jerque-Bera Test sonuçları hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 5: Model I Johansen Eşbütünleşme Test Sonucu

Hipotezler	Max özdeğer istatistiği			İz İstatistiği		
Koentegre vektör Sayısı	Max-eigen İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık	Trace İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık
Yok ($r=0$)*	35.5392	11.22480	0.0000	46.9783	12.32090	0.0000
En Fazla ($r\leq 1$)*	11.4396	4.129906	0.0000	11.43398	4.129906	0.0000

Not: * ile %5 önem düzeyi dikkate alınmıştır. Gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiştir.

Tablo 6: Model I Kısa ve Uzun Dönem Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler	ECT (t-istatistiği)	F-İstatistiği (Prob)	Nedensellik Sonuçları	
			Uzun Dönem	Kısa Dönem
Y – M1 (Eşitlik 11)	-1.807392* [-6.27427]	30.12780* (0.0000)	M1'den Y'ye uzun dönem nedensellik var.	M1'den Y'ye kısa dönem nedensellik var.
M1 – Y (Eşitlik 12)	0.010793 [2.25230]	6.781517 (0.1479)	Y'den M1'e uzun dönem nedensellik yok.	Y'den M1'e kısa dönem nedensellik yok.
VECM MODEL TANISAL TESTLER				
Jarque Berra Normallik Testi		5.408912 (0.0669)		
Breusch-Godfrey		2.530355 (0.0531)		
Breusch-Pagan Godfrey		123.1505(0.2629)		

Not: Parantez içerisindeki değerler p- olasılık değerleridir.

Köşeli parantez içindeki değerler t-istatistik sonuçlarıdır.

*, %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir

3.4.2. Model II: M2 ile Büyüme Nedensellik İlişkisi

Çalışmada analiz edilen Model II aşağıdaki eşitlikte belirlenmiştir. Buna göre Model II ekonomik büyüme (Y) ile M2 para arzı arasındaki nedensellik ilişkisini incelemektedir. Böylece, aşağıdaki model Y ve M2 arasındaki çift yönlü ilişkiyi temsil eden standart regresyon modeli olarak anlaşılmalıdır.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 M2 + \varepsilon_t \quad (\text{Model II})$$

Büyüme (Y) ve M2 para arzı arasındaki uzun dönem etkileşimi ölçmek için gerçekleştirilen Johansen eşbütünleşme test sonuçları Tablo 8’de sunulmuştur. Buna göre Model II için gerçekleştirilen hem Max-eigen hem de Trace istatistiklerinin sonuçları değişkenler arasında en fazla 2 tane eş bütünleşme ilişkisinin olduğunu ortaya koymaktadır.

Büyüme (Y) ve M2 para arzı arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunduktan sonra kısa ve uzun dönem nedenselliğin tespiti için VEC modeli tahmin edilmiştir. Bu çerçevede aşağıda gösterilen Eşitlik 12 ve Eşitlik 13’deki denklemleri tahmin edilmiştir. Eşitliklerde ECM_{t-1} parametresinin negatif ve istatistiki olarak anlamlı çıkması uzun dönem nedenselliğin varlığını göstermektedir. Açıklayıcı değişkenin gecikmeli değerlerinin toplamına birleşik olarak uygulanan F testi ise kısa dönem nedenselliğin varlığını teyit etmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{2i} \Delta M2_{t-i} + \lambda_i ECM_{t-1} + \mu_t \quad (13)$$

$$\Delta M2_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} \Delta M2_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{2i} \Delta Y_{t-i} + \lambda_i ECM_{t-1} + \mu_t \quad (14)$$

Büyüme (Y) ve M2 para arzı arasındaki ilişkiye ait VECM’e dayalı Granger nedensellik testi sonuçları Tablo 8’de sunulmuştur. Buna göre M2 para arzından Y büyümeye doğru hem kısa dönemde hem de uzun dönemde nedensellik ilişkisi vardır. Buna göre finansal gelişme gösterilerinden biri olan M2 geniş para arzı Türkiye’de ekonomik büyümenin Granger nedenidir. Fakat ekonomik büyümeden M2 para arza doğru bir nedensellik ilişkisi yoktur. Böylece, Türkiye’de finansal gelişmişlik ölçütü olarak M2 değişimlerin ele alındığı Model II tahmin sonuçları Arz Öncülü Hipotezi desteklemektedir.

Yapılan tanısal testler VECM modelinin kararlı bir yapıya sahip olduğunu göstermiştir. Breusch-Godfrey testi modelde otokorelasyon sorunu olmadığını teyit etmiştir. Ayrıca Breusch Pagan Godfrey test sonuçları değişen varyans sorunu olmadığını göstermiştir. Son olarak Jerque-Bera Test sonuçları hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 7: Model II Johansen Eşbütünleşme Test Sonucu

Hipotezler	Max özdeğer istatistiği			İz İstatistiği		
Koentegre vektör Sayısı	Max-eigen İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık	Trace İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık
Yok (r=0)*	34.04210	11.22480	0.0000	44.04134	12.32090	0.0000
En Fazla (r≤1)*	9.999240	4.129906	0.0018	9.999240	4.129906	0.0018

Not: * ile %5 önem düzeyi dikkate alınmıştır. Gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiştir.

Tablo 8: Model II Kısa ve Uzun Dönem Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler	ECT (t-istatistiği)	F-İstatistiği (Prob)	Nedensellik Sonuçları	
			Uzun Dönem	Kısa Dönem
Y – M2 (Eşitlik 13)	-1.827735* [-6.27427]	17.98960 (0.0012)*	M2'den Y'ye uzun dönem nedensellik var.	M2'den Y'ye kısa dönem nedensellik var.
M2 – Y (Eşitlik 14)	0.020463 [1.70499]	3.689360 (0.4493)	Y'den M2'ye uzun dönem nedensellik yok.	Y'den M2'ye kısa dönem nedensellik yok.
VECM MODEL TANISAL TESTLER				
Jarque Berra Normallik Testi		4.467574 (0.1071)		
Breusch-Godfrey		1.060205 (0.3787)		
Breusch-Pagan Godfrey		73.65536(0.2421)		

