



**FİNANSAL GELİŞMENİN BÜYÜME VE ENFLASYON  
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: ASYA ÜLKELERİ  
ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**Farid ALASGARLI**

**(Yüksek Lisans Tezi)**

**Eskişehir, 2021**

**FİNANSAL GELİŞMENİN EKONOMİK BÜYÜME VE  
ENFLASYON ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: ASYA ÜLKELERİ  
ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**Farid ALASGARLI**

**T.C.**

**Eskişehir Osmangazi Üniversitesi**

**Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**İktisat Anabilim Dalı**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Eskişehir, 2021**

T.C.  
ESKİŞEHİR OSMANGAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTİSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Farid Alasgarli tarafından hazırlanan “Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme ve Enflasyon Üzerindeki Etkisi: Asya Ülkeleri Üzerine Bir Uygulama” başlıklı bu çalışma 09.07.2021 tarihinde Eskişehir Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliğinin ilgili maddesi uyarınca yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak, Jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan .....

Üye .....

Dr. Öğr. Üyesi Taner SEKMEN  
(Danışman)

Üye .....

Üye .....

Üye .....

ONAY

.../ .../ 20...

Enstitü Müdürü

## **ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ**

Bu tezin/projenin Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Yönergesi hükümlerine göre hazırlandığını; bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmanın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Eskişehir Osmangazi Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla taranmasını kabul ettiğimi ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim. Yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması halinde ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

**FARİD ALASGARLI**

**İMZA:**

**ÖZET**  
**FİNANSAL GELİŞMENİN EKONOMİK BÜYÜME VE ENFLASYON ÜZERİNDEKİ**  
**ETKİSİ: ASYA ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**ALASGARLI, Farid**

**Yüksek Lisans**

**İktisat Anabilim Dalı-2021**

**Danışman:** Dr. Öğr. Üyesi Taner SEKMEN

Ekonomik yapı içerisinde ilk başlarda parasal işlemlerin yerine yetirilmesi ile ortaya çıkan finansal sistem günümüzde ekonomik yapıda itici bir güç haline gelerek reel sektörün ihtiyaçlarının karşılanması açısından oldukça önemli bir role sahiptir. Ekonomik yapıda fon transferinin efektif şekilde sağlanması için finansal araç ve kurumların gelişmesi yani, finansal gelişmişlik düzeyinin yüksek olması ekonomik büyümenin sağlanması ve sürdürülebilir olması açısından büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışmada, finansal gelişmenin ekonomik büyüme ve enflasyon üzerindeki etkisi 20 Asya ülkesi için 1998-2018 dönemi yıllık verileri ve panel VAR modeli kullanılarak incelenmiştir. Finansal gelişme göstergeleri olarak geniş paranın GSYH'ya oranının büyüme oranı, yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı ve finansal gelişme endeksinin büyüme oranı değişkenleri kullanılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı testi sonuçlarına uygun olarak ikinci nesil panel birim kök testleri ile serilerin durağanlıkları test edildikten sonra Panel VAR modeline dayanan panel Granger nedensellik testi aracılığıyla seriler arasındaki nedensellik ilişkisi tespit edilmiş ve etki-tepki fonksiyonu aracılığıyla da değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. Ekonometrik analiz sonuçları finansal gelişmenin ekonomik büyüme ve enflasyon üzerinde anlamlı etkileri olduğunu, bu etkinin ekonomik büyüme için pozitif ve artırıcı, enflasyon için ise düşürücü olduğunu ortaya koymaktadır. Özellikle finansal gelişme düzeyinin artmasının büyümeye ve enflasyonun düşürülmesine olumlu etki etmesi politika yapıcıları için finansal gelişme düzeyini artırıcı politikaların uygulanmasını teşvik eder niteliktedir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal gelişme, Asya ülkeleri, Panel VAR Modeli

**ABSTRACT**  
**THE IMPACT OF FINANCIAL DEVELOPMENT ON ECONOMIC GROWTH AND  
INFLATION: AN APPLICATION ON ASIAN COUNTRIES**

**ALASGARLI, Farid**

**Yüksek Lisans**

**İktisat Anabilim Dalı-2021**

**Danışman:** Dr. Öğr. Üyesi Taner SEKMEN

The financial system, which emerged with the fulfillment of monetary transactions in the economic structure at first, has become a driving force in the economic structure and has a very important role in meeting the needs of the real sector. In order to ensure effective fund transfer in the economic structure, the development of financial instruments and institutions, that is, the high level of financial development, is of great importance in terms of ensuring economic growth and sustainability.

In this study, the effect of financial development on economic growth and inflation was examined for 20 Asian countries using annual data for the period 1998-2018 and panel VAR model. As financial development indicators, the growth rate of the ratio of large money to GDP, the growth rate of the ratio of domestic loans to GDP and the growth rate of the financial development index were used. After testing the stationarity of the series with the second generation panel unit root tests in accordance with the results of the cross-sectional dependency test, the causality relationship between the series was determined by the panel Granger causality test based on the Panel VAR model, and the relationship between the variables was examined through the action-response function. The results of econometric analysis reveal that financial development has significant effects on economic growth and inflation, and this effect is positive and increasing for economic growth and decreasing for inflation. In particular, the positive effect of the increase in the level of financial development on growth and reducing inflation encourages policy makers to implement policies that increase the level of financial development.

**Keywords:** Financial development, Asian countries, Panel VAR Model

## İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	v
ABSTRACT .....	vi
TABLolar LİSTESİ .....	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	vii
EKLER LİSTESİ.....	viii
KISALTMALAR LİSTESİ .....	ix
ÖNSÖZ.....	x
GİRİŞ.....	1

### 1. BÖLÜM

#### FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL PİYASALAR

1.1. FİNANSAL SİSTEM KAVRAMI .....	5
1.2. FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER .....	6
1.3. FİNANSAL SİSTEMİN FONKSİYONLARI.....	8
1.3.1. Finansal Sistemin Aracılık Fonksiyonu.....	11
1.3.2. Finansal İşlemlerde Minimum Maliyet .....	13
1.3.3. Risk Paylaşımı .....	13
1.4. FİNANSAL SİSTEMİN ORTAYA ÇIKARDIĞI SORUNLAR.....	14
1.4.1. Asimetrik Bilgi: Ters seçim ve Ahlaki Tehlike.....	14
1.4.2. Kredi Tayınması .....	16
1.5. FİNANSAL PİYASA KAVRAMI.....	16
1.5.1. Finansal Piyasaların Yapısı .....	17
1.5.1.1. Para Piyasaları – Sermaye Piyasaları.....	17
1.5.1.2. Birincil Piyasalar – İkincil Piyasalar .....	18
1.5.1.3. Organize Piyasalar – Tezgâh üstü Piyasalar.....	19
1.5.1.4. Borç Piyasası – Ortaklık Piyasası.....	20

1.5.1.5. Spot Piyasalar-Vadeli Piyasalar .....	21
1.5.2. Finansal Piyasa Araçları .....	22
1.6. FİNANSAL DERİNLEŞME GENEL ÇERÇEVESİ .....	23
1.6.1. Finansal Derinleşmenin Tanımı .....	23
1.6.2. Finansal Derinleşmenin Göstergeleri .....	26
1.6.2.1. Miktar Göstergeleri.....	26
1.6.2.1.1. Parasal Büyüklükler.....	26
1.6.2.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler .....	28
1.6.2.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri .....	29
1.6.2.2. Yapısal Göstergeler .....	30
1.6.2.3. Reel Faiz Hadleri .....	31
1.6.2.4. Finansal Ürün Çeşitliliği.....	31
1.6.2.5. Finansal Değişim Maliyeti .....	32

## **2. BÖLÜM**

### **TEORİK ÇERÇEVE**

2.1. MCKİNNON – SHAW YAKLAŞIMI.....	34
2.2. YAPISALCI YAKLAŞIM .....	38
2.3. NEO-KEYNESYEN YAKLAŞIM .....	41
2.4. POST-KEYNESYEN YAKLAŞIM .....	43
2.5. SPEKÜLATİF GELİŞME MODELİ .....	44
2.6. FİNANSAL LİBERALİZASYON VE DÖVİZ KURU.....	49

## **3. BÖLÜM**

### **LİTERATÜR TARAMASI VE EKONOMETRİK ANALİZ**

3.1. LİTERATÜR TARAMASI.....	52
3.1.1. Ekonomik Büyüme .....	52
3.1.2. Enflasyon.....	60

3.1.3. Faiz ve Döviz Kuru .....	67
3.1.4. İstihdam .....	74
3.2. EKONOMETRİK YÖNTEM.....	82
3.2.1. Yatay Kesit Bağımlılık Testi .....	82
3.2.2. Birim Kök Testleri.....	85
3.2.3. Panel Var Modeli.....	88
3.2.4. Panel Granger Nedensellik Testi .....	88
3.3. VERİ SETİ .....	89
3.4. BULGULAR .....	91
3.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri.....	91
3.4.2. Panel Birim Kök Testleri.....	92
3.4.3. Optimal Gecikme Uzunluğunun Seçilmesi .....	96
3.4.4. Panel VAR Modeli Sonuçları .....	96
3.4.5. Panel VAR-Granger Nedensellik Testi .....	98
3.4.6. Panel VAR Etki-Tepki Fonksiyonları .....	99
SONUÇ.....	103
KAYNAKÇA .....	107
EKLER .....	117

## TABLÖLAR LİSTESİ

<b>Tablo 1:</b> Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	90
<b>Tablo 2:</b> Yatay-Kesit Bağımlılığı Testleri.....	92
<b>Tablo 3:</b> Pesaran CADF Birim Kök Testi.....	93
<b>Tablo 4:</b> Smith vd. (2004) “bootstrap” Panel Birim Kök Testleri.....	94
<b>Tablo 5:</b> PANIC Panel Birim Kök Testleri.....	95
<b>Tablo 6:</b> Panel VAR Modeli Optimal Gecikme Uzunluğunun Seçilmesi.....	96
<b>Tablo 7:</b> Panel VAR Model İstikrar Testi Sonuçları.....	97
<b>Tablo 8:</b> Panel VAR-Granger Nedensellik Wald Testi Sonuçları.....	98



## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. McKinnon – Shaw Finansal Liberalizasyon Hipotezi.....	36
Şekil 2. Panel Var Modelinin Kökleri.....	97
Şekil 3. Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin Geniş paranın GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkenine etkisi.....	99
Şekil 4. Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin Finansal gelişme endeksinin büyüme oranı değişkenine etkisi.....	100
Şekil 5. Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin Yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkenine etkisi.....	100
Şekil 6. Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin Kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı değişkenine etkisi.....	101
Şekil 7. Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin GSYH deflatörü değişkenine etkisi.....	101

## **EKLER LİSTESİ**

<b>EK 1:</b> Büyüme Üzerine Literatür Taraması.....	114
<b>Ek 2:</b> Enflasyon Üzerine Literatür Taraması.....	121
<b>EK 3:</b> Faiz Üzerine Literatür Taraması.....	127
<b>EK 4:</b> İstihdam Üzerine Literatür Taraması.....	134
<b>EK 5:</b> Panel Var Modeli Sonuçları.....	142



## KISALTMALAR LİSTESİ

<b>VAR</b>	: Vektör Otoregresyon
<b>DB</b>	: Dünya Bankası
<b>IMF</b>	: Uluslararası Para Fonu
<b>FD</b>	: Finansal Derinleşme
<b>FG</b>	: Finansal Gelişme
<b>FGB</b>	: Finansal Gelişmişlik Büyüme Oranı
<b>ENDEF</b>	: GSYH Deflatörü
<b>KBDGSYHB</b>	: Kişi Başına Düşen Gayri Safi Yurtiçi Hasılanın Büyüme Oranı
<b>GSYH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>YKB</b>	: Yurt İçi Kredilerin Büyüme Oranı
<b>GPGSYHB</b>	: Geniş Paranın Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya Oranın Büyümesi
<b>KUR</b>	: Döviz Kuru

## **ÖNSÖZ**

Tez çalışması boyu destek ve yardımlarını esirgemeyen öneri ve yapıcı eleştirileri ile yolumu aydınlatan tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Taner SEKMEN'e katkılarından dolayı teşekkür ederim. Tezin hazırlanmasında sağladığı katkılardan dolayı Prof. Fakhri Hasanov'a ve hayatımın her kısmında maddi ve manevi olarak yanımda olan rahmetli babam'a, annem'e, kız kardeşime ve beni destekleyen akrabalarımın teşekkürü bir borç bilirim.