Not: Parantez içerisindeki değerler p- olasılık değerleridir.
 Köşeli parantez içindeki değerler t-istatistik sonuçlarıdır.
 *, %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir

3.4.3. Model III: Kredi Hacmi ile Büyüme Nedensellik İlişkisi

Tez kapsamında analiz edilen Model III aşağıdaki eşitlikte belirlenmiştir. Buna göre Model III ekonomik büyüme (Y) ile KH yani toplam kredi hacmi arasındaki nedensellik ilişkisini incelemektedir. Böylece, aşağıdaki model Y ve KH arasındaki iki yönlü ilişkiyi temsil eden standart regresyon modeli olarak anlaşılmalıdır.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 KH_t + \varepsilon_t \quad (\text{Model II})$$

Büyüme (Y) ve KH arasındaki uzun dönem etkileşimi ölçmek için gerçekleştirilen Johansen Eş Bütünleşme Test sonuçları Tablo 9’da sunulmuştur. Buna göre Model III için gerçekleştirilen hem Max-eigen hem de Trace istatistiklerinin sonuçları değişkenler arasında en fazla 2 tane eş bütünleşme ilişkisini teyit etmiştir.

Büyüme (Y) ve KH arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunduğundan sonra kısa ve uzun dönem nedenselliğin tespiti için VEC modeli tahmini yapılmıştır. Bu çerçevede aşağıda gösterilen Eşitlik 15 ve Eşitlik 16’daki denklemleri tahmin edilmiştir. Eşitliklerde ECM_{t-1} parametresinin negatif ve istatistiki olarak anlamlı çıkması uzun dönem nedenselliğin varlığını göstermektedir. Açıklayıcı değişkenin gecikmeli değerlerinin toplamına birleşik olarak uygulanan F testi ise kısa dönem nedenselliğin varlığını teyit etmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{2i} \Delta KH_{t-i} + \lambda_i ECM_{t-1} + \mu_t \quad (15)$$

$$\Delta KH_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} \Delta KH_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{2i} \Delta Y_{t-i} + \lambda_i ECM_{t-1} + \mu_t \quad (16)$$

Büyüme (Y) ve KH arasındaki ilişkiye ait VECM’ e dayalı Granger Nedensellik Testi sonuçları Tablo 10’da sunulmuştur. Buna göre kredi hacminden (KH) ekonomik büyümeye (Y) doğru hem kısa dönemde hem de uzun dönemde nedensellik ilişkisi vardır. Buna göre finansal gelişme gösterilerinden biri olan kredi hacmindeki gelişmeler Türkiye’de ekonomik büyümenin Granger nedenidir. Fakat ekonomik büyümeden kredi hacmine (KH) doğru bir nedensellik ilişkisi yoktur. Böylece, Türkiye’de finansal gelişmişlik ölçütü olarak kredi hacmi değişimlerinin ele alındığı Model III tahmin sonuçları Arz Öncülü Hipotezi desteklemektedir.

Yapılan tanısal testler VECM modelinin kararlı bir yapıya sahip olduğunu göstermiştir. Breusch-Godfrey testi modelde otokorelasyon sorunu olmadığını teyit etmiştir. Ayrıca Breusch Pagan Godfrey test sonuçları değişen varyans sorunu olmadığını göstermiştir. Son olarak Jerque-Bera Test sonuçları hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 9: Model III Johansen Eşbütünleşme Test Sonucu

Hipotezler	Max özdeğer istatistiği			İz İstatistiği		
Koentegre vektör Sayısı	Max-eigen İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık	Trace İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık
Yok (r=0)*	32.66444	11.22480	0.0000	39.52595	12.32090	0.0000
En Fazla (r≤1)*	6.859090	4.129906	0.0195	6.859090	4.129906	0.0105

Not: * ile %5 önem düzeyi dikkate alınmıştır. Gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiştir.

Tablo 10: Model III Kısa ve Uzun Dönem Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler	ECT (t-istatistiği)	F-İstatistiği (Prob)	Nedensellik Sonuçları	
			Uzun Dönem	Kısa Dönem
Y – KH (Eşitlik 15)	-1.777168 [-5.80505]*	13.66588 (0.0084)*	KH'den Y'ye uzun dönem nedensellik var.	KH'den Y'ye kısa dönem nedensellik var.
KH – Y (Eşitlik 16)	0.019423 [1.90183]	7.074193 (0.1320)	Y'den KH'ye uzun dönem nedensellik yok.	Y'den KH'ye kısa dönem nedensellik yok.
VECM MODEL TANISAL TESTLER				
Jarque Berra Normallik Testi		5.831357 (0.0542)		
Breusch-Godfrey		1.157712 (0.3321)		
Breusch-Pagan Godfrey		139.3127(0.0537)		

Not: Parantez içerisindeki değerler p- olasılık değerleridir.

Köşeli parantez içindeki değerler t-istatistik sonuçlarıdır.

*, %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir

3.4.4. Model IV: Borsa İşlem Hacmi ile Büyüme Nedensellik İlişkisi

Araştırma kapsamında analiz edilen Model IV aşağıdaki eşitlikte belirlenmiştir. Buna göre Model VI ekonomik büyüme (Y) ile BİST yani borsa piyasa değeri arasındaki nedensellik ilişkisini incelemektedir. Böylece, aşağıdaki model Y ve BİST arasındaki iki yönlü ilişkiyi temsil eden standart regresyon modeli olarak anlaşılmalıdır.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 BİST_t + \varepsilon_t \quad (\text{Model II})$$

Büyüme (Y) ve BİST arasındaki uzun dönem etkileşimi ölçmek için gerçekleştirilen Johansen Eş Bütünleşme Test sonuçları Tablo 11’de sunulmuştur. Buna göre Model IV için gerçekleştirilen hem Max-eigen hem de Trace istatistiklerinin sonuçları değişkenler arasında en fazla 2 tane eş bütünleşme ilişkisini olduğunu ortaya koymuştur.