**Farid ALASGARLI**



## GİRİŞ

İktisat biliminin ortaya çıkmasında temel düşünce olan hane halklarının ihtiyaçlarının giderilmesi ve ekonomik durumunun iyileştirilmesi gereksinimi zamanla daha büyük ölçek kazanarak makro düzeyde gerçekleştirilen ekonomik büyüme aracılığıyla piyasa aktörlerinin tümü için iktisadi refah düzeyini sağlamayı kendine amaç edinmiştir. Kıt kaynaklarla sonsuz ihtiyaçları karşılamayı amaçlayan iktisat bilimi bunun gerçekleşebilmesi için sürdürülebilir büyümenin sağlanmasının şart olduğunu savunmaktadır. Büyüme kavramının ekonomik düşüncenin merkezinde yer alması bu kavrama hizmet edecek düşünce ve politikaların da önemini artırmaktadır.

Ekonomik büyümenin sağlanması yollarından biri de tasarrufların yatırımlara dönüştürülerek ekonominin işleyişinin iyileştirilmesidir. Tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi ekonomik yapının gelişimi için önemli olan üretimi desteklediği için ekonomik büyümenin desteklenmesi için gerekli bir unsurdur. Tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesinin gerçekleşmesi yolunda öncelikli olarak bu dönüşümü temin eden finansal sistemin gelişiminin ve derinleşmesinin sağlanması şartı durmaktadır. Ekonomik sistemin kalbi konumunda olan finansal sistem kavramının bu kadar önemli olmasının nedeni özellikle son yirmi yılda ekonomik yapının tümüyle finansal sistemin işleyişine bağlı olmasından kaynaklanabilir. Buradan hareketle ekonomik büyümenin sağlanması ve ülke ekonomilerinin küresel ekonomik yapıya uyum sağlayabilmesi adına finansal sistem kavramının incelenerek finansal sistemin gelişimine ve derinleşmesine hizmet edecek politikaların uygulanması önem arz etmektedir.

1940'lı ve 1950'li yıllarda Keynesyen politikaların etkinlik kazanmasıyla finansal sistemde yürütülen politikaların da Keynesyen görüşe uygun şekilde yapılandırılmasına dikkat edilmiştir. Keynesyen düşüncenin faiz oranlarına tavan konması, zorunlu karşılıkların artırılması, yönlendirilmiş kredilerin artırılması gibi uygulamaları çeşitli ekonomik çevreler tarafından tepki toplayarak baskıcı politikalar olarak adlandırılmış ve finansal sisteminin gelişimini engellediği düşüncesi tartışılmaya başlanmıştır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) bu politikaların finansal sistemin temel işlevi olan tasarruf ve yatırımları azaltarak büyümeyi engelleyeceğini savunmuş ve bu politikalara karşı finansal liberalizasyon politikalarını önermişlerdir.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973) finansal baskı politikalarını eleştirirken finans piyasasında toplanan fonların kamu kesimine yönlendirilmesinin özel sektöre

aktarılan fonları daralttığını ve finansal derinleşmeyi engellediğini savunmaktadırlar. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) faiz oranlarının devlet tarafından değil serbest piyasalarda düzenlenmesi gerektiğini ve faiz tasarruf ilişkisinin pozitif olduğuna dikkat çekmektedirler. Finansal serbestleşme olarak adlandırılan bu düşünceler faiz oranlarının serbestleştirilmesiyle birlikte zorunlu karşılıkların azaltılması, devletin finansal piyasalar ve kurumlar üzerindeki kontrolünün azaltılması, finansal piyasalara yabancı sermayenin giriş çıkışının serbestleştirilmesi gibi birtakım öneriler sunmaktadır. Finansal serbestleşme politikalarının faiz tasarruf ve yatırım ilişkisini olumlu yönde etkileyerek büyümeyi destekleyeceği ileri sürülmüştür. McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'un finansal liberalizasyon politikaları finansal sistemin gelişimini ve derinleşmesini sağlamak isteyen birçok gelişmekte olan ülkede uygulama alanı bulmuştur.

1980'li yıllardan sonra finansal liberalizasyon politikalarının gelişmekte olan ülke ekonomilerinde geniş uygulama alanı bulması yeni politika demetlerinin ve yeni finansal düzenlemelerin de önünü açmıştır. Bu uygulamaların piyasalarda olumlu etkiler bırakmasına rağmen gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapıyı iyi analiz ederek makroekonomik temele dayandırılmadan yaptıkları finansal liberalizasyon düzenlemeleri çeşitli krizlere ve finansal derinleşmenin duraklamasına neden olmuştur. Bu durum literatürde finansal liberalizasyon politikalarına çeşitli eleştiriler getirilmesine de önyak olmuştur. Finansal liberalizasyon politikalarını eleştiren yapısalcılar, enformel piyasaların, ücretlerin dışsal olarak belirlenmesinin, tasarrufların karların fonksiyonu olması gibi gerçeklerin finansal liberalizasyon politikalarında doğru değerlendirmeyerek bu politikaların başarılı olma ihtimalini düşürdüğünü savunmuşlardır. Neo-Keynesyen yaklaşıma göre ise finansal liberalizasyon politikaları ekonomik daralmaya sebep olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin temele dayandırmadan uyguladığı finansal liberalizasyon politikalarının neden olduğu krizler finansal derinleşme düzeyinin artırılması için spesifik çalışmalar yapılması gerektiğini ortaya koymuştur. Ekonomik yapı ve finansal piyasa işleyişindeki farklılıklar finansal gelişme politikalarının verimli olmasını şartlandıran önemli etkenler olarak kalmaktadır.

Finansal gelişme fenomeni tasarrufların ve yatırımların efektif şekilde yönlendirilmesi, finansal araçlar, ürün ve hizmetlerin çeşitlendirilerek maliyetlerin düşürülmesi aracılığıyla finansal piyasaların gelişimi ve ülke ekonomisine aktarılan

fon miktarının artırılması yoluyla ekonomik büyümenin desteklenmesi açısından oldukça büyük önem taşıması dolayısıyla ampirik çalışmalarda kendine oldukça büyük yer edinmiştir. Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (DB) gibi uluslararası ekonomik kurumlar tarafından ülkelerin ekonomik ve finansal durumlarına ilişkin hazırlanan çalışmalar ve raporlar ve bu kurumların alt kurumlarında görev alan çeşitli akademisyenler ve bilim adamları tarafından ülkelerin finansal sistemine ilişkin çalışmalar ekonomik sistemin işleyişi açısından finansal sistemin gelişiminin ne kadar önemli olduğunu vurgulamakta ve finansal sistemin gelişiminde sorunlar yaşayan ülkeler için bu çalışmalar yol gösterici olabilmektedir.

Literatürde finansal gelişmenin ekonomik büyüme ve enflasyona olan etkileri çeşitli ülkeler ele alınarak incelenmiştir. Araştırmaların birçoğunda finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılsa da ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşan çalışmalar da azımsanmayacak kadar çoktur. Sonuçların farklı olması ülkelerin ekonomik gelişmişlik seviyelerinin farklı olması, incelenen dönemin özellikleri, seçilen değişkenlerin açıklayıcı olmaması gibi nedenlerden kaynaklanmaktadır.

Bu çalışmada 20 Asya ülkesine ait 1998-2018 dönemi yıllık panel veriler aracılığıyla finansal gelişmenin ekonomik büyüme ve enflasyon üzerindeki etkileri panel VAR modeli kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada finansal gelişme göstergeleri olarak geniş paranın GSYH'ya oranının büyüme oranı, yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı ve finansal gelişme endeksinin büyüme oranı ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı, enflasyon göstergesi olarak da GSYH deflatörü değişkenleri kullanılmıştır. Veriler Dünya Bankası Veri Tabanı (DBVT) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) veri tabanından elde edilmiştir. Analizin ön testi olarak serilerin yatay kesit bağımlılıkları kontrol edilmiş ve bu sonuçlara uygun olarak ikinci nesil panel birim kök testleri uygulanmıştır. Uygun gecikme uzunluğu tespit edildikten ve panel VAR modeli kurulduktan sonra modelin istikrarlılığı ve güvenilirliği test edilmiştir. Panel Granger nedensellik testi ve etki-tepki fonksiyonu aracılığıyla değişkenler arasındaki ilişki ve bu ilişkinin yönü belirlenmiştir.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde finansal sistem kavramı, işleyişi, finansal piyasa kavramı, finansal piyasaların yapısı ve türleri, finansal derinleşme tanımı ve göstergeleri ele alınmıştır. İkinci bölümde finansal gelişmeyi

konu alan teorik çerçeve incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise finansal gelişme ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar üzerine literatür taraması yapılarak kullanılan değişkenler, değişkenlere ait veriler, kaynak ve seçilen modellerin tanıtılmasının yanı sıra bu tezde kullanılan model, yöntem ve ekonometrik analiz sonuçları bu bölümde değerlendirilmektedir. Son olarak ise bulgulara dair elde edilen sonuç kısmı yer almaktadır.



# 1. BÖLÜM

## FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL PİYASALAR

### 1.1. FİNANSAL SİSTEM KAVRAMI

Finansal sistem fonların fon fazlası olan tasarruf sahiplerinin fon açığı olan yatırımcı ve tüketicilere devredilmesini sağlayarak fon alışverişinin gerçekleşmesine imkan tanıyan, bu alışverişlerin belirli finansal aracı kurumlar ve finansal araçlar vasıtasıyla belirli hukuksal düzenlemeler çerçevesinde gerçekleştiği iktisadi yapıdır (Rioja ve Valev, 2004:127). Bu yapı tanımdan da anlaşılacağı gibi başta fon arz edenler ve fon talep edenler olmakla finansal kurum ve araçlar yardımıyla çeşitli düzenlemelerle yürütülen bir sistemdir. Tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesinde etkin rol oynayan finansal sistem, gelirlerinin tamamını tüketmek yerine bir kısmını tasarrufa ayırarak kar elde etmek isteyen tasarruf sahiplerinin ve daha fazla fona ihtiyaç duyan yatırımcı ve tüketicilerin ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlamaktadır. Finansal sistemin temel işleyişlerinden olan bu mekanizma tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesine yardımcı olmaktadır. Yatırım ve tasarruf kararlarının farklı kurumlar tarafından verildiği ekonomik sistemlerde tasarrufların yatırımlara, yatırımların çeşitli harcamalara ve gelir elde edenlerin bunları tasarruflara transfer etmelerini sağlayan bu döngünün işleyişinin istikrarlılığının korunabilmesi için finansal sistem hayati önem taşımaktadır. Ekonomik yapıda fon arz eden ve fon talep edenler dört gruba ayrılmaktadır. Bunlar firmalar, hane halkları, devlet ve küresel ekonomik aktör olan yabancılardır. Finansal sistem piyasanın etkin aktörleri arasında fon döngüsünü sağlayarak ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır.

Finans sisteminde piyasalar banka temelli ve piyasa temelli olmakla ikiye ayrılmaktadır. Banka temelli piyasalar para piyasasının etkin rol aldığı piyasalar olmakla birlikte dolaylı finansman piyasası olarak tanımlanmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının etkin olduğu piyasalar ise piyasa temelli olarak adlandırılarak direk finansman piyasası olarak tanımlanmaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2010: 218). Finansal derinleşmenin düşük düzeylerde olduğu ekonomilerde banka temelli piyasalara rağbet daha fazla görülmektedir. Piyasa temelli sistemlerde fon arz eden ve talep edenler arasındaki fon transferinin doğrudan gerçekleşmesi mümkünken, banka temelli piyasalarda fon arz eden ve talep edenler arasında finansal aracılar da yer almaktadır. Banka temelli piyasalar ve piyasa temelli piyasalar vade bakımından da

ayrılmaktadır. Banka temelli piyasalar kısa vadeli işlemlerin gerçekleşmesine olanak tanırken piyasa temelli sistemler uzun vadeli işlemlerin gerçekleştiği piyasalardır.