Büyüme (Y) ve BİST arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunduğundan sonra kısa ve uzun dönem nedenselliğin tespiti için VEC modeli tahmini yapılmıştır. Bu çerçevede aşağıda gösterilen Eşitlik 17 ve Eşitlik 18’deki denklemleri tahmin edilmiştir. Eşitliklerde ECM_{t-1} parametresinin negatif ve istatistiki olarak anlamlı çıkması uzun dönem nedenselliğin varlığını göstermektedir. Açıklayıcı değişkenin gecikmeli değerlerinin toplamına birleşik olarak uygulanan F testi ise kısa dönem nedenselliğin varlığını teyit etmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_2 \Delta BİST_{t-i} + \lambda_i ECM_{t-1} + \mu_t \quad (17)$$

$$\Delta BİST_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_1 \Delta BİST_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_2 \Delta Y_{t-i} + \lambda_i ECM_{t-1} + \mu_t \quad (18)$$

Büyüme (Y) ve BİST arasındaki ilişkiye ait VECM’e dayalı Granger Nedensellik Testi sonuçları Tablo 12’de sunulmuştur. Buna göre borsa piyasa değeri’nden (BİST) ekonomik büyümeye (Y) doğru hem kısa dönemde hem de uzun dönemde nedensellik ilişkisi vardır. Buna göre finansal gelişme gösterilerinden biri olan borsa piyasa değerindeki gelişmeler Türkiye’de ekonomik büyümenin Granger nedenidir. Fakat ekonomik büyümeden borsa piyasa değerine doğru bir nedensellik ilişkisi yoktur. Böylece, Türkiye’de finansal gelişmişlik ölçütü olarak borsa piyasa değerindeki değişimlerinin ele alındığı Model IV tahmin sonuçları Arz Öncülü Hipotezi desteklemektedir.

Yapılan tanısal testler VECM modelinin kararlı bir yapıya sahip olduğunu göstermiştir. Breusch-Godfrey testi modelde otokorelasyon sorunu olmadığını teyit etmiştir. Ayrıca Breusch Pagan Godfrey test sonuçları değişen varyans sorunu olmadığını göstermiştir. Son olarak Jerque-Bera Test sonuçları hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 11: Model IV Johansen Eşbütünleşme Test Sonucu

Hipotezler	Max özdeğer istatistiği			İz İstatistiği		
Koentegre vektör Sayısı	Max-eigen İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık	Trace İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık
Yok (r=0)*	36.76881	11.22480	0.0000	63.06010	12.32090	0.0000
En Fazla (r≤1)*	26.29129	4.129906	0.0000	26.29129	4.129906	0.0000

Not: * ile %5 önem düzeyi dikkate alınmıştır. Gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiştir.

Tablo 12: Model IV Kısa ve Uzun Dönem Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler	ECT (t-istatistiği)	F-İstatistiği (Prob)	Nedensellik Sonuçları	
			Uzun Dönem	Kısa Dönem
Y – BİST (Eşitlik 17)	22.49288 (0.0002)*	-1.842642 [-6.35870]*	BİST'den Y'ye uzun dönem nedensellik var.	BİST'den Y'ye kısa dönem nedensellik var.
BİST – Y (Eşitlik 18)	2.780546 (0.5952)	0.000128 [0.31691]	Y'den BİST'e uzun dönem nedensellik yok.	Y'den BİST'e kısa dönem nedensellik yok.
VECM MODEL TANISAL TESTLER				
Jarque Berra Normallik Testi		2.248838 (0.3248)		
Breusch-Godfrey		0.353564 (0.8398)		
Breusch-Pagan Godfrey		69.53828(0.0757)		

Not: Parantez içerisindeki değerler p- olasılık değerleridir.

Köşeli parantez içindeki değerler t-istatistik sonuçlarıdır.

*, %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Ampirik Analiz sonuçlarının Değerlendirilmesi

Bu çalışma kapsamında finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılması sonunda elde edilen sonuçlar özet olarak Tablo 13’de sunulmuştur. Buradan görüldüğü gibi dört farklı model çerçevesinde Türkiye’deki finansal gelişmişlik ekonomik büyüme ilişkisi analiz edilmiştir. Finansal gelişme göstergeleri olarak M1, M2, Kredi Hacmi ve BİST piyasa değerinin alındığı dört farklı model kullanılmıştır. Böylece Türkiye için “finansal gelişme büyümeyi etkiler” şeklindeki Arz Öncülü Hipotez” ile “büyüme finansal gelişmeyi etkiler” şeklindeki “Talep Çekişli Hipotez” test edilmiştir.

Model 1 çerçevesinde dar para arzı tanımından hareketle gösterge olarak seçilen M1 ile büyüme arasındaki ilişki araştırılmıştır. Ampirik bulgular kısa ve uzun dönemde M1’den büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koymuştur. Böylece, Türkiye’de dar para arzı üzerinden yapılan analiz sonucu parasallaşmanın artmasının yani finansal gelişmenin kısa ve uzun dönemde büyümeyi artırdığı belirlenmektedir.

Model II bağlamında geniş para arzı tanımından hareketle gösterge olarak seçilen M2 ve büyüme arasında etkileşim incelenmiştir. Elde edilen sonular kısa ve uzun dönemde M2’den büyümeye doğru kısa ve uzun dönem nedenselliği teyit etmiştir. Buna göre Türkiye’de geniş para arzı üzerinden yapılan analizde parasallaşmanın artmasına, başka deyişle finansal gelişme ile birlikte, ekonomik büyümede hızlanmaktadır.

Model III para piyasasında bankaların kredi hacmindeki gelişmeleri finansal gelişmişlik ölçütü olarak ele almıştır. Bu şekilde banka kredileri (BK) ile büyüme (Y) arasındaki ilişkilere yönelik analizler banka kredilerinden büyümeye doğru kısa ve uzun dönem nedenselliği belirlemiştir. Bunun sonucunda Türkiye’de bankacılık sektöründe kredi hacmindeki değişimlere bağlı olarak finansal gelişmişliğin büyümeyi olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Model IV sermaye piyasasındaki gelişmenin bir göstergesi olarak borsa piyasa değerindeki (BİST) gelişmelerin büyüme ile etkileşimini analiz etmiştir. Elde edilen ampirik bulgular kısa ve uzun dönemde borsa piyasasındaki değişimlerin ekonomik büyümenin kısa ve uzun dönemde nedeni olduğunu göstermiştir. Böylece, Türkiye’de borsa piyasa değerindeki değişimler bir finansal gelişmişlik göstergesi olarak ele alındığında büyüme üzerinde olumlu etki yaptığı belirlenmiştir.