Finansal sistemin asıl işleyiş gerekliliği olan fon arz eden ve talep edenler arasında değişim sağlanmasından ibaret olmakla birlikte (Levine, 1997: 690-702);

- Finansal sistem finansal varlıklardan elde edilecek kazançlar, onların piyasa değerleri ve bunlarla ilişkili beklentilerle bağlı bilgi sağlanması ve bilgi dağıtılmasını kolaylaştırarak kaynaklara erişimi hızlandırmaktadır.
- Risk yönetiminin sağlanması ve riskin dağıtımını yapmaktadır. Finansal sistemin birimleri olan finansal kurum ve piyasalar finansal varlıkların değişimini kolaylaştırarak riski çeşitlendirmektedir.
- Finans sistemi bilgiye ulaşımı hızlandırarak asimetrik bilginin neden olduğu negatif etkileri ortadan kaldırmaktadır. Aynı zamanda sermayenin kurumsal kullanım kontrolünü kolaylaştırmaktadır.
- Finansal sistem piyasa dışına çıkararak kullanılmayan tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesini sağlayarak ve üretim teknolojisinin bir noktaya yöneltilmesine olanak tanımaktadır.
- Finansal sistem mal ve hizmet alışverişinde hukuki işlemleri kolaylaştırarak ticari işlem maliyetlerini düşürmektedir.

Finansal sistem doğrudan sermaye ile alakalı olduğu için finansal derinleşme düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde finansal sistem ekonominin makro ve mikro düzeyinde piyasaların en fazla ihtiyaç duyduğu fon transferini sağladığı için hayati önem taşımaktadır. Finansal sistemin piyasa aktörlerine sağladığı olanakların aktif kullanımı, ekonominin genel düzeyinde yaşanan darboğazlara karşılık verilmesi sırasında önemli bir role sahiptir. Atıl tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesi yolu ile yatırım düzeyinin artırılması ve ortalama yatırım verimliliğinin yükseltilmesi, finansal sistem gelişimini ekonomik büyümenin itici bir gücüne dönüştürmektedir.

## **1.2. FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

Finansal sistemin gelişimi üzerine ekonomik faktörlerin büyük ağırlığı olmasına karşılık sosyal, politik ve teknolojik faktörlerin de rolü büyük öneme sahiptir. Finansal sistemin gelişimi ile ekonomide finansal kurumların işleyişi ve sayısı artmakta, finansal araçlar piyasada daha etkin rol oynamakta, ürün çeşitliliği

sağlanmaktadır. Finans sisteminin gelişiminden uygun finansal yapının oluşturulması, öz sermayenin güvenliğini korumak, finans piyasası aktörleri için yeterli bir kar ve karlılığı sağlamak, finansal varlıkların likiditesini korumak gibi fonksiyonlar beklenmektedir.

Finansal sistemin gelişimini etkileyen ekonomik faktörler olarak ilk önce her sektörde olduğu gibi finans sektöründe de piyasa aktörlerinin öncelikli amacı kar maksimizasyonunu sağlamaktır. Bu maksimizasyonu sağlayabilmek için taleplerine yön veren piyasa aktörleri finansal sistemin gelişimini uyarmaktadır (Erim ve Türk, 2005: 22). Finansal sistemin gelişimi finansal araçların da artışına neden olmakta ve küreselleşen piyasalarda yabancı aktörlerin de rekabet ortamına dahil olmasıyla fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir. Bu durum finansal ürünlerin şeffaflaşmasına ve daha homojen hale gelmesine olanak tanımaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler finansal sistemin ekonomiye olan katkılarını artırabilmek için ekonomi politikalarını finansal sistemin gelişimini destekleyen nitelikte olmak üzere düzenlemektedirler. Bu düzenlemeler hukuki ve idari düzenlemeleri ardıyla getirerek finans piyasalarındaki rekabeti sağlamlaştırmaktadır.

Ekonomik yapıda gerçekleşen köklü değişiklikler finansal sistemin işleyişi üzerinde büyük etkilerle seyretmektedir. 1970'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme politikaları sonucu esnek kur rejiminin uygulanması döviz kurunda yükselmeye neden olmuştur. Bu yükselmenin negatif etkilerini azaltabilmek için çeşitli finansal ürünlere talep artmıştır. Finansal serbestleşme politikaları finansal sistemin işleyişine yeni soluk getirdiği için hukuki ve idari düzendeki değişikliklerin yan etkilerinden korunabilmek adına da gerçekleştirilen faaliyetler finansal ürün çeşitliliği için motivasyon kaynağı oluşturmuştur (UNCTAD, 1998 aktaran Kregel 2008: 12). 2008 yılında bankacılık sektöründe baş veren krizin ekonomiye etkileri ise ekonominin çeşitli piyasalarında olduğu gibi finans piyasalarının da daralmasına ve finans kanallarının işlevselliğinin azalmasına neden olmuştur.

Finans sisteminin gelişimi adına teknolojinin sunduğu hizmetlerin büyük önemi vardır. Fintech olarak adlandırılan finansal teknoloji, finansal hizmetleri geliştirmek ve çeşitlendirmek, hizmetlere ulaşım maliyetlerini düşürmek, finansal bilgileri depolamak, iletmek ve güvenilirliğini yükseltmek için teknolojinin finans sistemine sunduğu hizmetlerdendir (King ve Levine, 1993: 718). Finansal teknoloji geleneksel yöntemlerin aksine işlem süreleri ve işlem maliyetleri göz önünde

bulundurulduğunda piyasa aktörleri için çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Fintech'in piyasa aktörlerine sağladığı imkanları pratiklik, fiyat avantajı, daha fazla hizmet seçeneği, kişiselleştirilmiş deneyim olarak gruplandırabiliriz. Teknolojinin aktif kullanımı asimetrik bilginin neden olduğu karar gecikmeleri ve yanlış kararların kabul edilmesi nedeniyle maliye kayıplarının önüne geçilmesine olanak tanımaktadır.

Finans sisteminin gelişimine etki eden sosyolojik faktörler olarak insanların tüketim ve tasarruf alışkanlıklarındaki değişiklikler, ekonomik ve politik yapıda süregelen değişikliklerin fon arz eden ve talep edenlerin beklentileri üzerindeki etkileri belirtilebilir. Ekonomik yapının küreselleşmesi tüketim alışkanlıklarını etkilemekte ve bu durum yeni yatırım fırsatlarının da yaranmasına neden olmaktadır.

Politik yapının her bir finans sistemi üzerinde farklı etkileri olduğu için finansal sistemin gelişimini etkileyen politik faktörler de çok birimlidir. Ekonominin işleyişinin ve finans piyasasının gelişiminin desteklenmesi için başta demokratikleşme düzeyi olmakla, kısa vadeli ve taraflı kararların engellenmesi, politika yapıcılarının ekonomi üzerindeki etkilerinin sınırlandırılması, finansal yapının desteklenmesini sağlayan çeşitli reform ve kararlar yoluyla hukuksal ve idari kararların kabul edilmesi gerekmektedir (Loayza, Ouazad ve Ranciere, 2017: 296). Reel ve finansal piyasaların sürdürülebilir gelişimini devam ettirebilmesi için politik istikrarın ve hukuk sistemindeki şeffaflığın büyük önemi vardır.

### **1.3. FİNANSAL SİSTEMİN FONKSİYONLARI**

Finansal sistemin gelişimi ekonomik yapıdaki işlem ve enformasyon maliyetlerinde ciddi azalmayı sağlamaktadır. Daha büyük finansal piyasalar piyasa aktörlerinin çeşitli risklerden korunmasında aktif rol oynamakta, finansal ürün ve hizmetlerin değişimini hızlandırmakta ve kolaylaştırmakta, yatırım miktarlarını ve ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Finansal piyasaların bunları yaparken üstlendiği çeşitli temel fonksiyonlar bulunmaktadır (Afşar, 2007: 190).

- İlk olarak finansal sistem tasarrufların hareketlilik kazanmasını desteklemektedir. Fon talep edenlerin piyasa dışı borçlanmaya gitme arzusu, bireysel tasarrufların yetersiz fon arz etmeleri, fon arz etmedeki isteksizlikleri ve yüksek faiz oranları gibi sorunlar nedeniyle oldukça zahmetli ve maliyetli karar olarak kabul görmektedir. Oysaki, finansal piyasalar çeşitli finansal kurum ve birimlerin tasarruflarını tek

küme halinde toplayarak fon talep edenlerin fonlara ulaşımını hızlandırmakta ve ulaşım maliyetlerini düşürmektedir. Ayrıca finansal sistem değişime aracılık ederek risklerin dağıtılmasını sağlamakta, mülkiyeti tabana yaymakta ve ekonomik kaynakların birimler ve sektörler arasında transferini temin ederek ekonomik büyümeyi desteklemektedir.

- Finans sisteminin gelişimi yatırım tercihlerini artırarak ortalama yatırım etkinliğini yükseltmektedir. Ekonominin çeşitli alanlarına yayılan yatırımlarının artması ekonomik büyümeyi de artırmaktadır. Ekonomik büyüme gelir artımı ile seyrederek tasarrufların genel düzeyini desteklemektedir. Bu durum finans sisteminde yeni fırsatlar yaratarak finansal gelişme sürecini desteklemektedir. Finans sistemi kendi içinde bir döngü sistemi kurarak kendini geliştirmektedir. Finans sistemi ülke kaynaklarının etkin kullanımını teşvik ederek ekonomik büyümeyi ciddi şekilde etkilemektedir.
- Ekonomik yapı dahilinde yüksek getiri beklentisine sahip birçok yatırım uzun dönemli sermaye taahhütleri gerektirmektedir. Bu da finansal sistemin bir diğer fonksiyonu olan likidite yaratma fonksiyonunu ortaya çıkarmaktadır. Bazı yatırımcılar yatırım kararları gereği en hızlı şekilde tasarruflara ulaşmak ihtiyacı içerisinde olabilirler. Finansal sistem çeşitli birim ve kurumların tasarruflarını bir noktada toplama potansiyeline sahip olduğu için fonları kısa ve uzun dönemli projelere tahsis edebilmektedirler. Finansal sistem ihtiyaç dahilinde fon talep edenlere yüksek nakit temin edebilmekte ve bireylerin küçük tasarruflarını büyük getiri imkanlarına sahip yatırımlara yönlendirerek paranın para yaratması mekanizmasını desteklemektedir.
- Finansal sistemin önemli aktörlerinden bir diğeri de kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar uzmanlaşmış finansal kurumlar olarak hane halkları ve bireysel tasarrufların yatırımlarını toplayarak uygun risk oranı, gelir maksimizasyonu ve vade uyumu fonksiyonları ile finansal sistem içerisinde kabul görmektedirler (Alkan, 2015: 18).

Kurumsal yatırımcılar tasarrufların yüksek getirili projelere yöneltilmesinde bireysel yatırımcılardan daha etkin durumdadırlar. Bilgiye erişimde daha teçhizatlı olan kurumsal yatırımcılar bilgiye erişim maliyetini karşılamada ve bu bilgilerin analiz edilmesinde bireysel yatırımcılara oranla çok daha etkindirler.

- Finansal sistemin önemli bileşenlerinden biri de sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasaları doğrudan finansman kanalı olarak adlandırıldığı için fon arz edenlerin tasarruflarının fon talep edenlere etkili ve kısa sürede yöneltilmesinde sermaye piyasası oldukça etkindir. Sermaye piyasası tasarrufları farklı yatırımları yönelterek riskin dağılımını da gerçekleştirmektedir. Tasarrufların farklı yatırımları yöneltilmesi bireysel tasarruf sahiplerinin bilgi kirliliğine maruz kalma durumunu da kontrol altına almaktadır. Sermaye piyasaları, likidite yaratılması, riskin çeşitlendirilmesi, yatırımlar ve fon talep edenlerle bağlı bilgilerin ulaşılabilirliği, işletme denetimi fonksiyonlarıyla ekonomik büyümenin ve finansal gelişmenin desteklenmesine katkı sağlamaktadır.

Gelişmiş finans sisteminin ekonomi için temin ettiği hizmet ve katkılar ise aşağıdaki şekilde sunulabilir (Erdem, 2016: 35).