Çalışmada elde edilen sonuçlar bir bütün olarak Türkiye tecrübesinin Arz Öncülü hipotezi desteklediğini ortaya koymuştur. Öyle ki, finansal gelişmişlik ölçütü olarak seçilen, parasallaşma, bankacılık sektörü ve borsaya ilişkin bütün göstergelerden ekonomik büyümeye doğru hem kısa hem de uzun dönemde nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Bu sonuçlar ayrıca Türkiye’de parasallaşma, bankacılık sektörü ve borsa faaliyetlerini desteleyecek politikaların ekonomik büyümeye çok güçlü olumlu etkileri olacağını ortaya koymuştur.

Tablo 13: Nedensellik Sonuçlarının Özeti

Modeller	ECT (t-istatistiği)	F-İstatistiği (Prob)	Nedensellik Sonuçları	
			Kısa Dönem	Uzun Dönem
Model I				
Y – M1	-1.807392* [-6.27427]	30.12780* (0.0000)	M1 → Y	M1 → Y
M1 - Y	0.010793 [2.25230]	6.781517 (0.1479)		
Model II				
Y – M2	-1.827735* [-6.27427]	17.98960 (0.0012)*	M2 → Y	M2 → Y
M2 – Y	0.020463 [1.70499]	3.689360 (0.4493)		
Model III				
Y - KH	-1.777168 [-5.80505]*	13.66588 (0.0084)*	KH → Y	KH → Y
KH - Y	0.019423 [1.90183]	7.074193 (0.1320)		
Model IV				
Y - BİST	22.49288 (0.0002)*	-1.842642 [-6.35870]*	BİST → Y	BİST → Y
BİST -Y	2.780546 (0.5952)	0.000128 [0.31691]		

Not: Parantez içerisindeki değerler p- olasılık değerleridir.

Köşeli parantez içindeki değerler t-istatistik sonuçlarıdır.

*, %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir

SONUÇ

Literatürde gelişen süreç içerisinde ekonomik büyüme dinamiklerine ilişkin birçok değişik görüşün ortaya atıldığı görülmektedir. Ancak son dönemde finansal sistemdeki gelişmelerle ekonomik büyüme arasındaki etkileşime dikkati çeken görüşler gittikçe yaygınlaşmaya başlamıştır. Çünkü son dönemde finansal liberalizasyon ve bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmeler finansal hizmetlerin çok daha ucuz ve hızlı bir biçimden gerçekleştirilmesine imkân vermiştir. Böylece, finansal sistem içerisinde yaşanan önemli gelişmeler başta ekonomik büyüme olmak üzere reel ekonomide birçok göstereyi çok yakından etkilemeye başlamıştır. Ancak, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşim konusunda iktisatçılar arasında fikir birliği olmasına rağmen, nedenselliğin yönüne ilişkin farklı görüşler ileri sürülmektedir.

Finansal gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönüne ilişkin dört farklı hipotez ileri sürülmektedir. “Arz Öncülü Hipotez” finansal sistemdeki gelişmelerin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yaptığını ileri sürüp nedenselliği finansal sistem gelişiminden büyümeye doğru işletmektedir. Öte yandan, “Talep Çekişli Hipotez” ekonomik büyüme sonrası finansal gelişmenin yaşanabileceğini ileri sürerek büyümenin finansal gelişmeye sebep olduğunu belirtmektedir. Bunun yanında “Çift Yanlı İlişki Hipotez” ise finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı etkileşimin varlığından hareketle tek yönlü bir nedensellik ilişkine karşı çıkmaktadır. Son olarak “İlişkisizlik Hipotezi” çerçevesinde bazı iktisatçılar finansal gelişme ile büyüme arasında güçlü bir ilişki olmadığını ortaya koymaktadır. Görüldüğü gibi literatürde finansal gelişmişlik ile büyüme arasındaki ilişkinin nedensellik yönü ile ilgili olarak literatürde fikir birliği yoktur.

Yukarıda belirlendiği şekilde finansal gelişme düzeyindeki değişimlerin ekonomik büyüme ile ilişkisi konusunda literatürde geniş bir tartışma yürütülmektedir. Dolayısı ile bu alanda değişik ülke tecrübelerini analiz ederek sağlanacak yeni bulgulara büyük bir ihtiyaç vardır. Başka bir ifade ile yeni ampirik çalışmalarla bu tartışmaya daha fazla ışık tutulması gerekmektedir. Buradan hareketle bu tez çalışmasında Türkiye tecrübesi göz önüne alınarak finansal gelişme süreci ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Bunun için 2003 ile 2023 yıllarına ait çeyrek dönemlik veriler Vektör Hata Düzeltme Modeline (Vector Error Correction Model) dayalı nedensellik yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Bu çerçevede farklı finansal gelişmişlik göstergeleri ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi kısa ve uzun dönemde ayrı ayrı belirlenmiştir.

Çalışmada finansal gelişmişlik göstergesi olarak değişkenlerin farklılığına göre dört ayrı model tahmin edilmiştir. Bu modellerde parasallaşma süreci ile bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasasına ilişkin finansal gelişmişlik göstergelerinin büyüme üzerine etkileri ele alınmıştır. Böylece, parasallaşma ile genel finansal sistem gelişmesi, bankacılık ve hisse senedi piyasası göstergeleri seçilerek de para ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeylerinin analize katılması amaçlanmıştır.

Birinci Modelde finansal gelişme göstergesi olarak parasallaşma olgusu ele alınarak ekonomik büyüme ile olan ilişkisi incelenmiştir. Bu kapsamda dar para tanımını temsilen M1 para arzı miktarı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki tahmin edilmiştir. Bulgular M1 para arzı miktarından ekonomik büyümeye doğru hem kısa hem de uzun dönemde nedensellik olduğunu doğrulamıştır. Ancak, ekonomik büyümeden M1 para arzına doğru bir nedensellik belirlenmemiştir.