- Finansal sistemin icra ettiği en önemli fonksiyonlardan biri de finansal aracılık fonksiyonudur.
- Ekonominin çeşitli birimlerinin fon temininin kolaylaştırılması için gerekli olan likiditenin sağlanmasına katkıda bulunur.
- Riskin tabana yayılmasında etkin rol oynayarak yatırımların efektif kullanılmasına ve riskin dağıtılmasına katkıda bulunur.
- Finans piyasasının aktörleri için bilgi erişimini kolaylaştırır, bilginin toplanması, işlenmesi ve dağıtılması fonksiyonlarını icra eder.
- Ekonomik istikrarın sağlanmasına katkıda bulunur ve bunu gerçekleştirecek araçlar üretilmesine gerekli olan kaynakları temin eder.

### 1.3.1. Finansal Sistemin Aracılık Fonksiyonu

İktisadi birimlerin doğası gereği tasarruf yapanlar bu tasarrufları yatırımlara dönüştürmek istedikleri zaman yatırımların getirisinin maksimum olmasını istemektedirler. Finansal sistemde bireysel olarak faaliyette bulunan tasarrufçular riskin değerlendirilmesi ve karlılığın ölçülmesi için gerekli olan bilgi birikiminden ve bilgiye ulaşımın verimliliğinden yoksundurlar (Levine, 1997: 695). Bu şartlar altında finansal sistemin aracılık fonksiyonunu üstlenen kurumların işlevselliği ön plana çıkmaktadır. Bu bağlamda ticari bankalar, yatırım bankaları, kalkınma bankaları, menkul kıymetler borsası, risk sermayesi yatırım ortakları finansal sistemin aracı kurumları olarak bilinmektedirler.

Finansal aracılardan bilgiye erişim hızı ve maliyetinin birimlere kıyasla daha az olması sayesinde yüksek riskli ama yüksek getiriye sahip yatırım projelerini daha etkili şekilde yönlendirerek tasarrufları çok daha etkili bir biçimde kullanabilmek mümkündür (Şıklar, Çakmak ve Yavuz, 2000: 35). Tasarrufların etkili bir biçimde yatırımlara yönlendirilmesi devri olarak tasarruflar ve yatırımları artırıcı etki sağlayarak ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkilere neden olacaktır.

Literatürde genellikle finansal aracılardan bahsedilirken bunlar 3 grupta ele alınmaktadır. Bunlar;

1. Mevduat toplayanlar,
2. Sözleşmeli tasarruf kurumları,
3. Benzer menkul değerlerden portföy oluşturanlardır.

Birinci grupta yer alan mevduat toplayarak fon kaynağı yaratan finansal araçlara ticari bankaları, tasarruf ve kredi birliklerini, tasarruf ve yardımlaşma bankalarını ve kredi birliklerini örnek olarak göstermek mümkündür. İkinci grupta yer alan sözleşmeli tasarruf kurumları uzun vadeli sözleşmeler yoluyla fon toplayarak bu fonları sermaye piyasasına yönlendirmektedirler. Sözleşmeli tasarruf kurumlarına hayat sigortası ve diğer sigorta kurumlarını örnek göstermek mümkündür. Üçüncü grupta yer alan birbirine benzeyen menkul değerlerden portföy oluşturanlar ise, finansman şirketleri, yatırım şirketleri, sermayeleri değişen yatırım şirketleri, sermayeleri sabit yatırım şirketleri, yatırım bankaları, para piyasası ortak fonları olarak belirtilebilir.

Finansal aracilar finans sistemi dahilinde tasarruf yapanlara ve yatirimcılara birtakim hizmetler sunmaktadır. İlk olarak müşterilerinin hesabına ve kendi hesaplarına varlıkların değişimini sağlamaktadırlar. Müşteri talebine uygun olan finansal varlıklara erişim sağlayarak onları düzenlerken finansal varlıkların finans piyasasında bulunan diğer katılımcılara varlıkların satışını ve pazarlamasını yapmaktadırlar. Finansal aracilar finans piyasasında yatırım faaliyetleri içerisinde bulunmak isteyenlere profesyonel portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı hizmetleri de sağlamaktadırlar.

Finansal araciların ekonomik birimlere oranla bazı fırsatlara sahip olmalarının yanı sıra faaliyetleri zamanla bazı risklerle karşılaşma olasılıkları da mevcuttur. Bu risklerle örnek olarak kredi riski, faiz oranı riski, likidite riski, yabancı döviz riski, politik istikrar riski örnek gösterilebilir (Ertürk, 2010: 62). Kredi riski ticari bankalardan alınan kredilerin geri ödenmesinde yaşanabilecek riskleri temsil etmektedir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerde bu durumla daha sık karşılaşmaktadır. Finansal aracilar finansal varlıklara yatırım yaptıkları zaman kredi riskiyle karşılaşabilirler. Faiz oranı riski ise menkul kıymetin fiyatında, finansal varlıkların değerinde veya piyasada hüküm süren faiz oranlarının değişiminin ortaya çıkaracağı sorunları göstermektedir. Faiz oranlarının değerindeki ani düşüşler finansal araciların gelir kaybetmesine neden olabilir. Likidite riski ise finansal kurumların finansal faaliyetlerini nakit vasıtasıyla yapma gereksinimi duydukları zaman finansman sağlamak olanaklarının yetersiz olma durumunu ifade etmektedir. Bu durum spot piyasalarda finansal işlemlerde bulunan aracı kurumların daha çok karşılaştığı bir durumdur. Yabancı döviz riski ise döviz kurlarında süregelen değişimlerden dolayı finansal kurumların gelirlerinde azalmaların olmasını ifade etmektedir. Özellikle mal ve hizmetlerin değerinin gelecekte ödenmesi söz konusu olduğu zaman yabancı döviz riskinin olasılığı artmaktadır. Politik risk ise hükümetin ekonomi alanında aldığı kararlardan dolayı finans piyasasında gerçekleşen dalgalanmaları ve hükümet değişiklikleri zamanı ortaya çıkan finansal kurumların değerindeki dalgalanmaları ifade etmektedir. Bu risklerin göz önünde bulundurularak analiz edilmesi gelir azalışlarının önüne geçmede etkili olmaktadır.

Finansal aracılık finansal sistemin en etkili konumu durumunda olduğu için finansal araciların faaliyetinin verimliliği arttıkça finansal derinleşme ve finansal gelişmiş düzeyi de artmaktadır. Bu durum ekonomik büyüme üzerinde de pozitif

etkiler yaratarak ekonomik büyümeyi tetiklemektedir. Finansal aracilar vasitasıyla tasarruflar daha etkili bir biçimde değerlendirilerek getiri oranı yüksek olan yatırımların fon ihtiyacı karşılanmakta, bu durum sermayenin payının artmasında da etkili olmaktadır.

### **1.3.2. Finansal İşlemlerde Minimum Maliyet**

Fon arz edenlerin finans piyasasında gerçekleştirdikleri işlemlerde karşılaştıkları sorunlardan bir diğeri de harcanan zaman ve paranın yatırımların getirisini azaltmasıdır. Başka bir deyişle bilgi kirliliği nedeniyle yatırımların değerlendirilmesinin uzun zaman alması, yüksek komisyon, sözleşme ücretleri gibi harcamalar maliyetleri artırarak karı azaltmaktadır. Bu noktada sorunun çözümü için finansal aracilar devreye girmektedir. Finansal aracilar bilgi kirliliğinin aradan kaldırılmasında, işlem maliyetlerinin minimuma indirilmesinde borç verebilir fonlara sahip tasarruf sahiplerinin yardımına koşmaktadır. Bireylerin aksine finansal araciların menkul, hisse alım satımlarında aktif temsil edilmelerinden yaranan tecrübesi uzmanlaşmalarına ve tasarruf edenlere işlem maliyetlerinin azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Finansal aracilar ölçek ekonomileri avantajlarından yararlanarak işlem ölçekleri büyüdükçe her bir işlem maliyetlerinin azaltılmasını başararak maliyetleri önemli ölçüde azaltmaktadır.

Finansal araciların işlemleri düşük maliyetle gerçekleştirebilmesi, müşterilerine, tüketiciler ve borç alanlar için işlemleri gerçekleştirmeyi kolaylaştıran likidite hizmeti sunmasına olanak tanımaktadır (Frame ve White, 2004: 118). Bankaların mevduat sahiplerine çek hesapları sağlayarak onların ödemelerini kolaylaştırmaları bu duruma örnek olarak gösterilebilir.

### **1.3.3. Risk Paylaşımı**

Finansal kurumların işlemleri düşük maliyetle gerçekleştirmesinin sağladığı bir diğeri avantaj da yatırımcıların varlıklardan elde edecekleri gelirlere ilişkin belirsizliğin yani riskin azaltılmasıdır. Finansal aracilar riskin azaltılmasını risk paylaşımı adı verilen bir süreç aracılığıyla gerçekleştirmektedirler. Finansal aracilar fon arz edenlerin uygun gördükleri risk düzeylerine sahip varlıklar yaratarak satarlar ve elde ettikleri gelirleri daha riskli ama yüksek getirili başka varlıkları satın almak için kullanırlar (Erdem, 2016: 45). İşlem maliyetlerinin düşük olması finansal aracilar için riski düşük maliyetle paylaşma imkanı verir ve aldıkları riskli varlıklardan

sağlayacakları getiriler ile sattıkları varlıklar için ödeyecekleri giderler arasındaki marjdan bir kazanç elde etmelerine olanak tanır. Risk paylaşımında gerçekleşen bu süreç varlık dönüşümü olarak da isimlendirilmektedir. Çünkü bu süreç bir anlamda yatırımcılar için riskli varlıkları daha güvenli varlıklara dönüştürmektedir.

Finansal araçlar aynı zamanda birimlere çeşitlendirme konusunda da yardımcı olarak onların karşılaştıkları risk miktarını azaltarak riskin paylaşımını gerçekleştirmektedirler. Çeşitlendirme varlıkları her zaman birlikte hareket etmeyen varlık koleksiyonuna yönlendirmeyi içermektedir. Bu toplam riskin tekil varlığın riskinden daha düşük olduğu anlamına da gelmektedir (Merton ve Bodie, 1995: 14). Düşük işlem maliyetleri finansal araçların bir varlık sepetini yeni bir varlık çeşidine birleştirerek bireylere satılmasına olanak tanımaktadır. Bu durum risk paylaşımının gerçekleşmesine olanak tanımaktadır.

#### **1.4. FİNANSAL SİSTEMİN ORTAYA ÇIKARDIĞI SORUNLAR**

Ekonomik büyümenin sürdürülebilir olması için ekonominin bütün alanlarında istikrarlı bir düzenin hüküm sürmesi gereklidir. İnsan faktörünün dahil olduğu her bir alanda sorunlarla karşılaşılması mümkündür. Finans sisteminde insan faktörüne bağlı olarak karşılaşılan istikrar bozulmaları da ekonomik büyümenin aksamasını neden olmaktadır. Finans sisteminde ortaya çıkan sorunlar asimetrik bilgi sorunu ve kredi sınırlandırmasının neden olduğu sorunlar olarak gruplanmıştır.

##### **1.4.1. Asimetrik Bilgi: Ters seçim ve Ahlaki Tehlike**

Finansal piyasalarda işlemlerin maliyetli olması finansal araçların ve dolaylı finansmanın neden bu kadar önemli olduğunu kısmen de olsa açıklamaktadır. Bir diğer neden de fon arz edenlerin yatırım kararları aldıkları zaman diğer taraf hakkında yeterli bilgiye erişememeleridir. Bu eşitsizlik durumu literatürde asimetrik bilgi olarak bilinmektedir (Çetinkaya, 2012: 47). Bir tarafın diğerine kıyasla daha fazla bilgiye sahip olduğu durumda finansal etkinliğin sağlanması güçleşmektedir. Finansal etkinliğin sürdürülebilir olması için bilgiye erişim herkes için denetimli ve şeffaf olmalıdır. Finansal sistemde bilgi eksikliği işlem öncesi ve işleme başladıktan sonra olmak üzere iki şekilde sorun yaratmaktadır. Bu sorunlar ters seçim ve ahlaki tehlike (risk) olarak da adlandırılmaktadırlar.