İkinci Modelde finansal gelişme göstergesi olarak yine parasallaşma olgusu ele alınmıştır. Ancak bu sefer geniş para tanımını temsilen M2 para arzı miktarı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Sonuçlar M2 para arzı miktarından ekonomik büyümeye doğru hem kısa hem de uzun dönemde tek yönlü nedensellik olduğunu göstermiştir. Ancak, ekonomik büyümeden M2 para arzını doğru herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Üçüncü Modelde finansal gelişme göstergesi olarak bu sefer bankacılık sektörü ile ilgili bir değişken ele alınmıştır. Bu çerçevede bankacılık sektörü toplam kredi hacmi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Ampirik bulgular bankacılık sektörü toplam kredi hacminden ekonomik büyümeye doğru hem kısa hem de uzun dönemde tek yönlü nedensellik olduğunu göstermiştir. Ancak ekonomik büyümeden bankacılık sektörü toplam kredi hacmine doğru nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Dördüncü Modelde finansal gelişme göstergesi olarak hisse senedi piyasasındaki gelişim süreci analize katılmıştır. Bu çerçevede Borsa İstanbul piyasa değeri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Tahmin sonuçları Borsa İstanbul piyasa değerinden ekonomik büyümeye doğru hem kısa hem de uzun dönemde tek yönlü nedensellik olduğunu ortaya koymuştur. Bununla birlikte ekonomik büyümeden Borsa İstanbul piyasa değerine doğru hiçbir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

Sonuç olarak çalışmada tahmini yapılan bütün modellerde finansal gelişmişlik göstergelerinden ekonomik büyümeye doğru hem kısa hem de uzun dönemde nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bununla birlikte ekonomik büyümeden herhangi bir finansal gelişmişlik göstergesine doğru nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Böylece, Türkiye tecrübesinden hareketle yapılan analiz sonuçları finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkide “Arz Öncülü Hipotez” tarafından ileri sürülen nedensellik ilişkisini güçlü bir biçimde desteklemektedir. Buna göre, Türkiye ekonomisinde farklı zaman süreçlerinde gerçekleştirilen Aydın, Ak, & Altıntaş (2014): Turgut & Ertay (2016): Ak, Altıntaş & İnal, (2016): Eroğlu, & Yeter (2021): Yetiz & Ünal (2021): Akça, Bal & Manga (2018): Uç, (2019): Çinko & Balcı, (2022): Ak, Altıntaş & Şimşek (2016): Manga, Destek, & Düzakın (2016): Bağcı, (2020): Aslan & Küçükaksoy (2006): İlhan & Gökçe (2023) tarafından gerçekleştirilen araştırmalarla tez sonuçları uyum göstermektedir.

Elde edilen ampirik bulgular politika çıkarımı açısından, Türkiye’de sürdürülebilir yüksek büyüme oranlarına ulaşmak için finansal sistem gelişme sürecine özel bir önem verilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, Türkiye’de parasallaşma sürecinin etkin bir şekilde yönlendirilmesi bağlamında M1 ve M2 para arzı miktarlarının yönetimi öne çıkmaktadır. Öte yandan, bankacılık sektörünün desteklenerek para piyasasında aracılık rolünü daha etkin bir biçimde yerine getirmesi sağlanmalıdır. Bunun yanında hisse senedi piyasasının güçlendirilmesi için de farklı politikaların tasarlanarak hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu şekilde çalışmada elde edilen ampirik bulgular finansal sisteme yönelik politikaların Türkiye’de sürdürülebilir yüksek büyüme oranlarına ulaşmak için büyük önem taşıdığını göstermektedir. Başka bir ifade ile, Türkiye’de finansal sisteme yönelik politikalar ekonomik büyümeyi amaçlayan politika tasarımının önemli bir parçası olarak ele alınmalıdır.

“KAYNAKÇA

- ABU-BADER, S.; A. S. ABU-QARN (2008). **Financial Development and Economic Growth: The Egyptian Experiance**, Journal of Policy Modelling, 30, 887-898.
- ADNAN, N. (2011). **Measurement of Financial Development**, 8th International Conference on Islamic Economics and Finance, Doha, Qatar.
- AFOLAYAN, O. O. (2019). **Impact of Financial Development and Human Capital Development On Economic Growth İn Nigeria** (Master's thesis, İzmir Ekonomi Üniversitesi).
- AĞIR, H (2009). **Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi**, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- AK, M. Z.; A.G.N ALTINTAŞ, A.G.V İNAL (2016). **Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi: 1961-2015 Türkiye Örneği**. In International Congress Of Management Economy And Policy Proceedings Volume I (P. 174).
- AK, M. Z; N. ALTINTAŞ, A.S. ŞİMŞEK (2016). **Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Nedensellik Analizi**. Doğuş Üniversitesi Dergisi, 17(2), 151-160.
- AKÇA, E.; H.BAL, M. MANGA (2018). **Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Bağlantısı: Bootstrap Yaklaşımına Dayalı Nedensellik Analizi**. Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 5(3), 172-184.
- AKSU L, **İktisat Ekollerinin İktisadî Büyüme Konusundaki Düşünceleri Ve Modellerinin Analizi**, Türk Dünyası Araştırmaları Sayı: 208.
- ALKIŞ, A. (2018). **İslam Hukukunda Katılım Bankacılığı Fon Toplama ve Kullandırma Yöntemleri”** Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, 2 (3), 120-133.
- ANG, J. B.; W. J. MCKİBBİN (2007), **Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia**, Journal of Development Economics, Elsevier, 84(1), 215-233.
- ASLAN, A. G. Ö.; İ. KÜÇÜKAKSOY (2006). **Finansal Gelişme Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama**. Istanbul University Econometrics and Statistics e-Journal, (4), 25-38.
- ATAMTÜRK, B. (2004) **Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyümenin Nedensellik Yönü Üzerine Bir İnceleme (1975-2003)**. Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 2004, 46: 99.
- AYDIN, M. K.; M.Z. AK, N. ALTINTAŞ (2014). **Finansal Gelişme’nin Büyümeye Etkisi: Türkiye Özelinde Nedensellik Analizi**. Maliye Dergisi, 167, 149-162.

- BAĞCI, A. (2020). **Türkiye’de Tasarruf, Finansal Gelişmişlik Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Asimetrik Nedensellik Yaklaşımından Yeni Kanıtlar**. Gaziantep University Journal of Social Sciences, 19(1), 220-237.
- BALAGO, G. S. (2014), **Financial Sector Development and Economic Growth in Nigeria: An Empirical Investigation**, International Journal of Finance and Accounting, 3(4), 253-266.
- BARRO, R. J. (1990). **Government Spending In A Simple Model of Endogeneous Growth**. Journal of Political Economy, 98 (5, Part 2), 103-125.
- BAŞÇI, E.; H. KARA (2011). **Finansal İstikrar ve Para Politikası**, İktisat İşletme ve Finans, 26 (302), 9-25.
- BAŞOĞLU, U; A. CEYLAN, & İ. PARASIZ (2001). **Finans, Teori Kurum ve Uygulama**, Ekin Kitabevi, Bursa.
- BECK, T. ; R. LEVINE (2004) **Stock Markets, Banks, And Growth: Panel Evidence**, Journal of Banking & Finance, 28 (3), 423-442.
- BECK, T.; A. DEMİRGÜÇ-KUNT, R. LEVINE (2009), **Financial Institutions and Markets across Countres and Over Time- Data Analysis**, World Bank, Policy Research Working Paper, No. 4943.
- BECK T.; A. TORRE (2006), **The Basic Analytics of Access to Financial Services**, Policy Research Working Paper Series 4026, The World Bank.
- BERTHELEMY, J. C.; A. VAROUDAKİS (1995). **Thresholds In Financial Development And Economic Growth**. The Manchester School of Economic & Social Studies, 63, 70-84.
- BERTHELEMY, J. C.; A. VAROUDAKİS (1996). **Economic Growth, Convergence Clubs, and The Role Of Financial Development**. Oxford Economic Papers, 48(2), 300-328.
- BEKTAŞ, T. (2013). **Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi ve Vergilerin Sermaye Piyasası Araçları Üzerindeki Etkisi**, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- CALDERON, C.; L. LIU (2003). **The Direction Of Causality Between Financial Development And Economic Growth**, Journal of Development Economics, 72: 322-323.
- CANDEMİR, G. (2011). **Türk Bankacılık Sektöründe Faiz Oranı Riski Algısı ve Yönetimi**, Maliye ve Finans Yazıları, 1 (93). 87-109.
- CAPORALE, G. M. ve diğerleri (2009), **Financial Development and Economic Growth: Evidence from Ten New EU Members**, Discussion Paper of DIW Berlin, 940, 1-39.
- ÇAĞLARIRMAK U. N. (2002). **“Finansal Sistemin Gelişiminin Reel Ekonomi Üzerine Olası Etkileri”**, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 109-115.

- CONTUK, F. Y.; B. GÜNGÖR (2016). **Asimetrik Nedensellik Testi ile Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisinin Analizi**. Muhasebe ve Finansman Dergisi (71), 89-108.
- ÇEŞTEPE, H.; E. YILDIRIM (2016). **Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi**. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 12(12), 12-26.
- ÇİNKÖ, L.; A. BALCI (2022). **Bankaların Kredi Büyümesinin GSYİH’ye Olan Etkisinin Sektör Bazlı İncelenmesi: Türkiye İçin Ekonometrik Bir Analiz**. Ekonomi İşletme ve Maliye Araştırmaları Dergisi, 4(1), 16-33.
- ÇUKACI, Y.C. ve İ. ÇENBERLİTAŞ, İ. (2017) “**Sermaye Piyasası Aracı Kurum Kavramı ve Aracı Kurum Faaliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi İşlemleri**”, Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 7 (13), 178-202
- DARRAT, A. F. (1999). **Are Financial Deepening And Economic Growth Causally Related? Another Look At The Evidence**. International Economic Journal, 13(3), 19-35.
- DASHD AMİRLİ, R. (2019). **The Relationship Between Development Of Finance And Economic Growth** (Master's thesis, Sosyal Bilimler Enstitüsü).
- DEMİR, Y.; E ÖZTÜRK, M. ALBENİ (2007). **Türkiye’de Finansal Piyasal ile Ekonomik Büyüme İlişkisi**. Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2007(2), 438-455.
- DEMİRALP, S.; K YILMAZ (2010) **Para Politikası Beklentilerinin Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkisi** İktisat İşletme ve Finans, 25 (296): 9-31.
- DİCKEY, D. A.; W. A. FULLER (1979). **Distribution of The Estimators for Autoregressive Time Series with A Unit Root**. Journal of the American statistical association, 74 (366), 427-431.
- DİCKEY, D. A.; W. A. FULLER, W. A. (1981). **Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with A Unit Root**. Econometrica, 49 (4), 1057-1072.
- DURUSU-ÇİFTÇİ, D.; M.S. İSPİR, M., H. YETKİNER (2017). **Financial Development and Economic Growth: Some Theory and More Evidence**. Journal of Policy Modeling, 39(2), 290-306.
- ENGLE, R.; C. W.J GRANGER (1987). **Cointegration and Error-Correction: Representation, Estimation, and Testing**. Econometrica, 55(2), 251-276
- ERDEM E. (2008). **Para Banka ve Finansal Sistem**, 2. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık.
- ERDEM, E.; C. DUMRUL (2014). **Keynesyen ve Neo-Klasik Yaklaşımlarda Finansal Sistem ve İktisadî Büyüme**. Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 33(2), 45-86.
- EROĞLU, İ.; F. YETER (2021). **Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye İçin Nedensellik Analizi**. JOEEP: Journal of Emerging Economies and Policy, 6(2), 272-286.