Ters seçim (adverse selection) sorunu asimetrik bilginin işlemler gerçekleşmeden önce neden olduğu sorunlardır. Finansal piyasalardaki ters seçim

istenmeyen bir sonuca sebep olmaya meyilli kredi riskleri, potansiyel borç alıcılarının sürekli olarak borç araması ve büyük olasılıkla bu kişilerin seçilmesi durumunda meydana gelir. Ters seçim, borçların kötü kredi riski olanlara verilmesi olasılığını artırdığından, borç verenler, piyasada iyi kredi riskleri olmasına rağmen hiç borç vermemeye karar verebilirler. Borç verenlerin borç isteyenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması fonların geri dönmeme riski yüksek yatırımlara akışına neden olmaktadır. Bu durum fonlarını geri alamayan tasarruf edenlerin finansal piyasalara fon arz etmek isteklerinden taşınmalarına neden olabilir.

Ahlaki tehlike (moral hazard) ise, asimetric bilginin işlemlerin gerçekleşmesinden sonra neden olduğu sorunlardır. Finansal piyasalardaki ahlaki tehlike fon arz edenlerin gözünden bakıldığında borç alanın istenmeyen davranışlarda bulunma riskidir. Bu istem dışı hareketler borcun geri ödenmesinde güçlükler yaratan hareketlerdir (Mishkin, 2011: 37). Ters seçim işlem başlamadan önce bilgi kirliliği nedeniyle istenmeyen projelere yatırımlar yapılması iken Ahlaki tehlike borç alanın borcu aldıktan sonra fonları yüksek riskli ve muhtemelen getiri getirmeyecek projelere yönelterek geri ödeme olasılığının azalması problemidir. Bu durum tasarruf sahiplerinin fon arz etmek istememelerine neden olabilmektedir.

Ters seçim ve ahlaki riskin neden olduğu problemler finansal piyasaların işleyişinin istikrarı bakımından ciddi engeller yaratmaktadır. Bu problemlerin aradan kaldırılması ise yine finansal aracılardan üzerine düşmektedir (Erdoğan, 2008: 2). Ekonomide finansal aracılardan olması küçük tasarrufların tasarrufları güvenilir bir aracıya teslim ederek ellerindeki fonları finansal piyasalara güvenilir bir biçimde sunmalarına imkan tanımaktadır. Aracılar bu fonları doğrudan borç vererek ya da hisse senedi veya tahvil gibi menkul kıymetler satın almak yoluyla kullanmaktadırlar. Başarılı finansal aracılardan küçük tasarruflara oranla daha yüksek yatırım kazançlarına sahiptirler. Bunun nedeni finansal aracılardan uzmanlaşma derecelerine bağlı olarak kötü riskleri iyilerinden ayırtmada bireylerden daha donanımlı olmaları ve böylece ters seçimden kaynaklanan sorunların en aza indirgenebilmesidir. Finansal aracılardan daha yüksek kazançlara sahip olmasının bir diğer nedeni de borç alanları takip etmekte bireylere oranla profesyonel olmaları nedeniyle ahlaki riskin yaratabileceği sorunların önüne geçebilmeleridir.

### **1.4.2. Kredi Tayınması**

Finansal kurumların asimetrik bilginin neden olduğu ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin önüne geçebilmesi için kullandığı yöntemlerden biri de kredi tayınmasıdır. Bu durum fon talep edenlerin mevcut faiz oranından veya daha yüksek faiz oranından ödeme yapmaya razı olsa bile kredi talebinin reddedilmesi durumudur (Fidan, 2011: 46). Kredi tayınmasının iki formatı mevcuttur. Birincisinin fon talep edenin daha yüksek faiz ödemeye razı olmasına bakmayarak herhangi bir tutar göz önünde bulundurulmadan kredi talebinin reddedilmesidir. İkinci durum ise kredi verenin fon talep edenin isteğinden daha az bir miktara kredi vermek istemesi durumudur.

Kredi verenlerinin yüksek faiz oranlarından fon talep edenlere kredi vermemesinin nedeni ters seçim sorunundan kaynaklanmaktadır. Yüksek faiz ödemeye razı olan borç isteyenler genellikle en riskli projelere sahip olanlardır. Eğer borç almak isteyen kredi alabilir ve riskli yatırımı gerçekleştirerek başarılı olabilirse zengin olacaktır. Kredi verenlerse böyle bir durumda kredi vermek istemeyecektir. Olası sonuç bu yatırımın başarısızlıkla sonuçlanacağı ve kredinin geri ödenmesinde sorunlar yaşanacağı yönündedir. Yüksek faizlerin uygulanması sadece olarak kredi veren için daha kötü sonuçlara neden olacaktır. Kredi verenler geri ödememe riski büyük olan projeler için fon sağlamak yerine kredi sınırlandırması yapmayı tercih etmektedirler.

Kredi verenler tarafından uygulanan ikinci tür kredi tayınması ahlaki riske karşı önlem almak amacıyla kullanılmaktadır. Kredi verenler fon talep edenlere kredi vermektedirler ancak verdikleri kredi fon talep edenlerin istedikleri miktarda büyük değildir. Bu kredi tayınmasının amacı kredi miktarı ne kadar büyük olursa ahlaki riskten sağlanacak yararında o kadar büyük olacağı için gereklidir. Kredi miktarının küçük olması durumunda borç alanların kredilerini geri ödeme olasılıkları daha yüksek olacağı için finansal kurumlar fon talep edenlerin istediklerinden daha az kredi vererek kredi tayınması yapmaktadırlar.

### **1.5. FİNANSAL PİYASA KAVRAMI**

Finansal piyasalar çeşitli finansal araç ve kurumlar vasıtasıyla tasarruf fazlası olan ve bu tasarrufları yatırımlara dönüştürmek isteyen insanlarla artı değer yaratma imkanını elinde bulunduran fon talep edenler arasında köprü kurarak ekonomik

kalkınmaya fayda sağlamaktadır (Mishkin, 2011: 28). Finansal piyasaların varlığı, elinde tasarruf fazlası bulundurarak kar elde etmek isteyen insanların tasarruflarını en etkili biçimde değerlendirmelerini, fona ihtiyaç duyan insanlarınsa ihtiyaç duydukları fonlara ulaşarak yatırımları daha etkili kazanç projelerine dönüştürmelerini hızlı ve uygun bir maliyetle temin etmektedir. İyi işleyen finansal piyasalar yatırım ihtiyacı ve tüketim gereksinimi doğrultusunda fon talep edenlerin zaman ve maliyet açısından kar etmelerini sağlayarak birimlerin refahını doğrudan artırmaktadır. Finansal piyasalar yalnızca üretim amacı güderek fon sağlamamaktadır. Tüketim amaçlı fona ihtiyaç duyan insanların uygun faizlerle tüketim harcamalarını karşılayabilmelerinde de finansal piyasalar büyük rol edinmektedirler. Finansal piyasalar ekonomide biriken tasarruf fazlası fonları uygun biçimde ekonomik birimler arasında paylaştırarak ekonomik kalkınmayı ve piyasa dengesini temin etmektedir.

### **1.5.1. Finansal Piyasaların Yapısı**

Finansal piyasalar birimlerin fon arz etme ve talep etme şekillerine bağlı olarak çeşitli kategorilerde ayrılabilir. Piyasaların örgütlenme biçimi, finansal varlığın niteliği, finansal varlığın süresi, finansal varlığın ilk kez alınıp satılması gibi kriterler finansal piyasaların sınıflandırılmasında etken olmaktadır (Tiryaki, 2012: 35). Finansal piyasalar varlığın ilk kez alınıp alınmadığına göre birincil ve ikincil piyasalar, peşin ve vadeli olarak alınıp satılmasına göre spot veya vadeli piyasalar, fon arz ve taleplerinin vadelerine göre ise para ve sermaye piyasaları olarak sınıflandırılmaktadır. Para piyasasındaki kâğıt varlıklar uzun vadeli kağıtlardan daha fazla işlem gördüğü için genellikle para piyasası kâğıt varlıkları sermaye piyasasına oranla daha likit olmaktadır. Para piyasasının tercih edilmesinin bir nedeni de şirketler ve bankaların kısa süreliğine ellerinde atıl kalan fon fazlalarından faiz geliri elde edebilmek için para piyasalarına aktif şekilde yönelmeleridir.

#### **1.5.1.1. Para Piyasaları ve Sermaye Piyasaları**

Finansal piyasaları ayırmanın bir yolu da para ve sermaye piyasaları olarak sınıflandırmaktır. Piyasalarda borç varlıkların ticareti 1 yıldan kısa ve genellikle 1 yıldan uzun olmak üzere yapılmaktadır. Borç varlıklarının ticaretinin süresi 1 yıldan kısa olduğu durumda bu varlıkların ticareti para piyasalarında gerçekleşmektedir. Sermaye piyasası ise borç varlıklarının ve hisse senedi varlıklarının daha uzun (1 yıl veya daha uzun) süreli olmakla ticaretinin yapıldığı piyasalardır (Morgül, 2013: 6).

Para piyasalarında fon arz edenlerin ve fon talep edenlerin işlem gerçekleştirmeleri doğrudan olduğu gibi dolaylı yoldan da gerçekleşebilmektedir. Bu durumda para piyasasında işlem yapan birimleri finansal aracılar yani bankalar ve finansal kurumlarla bireysel tasarruf ve yatırımcılar veya çeşitli kurumlar temsil etmektedir. Finansal piyasalarda işlemleri düzenleyen faktör faiz hadleridir. Faiz oranlarının seviyesi birimlerin tasarruf ve yatırım kararlarına doğrudan etki etmektedir.

Para piyasasının stratejilerinin temel amaçlarından birisi enflasyon oranları üzerinde kontrolü sağlayarak enflasyonu istenen seviyede tutmaktır. Enflasyonun istenen seviyelerde seyretmesi fiyat istikrarının da sağlanmasına neden olmaktadır (Erdoğan, 2005: 51).

Hisse senedi ve uzun vadeli tahviller gibi menkul kıymetler ise sermaye piyasasında işlem görmektedir. Sermaye piyasası para piyasasına oranla daha organize, daha az belirsizliğe sahip olan piyasadır. Sermaye piyasasının aktörleri arasında finansal aracı kurumlar, bireyler ve şirketlerle birlikte Hazine ve Merkez bankası da bir yıldan uzun tahviller vasıtasıyla bu piyasada temsil edilmektedir. Sermaye piyasalarındaki varlıklar uzun vadeli olmalarından dolayı para piyasasına oranla daha fazla fiyat değişkenliğine sahiptir. Bu durum sermaye piyasasını para piyasasından daha fazla risk içeren hale getirmektedir. Para piyasasına oranla sermaye piyasalarında varlıkların uzun vadeli işlem görmeleri varlıkların likiditesinin de düşük olmasına neden olmaktadır.

#### **1.5.1.2. Birincil Piyasalar ve İkincil Piyasalar**

Çeşitli kurumlar ve devlet gibi fon talep edenler tarafından tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin ilk defa ihraç edildiği ve ilk alıcılarına satıldığı piyasalar birincil piyasalar olarak adlandırılmaktadır (Yay, 2012: 21). Menkul kıymetlerin birincil piyasalardaki ticareti hakkında bireylerin çok fazla bilgiye sahip olmamaları birincil piyasalarda bireylerin çok nadir temsil olunmalarına neden olmaktadır. Menkul kıymetlerin birincil piyasalarda ticaretine finansal aracılık yapan esas kurumlardan biri yatırım bankalarıdır. Yatırım bankaları menkul kıymetlerin satışından kar elde edilmesi için ticaretini üstlenerek bu varlıkları bireylere satarlar.

Birincil piyasalarda fon talep edenlerin menkul kıymetlerini satışa sunarken genellikle özel plasman veya kamu ihaleleri aracılığıyla bunu gerçekleştirdikleri

görünmektedir. Devlet ve çeşitli kurumların birincil piyasalarda gerçekleştirdikleri menkul kıymetlerin satışı sermaye artışına neden olduğu bütün fon talep edenler açısından önemli hale gelmektedir. Fona olan ihtiyaçlarının süre durumuna bağlı olarak fon talep edenler, menkul kıymetlerini özel plasmanlar aracılığıyla doğrudan ve hızlı şekilde satarak hızlı sermaye girişleri sağlayabilmektedirler. Menkul kıymetlerin ilk defa satışının yapılmasının bir diğer yolu da kamu ihaleleri aracılığıyla varlıkların kendi değerine yakın veya değerinin üstünde satışını gerçekleştirmektir.

Piyasada daha önce dahil edilmiş menkul kıymetlerin tekrar ticaretinin yapıldığı piyasalar ikincil piyasalar olarak bilinmektedir. Tahvil piyasaları, vadeli işlem piyasaları ve döviz piyasaları ikincil piyasalara örnek olarak gösterilebilir (Parasız, 2009: 79).

Menkul kıymetin ticaretine aracılık yapan brokerlar ve aracılar istikrarlı faaliyet gösteren ikincil piyasalar için büyük önem taşımaktadır. Brokerlar menkul kıymetlerin alıcı ve satıcılarını buluşturarak yatırımcıların temsilciliğini yapmaktadırlar. Aracıların faaliyeti ise menkul kıymetleri belirlenmiş bir fiyattan ticaretini gerçekleştirebilmek için taraflara yardım etmektedirler.

İkincil piyasalar finans sisteminde iki önemli işlevi gerçekleştirirler. İlk olarak ikincil piyasalar menkul kıymetlerin kolay ve hızlı bir biçimde ticaretini gerçekleştirerek finansal araçların daha likit hale gelmesini temin ederler. Finansal araçların likiditesinin artması onun cazipliğini de artırdığı için onu ihraç eden kurum tarafından birincil piyasada finansal araçların ticaretini daha kolay hale getirmektedir. İkincil piyasaların ikinci önemli işlevi ise menkul kıymetlerin satış fiyatının belirlenmesidir. İlk defa olarak menkul kıymetleri alacak olan yatırımcılar, birincil piyasalarda bu menkul kıymetleri ihraç edenlere menkul kıymetin ikincil piyasada oluşturacağı satış fiyatından daha fazlasını ödemeyi reddedecektir. İkincil piyasalarda menkul kıymetin işlem fiyatı ne kadar yüksek olursa menkul kıymeti ihraç edenler için birincil piyasa satış değeri ve dolayısıyla sermaye girişi de bir o kadar yüksek olacaktır. İkincil piyasalarda oluşan piyasa dengesi ve piyasa durumu birincil piyasalarda menkul kıymet ihraç edenler için oldukça önemlidir.

### **1.5.1.3. Organize Piyasalar ve Tezgâh üstü Piyasalar**

Fon ihraç edenlerin menkul kıymetlerin tekrar ticaretini yapmak için kullandıkları ikincil piyasalar iki formda organize edilebilmektedir. İlk yöntem

menkul kıymetleri ihraç edenlerin ve menkul kıymetleri satın almak isteyenlerin ticaret yapmak üzere merkezi bir yerde toplandığı organize piyasalar, başka bir deyişle borsalardır (Erdem, 2016: 41). Organize piyasalara New York ve Amerika hisse senedi borsaları, Borsa İstanbul bu piyasalara örnek olarak gösterilebilir.

Organize piyasalar merkezi kurumlar olarak işlem yapma şartlarını belirlerler ve bu şartları sağlamayan ve şartlara uymayan kullanıcılar borsalarda işlem yapamazlar. Organize piyasaların temel özellikleri piyasaları işleten esas kurumlar olmasıdır.

İkincil piyasaları oluşturmanın bir diğer yöntemi de merkezi piyasalara gerek duymadan elinde ihraç edilmeye hazır menkul kıymet bulunduran işlemcilerin kendilerine gelen ve satış fiyatını ödemeye razı olan kişilerle ticaret yaptıkları tezgâh üstü piyasalardır. Tezgâh üstü piyasalarda ticaret yapan taraflar sürekli olarak birbirileri ile irtibat halinde oldukları ve fiyatların genel düzeyinden malumatlı oldukları için bu piyasalarda sürekli olarak rekabet durumu söz konusudur. Bu durum tezgâh üstü piyasaların organize piyasalardan pek farklarının olmamasına neden olmaktadır.

Büyük firmaların sahip oldukları hisse senetlerinin büyük bir kısmının işlem gördükleri yer organize piyasalar olmakla birlikte, tezgâh üstü piyasalarda da önemli ölçüde hisse senedi alım satımları gerçekleşmektedir. Tezgâh üstü piyasalarda doğrudan alım satım gerçekleştiği için işlem maliyetleri oldukça düşüktür (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009: 26). Buna karşılık olarak ters seçim ve ahlaki riskin neden olacağı tehlikeleri analiz etmek birimlerin üzerine düştüğü için tezgâh üstü piyasalarda risk oldukça yüksektir.

#### **1.5.1.4. Borç Piyasası ve Ortaklık Piyasası**

Bireylerin veya kurumların piyasalardan fon sağlayabilmesinin iki formatı vardır. Birinci ve en yaygın kullanılan yöntem tahvil veya mortgage gibi borçlanma araçları kullanarak fon elde edebilmektir ki, bu araçlar borçlanan tarafın bu araçları ellerinde bulunduranlara düzenli olarak ödeme yapmasını temin eden sözleşmelerdir (Aydın, 2016: 55). Bu ödemeler esas borç ve faiz olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır ve borcun biteceği güne kadar düzenli olarak ödenmelidir. Borçlanma aracının geçerlilik süresinin sona ereceği güne kadar olan süre borçlanma aracının vadesini belirlemektedir. Borçlanma araçlarının vadesi kısa, orta ve uzun olmakla üç

yere ayrılmaktadır. Borçlanma aracının geçerlilik süresi 1 yıldan kısa ise kısa vadeli, 1 yıl ile 10 yıl arasında ise orta vadeli, 10 yıldan uzun ise uzun vadeli araçlardır.

Fon sağlayabilmenin ikinci yolu ise kurumun varlıklarını ve net kazancını bölüştürmeyi şartlandıran piyasaya hisse senedi sunmaktır. Firma ve şirketlerin piyasaya çıkardığı hisse senetlerine sahip olanların net kazançları ve varlıkları piyasaya sürülen senetlerin oranları ile belirlenmektedir (Aydın, 2016: 56). Bir şirketin piyasaya sürdüğü hisse senetlerinin %10'na sahip olmak o şirketin net kazancının ve varlıklarının da %10'na sahip olmak demektir. Başka bir deyişle bu durum şirkete ortak olmak demektir. Piyasaya hisse senedi süren şirket hisselerine sahip olanlara düzenli olarak ödemeler yapılmalıdır. Tahvillerde olduğu gibi geçerlilik süresi olmadığı için hisse senetleri uzun süreli menkul kıymetler olarak kabul edilir. Hisse senedine sahip olmak şirketin bir kısmına sahip olmak anlamı taşıdığından hisse senedi ona sahip olanlara şirket kararlarında oy kullanma ve yöneticileri seçme hakkı da kazandırmaktadır.

Birey, kurum ve firmaların borç senedi yerine hisse senedine sahip olmalarının çeşitli avantaj ve dezavantajları vardır. İlk önce şirket ilk önce ödemeyi yaparken hissedarlar yerine borç senetlerine sahip insanlara ödeme yaparlar. Yani, hissedarlar en son alacaklılar konumundadır. Hisse senedine sahip olmak şirketin bir kısmına ortak olmak anlamına geldiğinden hissedarlar şirketin karlarındaki ve varlıkların değer artımlarından doğrudan olarak faydalanma hakkına sahiptir. Borçlanma senedine sahip insanların ise aldıkları ödemeler sabittir ve bu imkanlardan yararlanma şansları yoktur.

#### **1.5.1.5. Spot Piyasalar ve Vadeli Piyasalar**

Spot piyasalar para, mal ve menkul kıymet işlemlerinin anında veya en geç iki gün içerisinde gerçekleştiği piyasalardır. Spot piyasaların işleme prensibi bir mal veya menkul kıymetin alışverişinin işlem tarihinde belirlenen fiyattan alınıp satılması üzerine kuruludur (Günel, 2006: 21). Anında ödeme veya fiziki teslimat spot piyasanın özelliğidir. Tezgâh üstü piyasalarda da ticaret anında gerçekleştiği için bu piyasalar da spot piyasalara dahildir.

Vadeli piyasalar önceden belirlenmiş fiyattan ileriki tarihte alım satım yapılmasına olanak tanıyan piyasa türüdür. Vadeli piyasalar organize piyasalardır. Vadeli piyasalarda sözleşmeler standarttır ve girişimciler enflasyon, ekonomik

istikrarsızlık ve politik etkilerden korunmak için işlemlerini vadeli piyasalarda gerçekleştirmeyi tercih etmektedirler.

Vadeli piyasalarda işlem yapmanın yatırımcılar için fiyat hareketliliğinden korunma, ekonomik dengesizliğin etkilerinden sigortalanma, risklerden korunma, düşük maliyetli sözleşme işlemleri ve menkul kıymet, mal gibi alınıp satılan ürünlerin fiyatına spekülasyon yapma şansı avantajları olmasına karşılık kaldıraç oranı kullanımı nedeniyle teminat tutarından daha fazlasını kaybetme, piyasada meydana gelebilecek iyi fiyat hareketliliğinden mahrum olma, marj nedeniyle kazanç yerine kayıpla yüzleşme gibi dezavantajlarla da karşılaşabilirler.

ABD’de NYMEX, Chicago Borsası, Avrupa’da EURONEX, İngiltere’de LIFFE Borsası, Türkiye’de ise Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası vadeli işlem piyasalarına örnek olarak gösterilebilir.

### **1.5.2. Finansal Piyasa Araçları**

Finansal piyasalarda fon arz edenler ve fon talep edenler arasında gerçekleşen fon transferlerinin yürütüldüğü ve parasal karşılığı olan belgeler finansal piyasa araçları olarak adlandırılmaktadır. Finansal piyasa araçları fon arz edenlerin ihraç ettikleri fonlar karşılığında fon talep edenlerden aldığı belgelerdir (Karan, 2013: 3). Finansal araçların finans piyasasında üstlendiği görevler fon transferini sağlamak ve ortaya çıkan riskleri taraflar arasında paylaşmak olarak sıralanabilir.

Finansal piyasa araçları vadesinin 1 yıldan kısa olması, alım satım işleminin daha hızlı gerçekleşmesi, işlem maliyetlerinin düşük olması, bilgiye ulaşımın daha kolay olması ile likiditenin yüksek olması gibi nedenlerle para piyasası araçları ve vadesinin 1 yıldan uzun olması, işlem hacimlerinin düşük olması, riskin yüksek olması gibi nedenlerle de sermaye piyasası araçları olarak ikiye ayrılmaktadırlar (Günel, 2006: 24). Para piyasası araçları olarak hazine bonosu, mevduat sertifikaları, finansman bonoları örnek gösterilebilir. Sermaye piyasası araçları ise borç senetleri ve pay senetlerini kapsamaktadır.

Finansal araçların dikkate alınması gereken önemli özelliklerinden birisi de onlara sahip olanların piyasa koşulları dahilinde kar etmek imkanının olmasıyla beraber zarara uğramak ihtimalinin de mümkün olmasıdır. Döviz kurunda meydana gelen değişiklikler, enflasyon oranlarındaki artış, faiz oranlarının istenmeyen şekilde

değişimi, kar oranlarındaki değişiklikler gibi çeşitli nedenler finansal piyasa araçlarına sahip olanlarının zarar etmesine neden olabilir.

## **1.6. FİNANSAL DERİNLEŞME GENEL ÇERÇEVESİ**

Finansal derinleşme piyasada kullanılabilir fonların artması, finansal piyasa aktörlerinin piyasada yaptığı işlemlerde finansal araçlara yönelmesi, piyasada faaliyet gösteren aracı kurumların sayındaki artış olarak ifade edilmektedir. Toplumun tümü üzerinde finansal araçların kullanımının ne kadar yaygın hale gelmesi de bu kavramı ifade edebilmek için kullanılabilir (Yetiz ve Şimşek, 2017: 2). Finansal derinleşmenin ölçülmesi için kullanılan en önemli gösterge M2/GSYH olmakla birlikte finansal derinleşme miktar göstergeleri, yapısal göstergeler, finansal fiyat ölçümü, ürün çeşitliliği, değişim maliyeti ölçütleri de finansal derinleşmenin ölçülmesi için kullanılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal derinleşme ölçütü düşük düzeydedir. İktisadi bilginin üstünlüğü, finansal araçların çeşitliliği, finansal kurumların sayı ve aktif kullanımı bakımından gelişmiş ülkeler finansal derinleşmenin yüksek olduğu ülkelerdir. Bu durum finans sisteminin ve finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki bariz etkisi olduğunu da göstermektedir (Öçal ve Çolak, 1999: 271). Ekonomide atıl halde bulunan tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesindeki en etkili araç finansal sistemin üstlendiği rolden ibarettir.