- ESTRADA, G.; D. PARK, A. RAMAYANDI (2010), “**Financial Development and Economic Growth in Developing Asia**”, ADB Economics Working Paper Series, No:233.
- ERİM, N.; A. TÜRK (2005). **Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme**, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 10, 21-45.
- EVİN C. S, (2007). “**Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Nedensellik Analizi**”, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- FİTZGERALD, V. (2006). **Financial Development And Economic Growth: A Critical View**. Background Paper for World Economic And Social Survey.
- GRAFF, M.; A. KARMAN (2006). **What Determines the Finance-growth Nexus? Empirical Evidence for Threshold Models**, Journal of Economics, 87 (2), 127-157.
- GRANGER, C. W. J. (1969). **Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods**. Econometrica, 37, 424-438.
- GRANGER, C. W. (1988). **Some Recent Development In A Concept of Causality**. Journal of Econometrics, 39(1-2), 199-211.
- GOLDSMITH, R. W. (1969). **Financial Structure and Development**, Yale University Press, New Haven.
- GOKMENOGLU, K. K.; M. Y. AMİN, N. TASPİNAR (2015). **The Relationship Among International Trade, Financial Development and Economic Growth: The Case of Pakistan**. Procedia Economics and Finance, 25, 489-496.
- GURLEY, J. G.; S.S. EDWARD (1955). **Financial Aspects of Economic Development**, The American Economic Review, 45(4), 515-538.
- GÜNAL, M. (2007). **Para, Banka ve Finansal Sistem** (2. Baskı). Ankara: Yeni Dönem Yayınları
- GÜNAL, M. (2019) “**Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü ve Krizlerdeki Etkileri**”, Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi, 9 (1), 147-155.
- GÜNEŞ, S. (2013). **Finansal Gelişmişlik ve Büyüme Arasındaki Nedensellik Testi: Türkiye Örneği**. Doğu Üniversitesi Dergisi, 14(1), 73-85.
- GÜZEL, İ.; İ. OLUÇ (2021). **Ekonomik Büyüme-Finansal Gelişme İlişkisinin Ek Değişkenlerle Analizi: Türkiye Örneği**. Akademik Yaklaşımlar Dergisi, 12(1), 57-73.
- HAYALOĞLU, P. (2015) **Kırılgan Beşli Ülkelerinde Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi**, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt 11 (11), 131-144.

- HONDROYIANNIS, G.; S. LOLOS, E. PAPAPETROU (2005). **Financial Markets and Economic Growth in Greece, 1986–1999**. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 15(2), 173-188.
- HSUEH, S.; Y.HU, C. TU (2013). **Economic Growth and Financial Development in Asian Countries: A Bootstrap Panel Granger Causality Analysis**. Economic Modelling, 32, 294-301.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) - WORLD BANK (2005), **Financial Sector Assessment: A Handbook**, International Monetary Fund and World Bank Publications. Washington, DC.
- JOHANSEN, S. (1988). **Statistical Analysis of Cointegration Vectors**. Journal of economic dynamics and control, 12(2-3), 231-254.
- JOHANSEN, S. ; K. JUSELIUS (1990). **Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to Demand for Money**. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 52, 169-210.
- KAR, M.; H. AĞIR (2006). **Türkiye’de Beşerî Sermaye ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Eşbütünleşme Yaklaşımı ile Nedensellik Testi, 1926-1994**. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 6(11), 50-68.
- KARAHAN, Ö.; M. YILGÖR, A. A. ÖZEKİN (2018). **Türkiye’de Banka Kredilerindeki Genişleme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki**. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar* (636), 25-36.
- KILIÇ, M.; GÜRBÜZ, A., Y. AYRIÇAY (2019). **Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği**. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(1), 53-68.
- KİLİMCİ E.; H. ER, I. CERCİL, (2015). **Döviz Piyasası Stresi ve Likidite İlişkisi**, EKONOMİ NOTLARI, TCMB, Sayı: 2015-04 / 19 Şubat.
- KOCAMAN, B.Ç. (2004), **Finansal Piyasalar, Kurumlar, Teknikler ve Araçlar**, Siyasal Kitabevi, Ankara
- KÖSE, Y.; M. ATİK, B. YILMAZ (2015) “**Türkiye İçin Negatif Faiz Oranının Uygulanabilirliği ve Analitik Olarak İncelenmesi**”, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7 (13), 321-339.
- KÜÇÜK, M. (2020). “**Finansal Raporlama Standartlarına Göre Finansal Araçlar ve Finansal Varlıklar: Bir Literatür Çalışması**” *Cihanşümül Akademi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 14-16.
- LEVINE, R.: (1997). **Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**, *Journal of Economic Literature*, 35/2, 690-702.
- LEVINE, R.; S ZERVOS (1988). **Stock Markets, Banks, and Economic Growth**, *The American Economic Review*, 88 (3), 537-558

- LUCAS, R. E. Jr. (1988). **On the Mechanics of Economic Development**, Journal of Monetary Economics, Vol. 22(1), pp. 3-42.
- MAKUL, C. (2019). **Finansal Gelişmişlik Göstergelerinden Banka Kredileri ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği**, Karadeniz Teknik Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, YL Tezi.
- MANGA, M.; M. A. DESTEK, E. DÜZAKIN (2016). **Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme İlişkisi: Zamanla Değişen Nedensellik Yaklaşımı**. Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20(2), 65-78.
- MCKINNON, R. I.: (1973). **Money and Capital in Economic Development**, Washington, D. C.: Brookings Institution.
- MERTON, R. C.; Z. BODİE (1995). **A Conceptual Framework For Analyzing The Financial System. The Global Financial System: A Functional Perspective**, 3-31.
- MISHKIN, F. S. (2004) “Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries?”, **Festschrift In Honor of Guillermo Calvo**, Washington, International Monetary Fund.
- NDALU, C. (2016). “**Financial Deepening of Insurance and Economic Growth in Kenya**” **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, Vol. 6, No.1, January 2016.
- NYASHA, S.; N. M. ODHIAMBO (2018). “**Finance-Growth Nexus Revisited: Empirical Evidence From Six Countries.**” *Scientific Annals of Economics and Business*, 65(3), 247-268.
- OFORI-ABEBRESE, G.; R. PICKSON, B. DIABAH (2017) **Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence from Ghana**. *Modern Economy*, 8, 282-297
- OHWOFA B.O.; J. O. AIYEDOGBON (2013). “**Financial Deepening and Economic Growth in Nigeria, 1986-2011: An Empirical Investigation**” *Journal of Economics and Development Studies* 1(1); June 2013. 24-42.
- OKTAYER, A (2007), “**Finansal Derinleşmenin Ekonomik Performans Üzerine Etkileri: Teori ve Türkiye Uygulaması**”, Doktora Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- ORUÇ, S.; A. TURGUT (2014). **Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi 1990-2010**. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (31.1), 109-118.
- ÖNDER, F. (2022). **Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme İlişkisi: Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir Analiz**. *Journal of Economics and Research*, 3(2), 36-48.
- ÖZGÜR, G. (2008). **İçsel Para Teorisi’ne Genel Bir Bakış**. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 26(2), 51-79.