Finansal derinleşmenin sürdürülebilir olması için ekonomik yapıyı etkileyen politikaların finansal sistemi de kapsayarak uygulanması gerekmektedir. Ekonomik reformlar ve ülkede uygulanan politikalar finansal sistemin işleyişine ve finansal derinleşmenin boyutuna önemli ölçüde etki etmektedir. Uygulanan yanlış politikalar ekonomik dalgalanmalara ve finansal sistemin işleyişinde bozulmalara neden olabilir.

### **1.6.1. Finansal Derinleşmenin Tanımı**

Finansal derinleşme kavramı finans sektöründe yaratılan fonların reel sektöre aktarım oranını göstermektedir. Finans sistemi araçlarının kullanım oranı finansal sistemin derinleşme oranını göstermektedir. Bu araçların ulaşılabilirliği, piyasada yaygın olan araçların kullanım rahatlığı, piyasada aktif rol üstlenen finansal aracılardan sunduğu hizmetlerin çeşitliliği gibi göstergeler doğrudan olarak ülke ekonomisindeki finansal derinliği ifade etmektedir (Oruç ve Turgut, 2014: 110).

Finansal derinleşmenin ölçülmesinde en yaygın olarak kullanılan değişken finansal varlıkların gelire oranını da ifade eden M2/GSYH para arzı değişkenidir. Ekonomide belirli bir dönemde piyasalarda olan para stokuna para arzı denmektedir. Para arzının ölçülmesi genellikle dar para arzı ve geniş para arzı olmakla iki grupta ölçülmektedir. Para arzı emisyon hacminden yani dolaşımda olan banknotlara ve madeni para ek olarak diğer finansal araçların eklenmesiyle ölçülmektedir.

Dar para arzı adından da belli olduğu gibi en dar anlamda para arzının ölçülmesidir. M0 ve M1 para arzları bu kavrama dahildir. M0 ölçülmesi merkez bankası tarafından dolaşıma çıkarılmış banknotlara yani emisyon hacmine dolaşımda bulunan madeni paraları ekleyerek bankaların kasalarında bulunan nakit paraların bu toplamdan düşülmesiyle bulunmaktadır. M0'ı formüle etmek gerekirse,  $M0 = (\text{Emisyon Hacmi} + \text{Madeni Paralar}) - \text{bankalarda bulunan nakit para}$  şeklinde ifade edilebilir.

Dar para arzına ait olan diğer bir değişken M1 değişkenidir. M1 para arzı M0 para arzına oranla daha geniş kapsamlı olsa da genel anlamda finansal derinliğin ölçülmesi için kısıtlı kalmaktadır. M1 para arzının ölçülmesi M0 para arzına bankalarda var olan vadesiz mevduatların eklenmesi yolu ile ölçülmektedir.

Geniş para arzı olarak ifade edilen M2 ve M3 para arzları ekonomide belirli bir dönemde var olan para stoklarının M0 ve M1'e oranla daha geniş anlamda ifadesidir. M2 para arzı finansal derinleşmenin ölçülmesinde en geniş şekilde kullanılan para arzıdır (Lynch, 1996: 7). M2, M1 para arzına bankalarda bulunan vadeli mevduatların eklenmesi yoluyla bulunmaktadır. Yani, M2 para arzı belirli bir dönemde ülke ekonomisindeki piyasalarda var olan emisyon hacmi, madeni paralar, bankalarda bulunan vadeli ve vadesiz mevduatın toplamı şeklinde ifade edilmektedir.

En geniş para arzını ifade edebilmek için M3 değişkeni kullanılmaktadır. M3 para arzı M2 para arzına repo, para piyasası fonları ve ihraç edilen menkul kıymetler eklenerek bulunmaktadır.  $M3 \text{ para arzı} = M2 + \text{Repo} + \text{Para piyasası fonları} + \text{İhraç edilen menkul kıymetler}$  şeklinde formüle edilmektedir.

Finansal derinleşme için kurumsal çeşitlilik oldukça önemlidir. Finansal piyasalarda temsil olunan finansal kurumların sunduğu hizmetlerin finans sisteminde arz ve talepte bulunanlar için uygun ve ulaşılabilir olması, maliyetlerin düşük ve verimliliğin de maliyetlerle karşılaştırıldığı zaman çok daha uygun olması tasarrufların

yatırımlara dönüştürülme oranlarındaki artımın gerçekleşmesinde önemli rol oynamaktadır (Safdar, 2014: 369). Bu durum, finansal derinleşme kavramının bir anlamda da tasarrufların etkili bir biçimde yatırımlara dönüştürülmesini ifade ettiğini ortaya koymaktadır. Finansal kurumların hizmet çeşitliliği yaratarak daha fazla müşteriye hitap edebilmesi finans sektörü için kullanılmayan halde kalan daha çok tasarrufun yatırımlara dönüştürülmesi anlamına gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde temel finansal aracı fonksiyonunu bankalar icra etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin gelişebilmesi adına bankalar büyük rol üstlenmektedir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyinin artmasıyla temel finansal kurum olma niteliği para piyasası kurumlarından sermaye piyasası kurumlarına doğru değişim göstermektedir.

Finansal derinleşmenin ekonomiye sağladığı katlılardan bir diğeri de belirli bir ölçüğe ulaştıktan sonra piyasada bilgi toplamayı kolaylaştırarak maliyetlerin düşmesine neden olmaktadır. Bu durum finansal sistem araçlarının daha fazla rağbet görebilmesi son noktada ekonomik büyümenin desteklenmesine neden olmaktadır (Mohan, 2006: 4). Finansal derinleşme finansman ihtiyacı olan insanlara ihtiyaç duydukları fonları hızlı ve düşük maliyetli şekilde ulaştırarak ekonominin üretkenliğine de katkıda bulunmaktadır. Finansal derinleşmenin sağladığı kredi genişlemesi sayesinde ekonomideki üretimin artması yabancı yatırımcıların ekonomiye ilgisini artırmakta ve ekonomide temsil olunan doğrudan yabancı yatırımların payı da artmaktadır. Finansal araçların gelirleri ele alındığı zaman finans sistemine duyulan rağbetin artması aracı kurumların gelirlerinde artışa, bilgi toplama ve maliyetlerin azalması aracı kurumların marjlarında belirli yükselişe neden olmaktadır. Serbest piyasa ekonomisinin en etkin şekilde işleyebilmesi için finansal sistemin fon sağlama imkanının yüksek olması oldukça önemlidir. İyi işleyen finansal sistem gelir eşitsizliğinin giderilmesinde ve üretkenliğin teşvik edilmesiyle finansmanın tabana yayılmasında oldukça etkili bir rol üstlenmektedir.

Finansal derinleşmenin kontrolsüz boyutlara ulaşması ekonomik yapı için ters etkilere neden olarak büyüme üzerinde negatif etkilere yol açabilir. Derinleşmenin aşırı boyutlara ulaşmasının en belirgin yan etkilerinden birisi bankalar ve kredi kurumlarının sayısının ve rekabet oranlarının çok fazla artması nedeniyle aracı kurumların faaliyetlerinde istikrarsızlıklar yaranmasına neden olabilir (Shah ve Bhutta, 2014: 118). Mali kırılganlıkların yaşanması gereksiz risklerin üstlenmesi ile bankacılık sektöründe krizlerin yaşanmasına neden olabilmektedir. Mali krizlerin

yaşanması finansal sisteme olan ilginin azalmasına ve krizlerin daha uzun sürmesiyle sonuçlanabilir. Bu durum ekonomik yapıda istikrarsızlıkların meydana gelmesine, faizlerin yükselmesine ve sonuçta ekonomik büyümenin yavaşlayarak finansal derinleşmenin azalmasıyla son bulabilir. Bu gibi çeşitli nedenler merkez bankasının faiz oranları üzerindeki kontrolünün önemini vurgulamaktadır. Ekonomik politikaların sürekli olarak finansal sistemi desteklemesi ve negatif durumlara karşı gerekli önlemlerin sağlanması ekonomik büyümenin sürdürülebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Özetle finansal derinleşmenin sağlanması finansal kurumların verimliliğini artırarak ekonomik büyüme teşvik etmektedir. Yatırımların tabana yayılmasıyla ekonomik yapıda artan üretkenlik gelir dağılımı üzerinde de pozitif etkiler yaratarak gelir eşitsizliği sorununun iyileştirilmesine hizmet edebilir.

### **1.6.2. Finansal Derinleşmenin Göstergeleri**

Finansal derinleşmenin ekonomi üzerinde önemli etkisinin olması finansal derinleşmenin ölçümünde kullanılan değişkenlerin de seçilmesini de önemli hale getirmektedir. Finansal derinleşmeyi karakterize edebilecek göstergeler finans sistemini etkileyen politikaların hazırlanmasında etkili rol oynamaktadır. Finansal sistemde kullanılan araç çeşitliliğinden hareketle finansal sistem göstergeleri miktar göstergeleri, yapısal göstergeler, finansal fiyat ölçümü, finansal ürün çeşitliliği ve finansal değişim maliyeti olarak değerlendirilmektedir.

#### **1.6.2.1. Miktar Göstergeleri**

Miktar göstergeleri çeşitli finansal araçlardan türetilmiş değişkenler oldukları için belirlenebilmesi için zamana ihtiyaç vardır. Miktar göstergelerini incelerken üç başlık altında incelemek mümkündür. Bunlar parasal büyüklükler, kredilere ilişkin büyüklükler ve sermaye piyasası göstergeleridir. Finansal derinleşme ölçülmesi güç olan bir değişken olduğu için miktar göstergeleri geleneksel değişkenler olarak ampirik çalışmaların büyük çoğunluğunda finansal derinleşme ölçütleri olarak kullanılmaktadırlar (Ağır, 2009: 94).

##### **1.6.2.1.1. Parasal Büyüklükler**

Finansal derinleşmenin ölçülmesi için kullanılan en yaygın değişkenlerden birisini parasal göstergeler oluşturmaktadır. Parasal göstergelerin ampirik çalışmalarda bu kadar yaygın kullanılmasının nedeni hane halklarının davranışları ve

finansal sistemin yapısı hakkında taşıdığı bilgilerden dolayıdır (Meçik ve Karabacak, 2011: 9). Dar anlamlı para arzı (M0, M1) ve geniş anlamlı para arzı (M2, M3) değişkenlerinin GSYH'ye oranı olarak türetilen değişkenler (M0/GSYH, M1/GSYH, M2/GSYH, M3/GSYH) parasal büyüklükleri oluşturan göstergelerdir. M0 para arzı en dar anlamlı para arzı göstergesi olduğu için finansal derinleşmenin ölçümünde ve ampirik çalışmalarda genellikle tercih edilmemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin durumu hakkında bilgi sağlayabilmesi açısından M0/GSYH değişkenine oranla M1/GSYH göstergesi daha fazla bilgi taşımaktadır. Finansal gelişmenin yaşandığı ülkede M1/GSYH değişkeninin değerinin düşmesi beklenmektedir. M1/GSYH değişkeni emisyon hacmi, dolaşımdaki madeni paralar ve bankalardaki vadesiz mevduatların GSYH'ye oranını gösterdiği için bu değer yüksek olması finansal gelişmişliğin düşük olmasını ifade etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde piyasa aktörlerinin finansal piyasa araçlarına yönelmesiyle M1/GSYH değişkeninin değerinin düşmesi finansal sistemin gelişimine işaret etmektedir.