ÖZTÜRK, İ. (2008), **Financial Development and Economic Growth: Evidence From Turkey**, Applied Econometrics and International Development, Vol. 8-1, 85-98.

ÖZTÜRK Y. K.; S. KUŞÇU (2011) **Finansal Serbestleşme: İlk Deneyimler Ve Kriz**, Reforma, 1 (49), 10-11.

PATRICK, H. T. (1966). **Financial Development And Economic Growth İn Underdeveloped Countries**. Economic Development and Cultural Change, 14(2), 174-189.

PHILLIPS, P. C.; P. PERRON (1988). **Testing For A Unit Root in Time Series Regression**. Biometrika, 75(2), 335-346.

RIOJA, F.; V. NEVEN (2004), **Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development**, Economic Inquiry, 42 (1), 127-140.

ROBINSON, J. (1952). **The Generalizations of The General Theory**. R. Joan içinde, The Rate of Interest, and Other Essays. London: Macmillan

ROMER, P. (1990). **Endogenous Technological Change**, Journal of Political Economy, 98 (5), 71-102.

SAYILGAN Ş. (1993). “**Türkiye’de Sermaye Piyasası Ve Kamuyu Aydınlatma**” Marmara İletişim Dergisi 4 (4), 131-138.

SAYILGAN G.; SÜSLÜ C. (2011), “**Makro Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme**”, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi, 5 (1), 74-92.

SCHUMPETER, J.A. (1911) **The Theory of Economic Development**. Harvard University Press, Cambridge.

ŞEPHANELİOĞLU, E. (2010) “**Merkez Bankası Kur Müdahalelerinin Döviz Piyasası Oynaklığına Etkisi Euro ve Dolar Örneği**”, Yüksek Lisans Tezi, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Anabilim Dalı Ekonometri Bilim Dalı, İstanbul.

SEHRAWAT, M.; A.K. GIRI (2015). **The Role of Financial Development İn Economic Growth: Empirical Evidence From Indian States**. International Journal of Emerging Markets, 10(4), 765-780.

SERMAYE PİYASASI KURULU **SPK Faaliyet Raporları**, 2015, 2020 ve 2023.

SEVEN Ü, (2015). “**Finansal Gelişmişlik ve Ekonomik Büyüme**”, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Gösterge Dergisi, Yaz, 44/63.

SHAN, J. Z.; A.G. MORRIS, F. SUN (2001). **Financial Development and Economic Growth: An Egg-And-Chicken Problem?** Review of international Economics, 9(3), 443-454.

SHARPE, W. F.; G. J. ALEXANDER, J. BAILEY. (1999), **Investments**. 6 Ed., Upper Saddle River: Prentice-Hall, Inc.

- SHAW, E. S. (1973) **Financial Deepening in Economic Development**, New York: Oxford University Press.
- SVİRYDZENKA, K. (2016). **Introducing A New Broad- Based Index of Financial Development**. International Monetary Fund. Working Paper No: WP/2016/5.
- TARI, R.; S. KOÇ, T. ABASIZ (2019). **Ekonometri**, 14. Baskı, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- THANGAVELU, S.M.; A.B.J. JAMES (2004) **Financial Development and Economic Growth in Australia**. *Empirical Economics*, 29, 247-260.
- PHİLLİPS, P. C.; H.Y. TODA (1994). **Vector Autoregression And Causality: A Theoretical Overview And Simulation Study**. *Econometric Reviews*, 13(2), 259-285.
- TOKGÖZ T, (1996). **Merkez Bankası ve Döviz Piyasası**, Hacettepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 14 (1), 6-17.
- TOROSLU M. V. (2024). “**Finansal Piyasalar**” Satınalma ve Tedarik Zinciri Dergisi, Mart Sayısı, 3-5.
- TURGUT A.; H.İ. ERTAY, (2016). **Bankacılık Sektörünün Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Nedensellik Analizi**. 8 (4), 114-128.
- TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ, **Elektronik Veri Sistemi** (https://verisistemi.tbb.org.tr/index.php/tbb/report_bolgeler).
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2024) **Elektronik Veri Dağıtım Sistemi-EVDS** (<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>)
- TÜRKOĞLU, M. (2016). **Türkiye’de Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeye Etkileri: Nedensellik Analizi**. Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi, 6(1), 84-93.
- UÇ (2019), **Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Bir Analizi: Türkiye Örneği**, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon Kocatepe Üniversitesi.
- ULUDAĞ İ.; E. ARICAN (1999), **Finansal Hizmetler Ekonomisi**, Beta Basın Yayın Dağıtım, İstanbul
- ULUYOL, O (2021). **Sermaye Piyasalarında Yatırım ve Yatırımcılar**, İksad Yayınevi.
- VAN NİEUWERBURGH, S.; F. BUELENS, L. CUYVERS (2006). **Stock Market Development and Economic Growth in Belgium**. *Explorations in Economic History*, 43(1), 13-38.
- YANG, Y. Y.; M.H. Yİ (2008). **Does Financial Development Cause Economic Growth? Implication for Policy in Korea**. *Journal of Policy Modeling*, 30, 827-840.
- YANG, F. (2019). **The Impact of Financial Development on Economic Growth in Middle-Income Countries**. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 59, 74-89.

- YETİZ, F.; A.E. ÜNAL (2021). **Banka Kredileri, Para Arzı ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği**. OPUS International Journal of Society Researches, 17(37), 4487-4509.
- YETİZ, F.; ŞİMŞEK, K. (2017). **Finansal Derinleşmede Bankacılık Sisteminin Rolü**". Ekonometri ve İstatistik, 1-29.
- YILDIRIM O, (2020). **Finansal Sisteme Teorik Bir Yaklaşım Ve Türkiye’de Finansal Sistem**, *Journal of International Banking Economy And Management Studies*, 1 (2). 80-83.
- ZHANG, J.; L. WANG, WANG, S. (2012). **Financial Development and Economic Growth: Recent Evidence from China**. *Journal of Comparative Economics*, 40, 393-412.