Finans alanında yürütülen çalışmalarda finansal derinleşme düzeyinin ölçümünde en geniş kullanım alanı bulan değişken M2/GSYH değişkenidir. Bu gösterge ekonominin parasallaşmasının yani, ekonomik birimlerin krediye ulaşım kolaylığı derecesinin göstergesidir. M2/GSYH değişkeni M1+bankalardaki vadeli mevduatların GSYH'ye oranı olarak ölçüldüğü için bir anlamda da hane halklarının bankacılık sistemine olan ilgisini ve o ülkede bankacılık sisteminin kullanımını ifade etmektedir. Bu nedenle finansal derinleşmenin ölçülmesinde M2/GSYH değişkeni daha fazla kullanım alanı bulmaktadır ve bu değişkenin değerinin yüksek olması finansal piyasaların gelişmişliğinin göstergesidir.

En geniş para arzı olarak bilinen M3 para arzından türetilmiş M3/GSYH değişkeni bankalar tarafından ödünç verilebilir fonların miktarını göstermektedir (Erim ve Türk, 2005: 27). Finansal sistemde ödünç verilebilir fonların miktarının artması tasarrufların başarılı bir şekilde finansal sisteme yönlendirildiğini göstermektedir. M3/GSYH değişkeninin değerinin yüksek olması ekonomide fon talep edenlerin fonlara ulaşımının kolaylaşmasının göstergesidir. Finans alanında yapılan çalışmalar finansal gelişmenin yüksek olduğu durumlarda M3/GSYH göstergesinin değerinin arttığını göstermektedir. Dolayısıyla, M3/GSYH değişkeninin değerinin yüksek olması durumunda ekonomik büyümenin de artması ve finansal derinleşme düzeyinin de yüksek olması beklenmektedir.

### 1.6.2.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler

Belirli bir dönemde bir ülke ekonomisinde verilen kredilerin büyüklüğü finansal derinleşme düzeyi ile doğru orantılıdır. Finansal derinleşme düzeyinin artması piyasada faaliyetlerde bulunan piyasa aktörlerinin fonlara ulaşımının kolaylaşmasına neden olmaktadır. Finansal derinleşmenin ölçümünde kredilere ilişkin büyüklükleri tespit edebilmek için ampirik çalışmalarda bazı veriler kullanılmaktadır (Erim ve Türk, 2005, 23). Genel olarak kredilere ilişkin büyüklüklerin ölçülmesi için en çok tercih edilen değişkenler yurtiçi toplam kredi verisinden türetilmiş yurtiçi toplam kredi hacminin GSYH'ye oranı (YİKH/GSYH), özel sektöre verilen toplam kredi verisinden türetilmiş özel sektöre verilen toplam kredi hacminin GSYH'ye oranı (ÖSKH/GSYH) ve özel sektöre verilen kredilerin toplam kredi hacmine oranı (ÖSKH/YİKH) değişkenleridir.

Yurtiçi toplam kredi hacminin GSYH'ye oranı değişkenli seçilmiş yılda piyasada fon talep edenlerin ulaşabildikleri fonların miktarını göstermektedir. Ülke ekonomisinde tasarruflardan yatırımlara dönüştürülmüş fonların piyasada yeni imkanlar yaratarak ekonomik büyümeye katkı sağladığı gerçeği göz önünde bulundurularak yurtiçi toplam kredi hacminin GSYH'ye oranı değişkeninin değerindeki artış ekonomik büyümeye pozitif etki ettiği söylenebilir. Bu değişken dahilinde kamu kesiminin kullandığı kredileri ve merkez bankasının kullandığı kredileri de kendinde tuttuğundan finans sisteminin genel ekonomik yapı üzerindeki etkisini ölçmekte daha efektiftir.

Özel sektöre verilen toplam kredi hacminin GSYH'ye oranı değişkeni kamu kesiminin kullandığı krediler ile merkez bankasının kullandığı krediler hariç tutularak hesaplandığı için mevduat bankalarının özel sektörün kredi ihtiyacını nasıl karşılaması hakkında daha spesifik bilgiler taşımaktadır (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Feyen ve Levine, 2013: 11). Bu değişkenin değerindeki artış piyasadaki ödünç verilebilir fonların özel sektöre doğru genişlediğini ve yatırımlar için fona ihtiyaç duyanlara daha fazla kaynak sağlandığını gösterdiği için finansal derinleşmenin ölçülmesi için önemli bir değişken olarak ampirik çalışmalarda daha fazla kullanım alanı bulmaktadır. Bu değişkenin değerinin artması bankacılık sektörünün de gelişimini göstermektedir. Bu değişkenin değerinin artmasında ülkelerin gelir seviyesinin önemli role sahip olduğu ayrıca uzun dönem ele alındığı zaman bu değişkenin ekonomik büyüme ile güçlü bir ilişki içerisinde olduğu görülmektedir. Kredilerin tabana yayılması gelir dağılımını

olumlu yönde etkilediği için, özel sektöre verilen toplam kredi hacminin değerindeki artış yoksulluğun azaltılmasında önemli role sahiptir.

Özel sektöre verilen kredilerin toplam kredi hacmine oranı değişkeni finans sektörünün piyasa aktörlerine sağladığı kredilerin toplam verilen kredilerdeki payını göstermektedir. Bu değişkenin yıllar içerisindeki artışı ülkedeki finansal derinleşmenin genel durumunu ortaya çıkarmaktadır. Özel sektör kredilerinin payı arttıkça yatırımların miktarı da artmaktadır. Piyasada fon talep edenlerin ve fon arz edenlerin sayındaki artım finansal sisteme duyulan ilginin artmasının, finansal sistemin gelişiminin ve finansal derinleşme düzeyinin artmasının göstergesidir.

#### **1.6.2.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri**

Finansal sistemin gelişimiyle tasarruflarını etkili bir biçimde kullanmak isteyen tasarruf sahiplerinin bankalardan sonra yöneldikleri ikinci yer borsaları da içinde kapsayan sermaye piyasasıdır. Tasarruflarını etkili bir biçimde kullanarak kar elde etmek isteyen tasarruf sahiplerinin ve uygun fon arayışında olan yatırımcıların ticaret işlemlerini gerçekleştirdikleri finansal kurum olan borsalara hem ülke içinden hem de ülke dışından katılımlar gerçekleşmektedir (Arestis ve Demetriades, 1997: 786). Borsalar yabancı yatırımların ülke ekonomisine kazandırılması için en uygun araçlardan birisidir. Borsaların verimli faaliyetlerinin artışı, finansal derinleşme düzeyinin artışının asıl nedenlerindedir. Finansal derinleşmenin zayıf olduğu ülkelerde sermaye piyasaları gerekli itibarı elde edememektedir.

Finansal derinleşme düzeyinin belirlenmesinde kullanılan sermaye piyasası göstergelerinden en yaygın kullanılanı menkul kıymet reel hacmi ile borsa işlem hacminin GSYH'ye oranı olan borsa kapitalizasyonu oranıdır. Bu oranının değerindeki artış doğrudan piyasada işlem gören menkul kıymetlerin ve finansal araçların sayısının artması anlamına geldiğinden finansal derinleşmenin boyutlarını ölçmek için borsa kapitalizasyon oranı tercih edilmektedir (Kıran, 2010: 98). Sermaye piyasalarının gelişimi finansal gelişme süreci içerisinde ele alınmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişiminin sağlanması ise firmalara doğrudan krediye ulaşma kolaylığı sağlamaktadır. Sermaye piyasalarının önemli fonksiyonlarından bir diğeri de piyasada hüküm süren likidite riskinin azaltılmasıdır. Likiditenin yüksek olması borsaların gelişmişlik göstergesi olarak kullanılmaktadır. Ayrıca, piyasalarda likiditen yüksek olması işlem maliyetlerinin de düşürülmesinde etkin rol oynamaktadır.

Piyasaların gelişmişlik düzeyi ile ters orantılı olan değişkenler ise oynaklık ve yoğunlaşma göstergeleridir. Yoğunlaşma değişkeninin hesaplanması için piyasadaki en büyük 10 hisse senedinin değerinin piyasa değeri içindeki payı belirlenirken, oynaklık değişkeninin ölçülebilmesi için hisse senetlerinin getirilerinin yıl içerisindeki standart sapmalarının belirlenmesi yöntemi kullanılmaktadır (Erim ve Türk, 2005: 34).

Borsa kapitalizasyon oranının değerinin artması finansal gelişmişlik düzeyinin ölçütü olabilecek bir değişken olarak kabul görmektedir. Piyasa işlem hacminin GSYH'ye oranı değişkeni de borsa kapitalizasyon oranı gibi finansal gelişmişliğin belirlenmesi için kullanılan değişkenlerden olabilmektedir. Piyasada temsil edilen büyük şirketlerin borsaya katılım oranları da finansal gelişmişlik düzeyinin ölçülmesinde kullanılan değişkenlerden birisidir (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009: 12). Borsa kapitalizasyon oranı ne kadar yüksekse finansal derinleşme o kadar başarılı olmuş demektir. Finansal araçların hane halkları, şirketler ve diğer ekonomik birimler tarafından aktif kullanılabilir hale gelmesi finansal derinleşmenin hedeflediği gelişim yönlerinden birisidir.

#### **1.6.2.2. Yapısal Göstergeler**

Finansal derinleşmenin sağlanmasında çok önemli yere sahip olan göstergelerden bir diğeri de yapısal göstergelerdir. Yapısal göstergeleri en genel haliyle anlatmak gerekirse yapısal göstergeler geniş para arzı olan M2 para arzının dar para arzı olan M1 para arzına oranını ifade etmektedir. Finansal derinleşmenin ölçümü için kullanılan bu oran eldeki paranın nasıl değerlendirildiği hakkında bilgiler taşımaktadır. Bu oranın değerinde gerçekleşen artış finansal derinleşme düzeyinin arttığını göstermektedir. M2 para arzı vadeli mevduatların ilave edilmesiyle hesaplandığı için bu oranın artımı hane halklarının vadeli mevduatlara daha çok yönelimini ifade etmektedir (Meçik ve Karabacak, 2011: 9). Bu durum aynı zamanda vadeli mevduatların artışı ve finansal derinleşme arasında pozitif bir ilişki olduğunu da gözler önüne sermektedir.

M2/M1 oranında gerçekleşen artış tasarruf sahiplerinin ellerinde tuttıkları fonları işlem amaçlı olsa bile atıl halde bekletmeleri yerine vadeli mevduat olarak değerlendirerek fonları finansal sisteme kanalize etmeleri ekonomide daha çok fona ihtiyaç duyan yatırımcıların fonla temin edilmesine neden olacaktır. Bu durum finansal

sistemin amaçlarından biri olan tasarrufların tabana yayılmasını gerçekleştirerek finansal gelişmeye katkı sağlamaktadır.

### **1.6.2.3. Reel Faiz Hadleri**

Finansal derinleşmenin temel belirleyicilerinden biri de reel faiz hadleridir. Reel faiz hadleri belirli malları içerisinde bulunduran sepetin mal birimleri ile ifade edilen faiz oranı olmasından ötürü paranın değerinde meydana gelen değişimlerden bağımsızdır (Erim ve Türk, 2005: 26). Reel faiz oranları ile finansal derinleşme düzeyi arasındaki güçlü ilişkinin varlığı inkâr olunmaz bir gerçektir. Bu ilişki doğru orantılı olarak seyretmektedir ve reel faiz oranlarında gerçekleşen artışın finansal tasarrufları ve yatırımları besleyen fon kaynaklarını da artırdığı görüşü kabul edilmektedir.

Finans alanında yürütülen ampirik çalışmalarda reel faiz oranlarının aktif kullanımı reel faiz oranları ile finansal derinleşme ve gelişme arasında güçlü bir ilişkinin olduğu düşüncesinden kaynaklanmaktadır. Bu çalışmalara öncülük eden araştırmalar ise McKinnon (1973) ve Shaw'nun (1973) çalışmalarında ve McKinnon-Shaw hipotezinde reel faiz oranlarının uygun bir değişken olarak kullanılmasından kaynaklanan bir olgudur. Daha sonralar büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalarda elde edilen sonuçlar McKinnon-Shaw hipotezini destekler niteliktedir.

Finansal derinleşmenin gelişimi açısından reel faiz oranlarının pozitif değere sahip olması büyük öneme sahiptir. Az gelişmiş ülkelerin ekonomik yapılarında meydana gelen negatif faiz oranlarının tasarruflar üzerinde olumsuz etkilere sahip olduğu bilinmektedir. Buna karşılık olarak gelişmiş ve finansal derinleşme düzeyi belirli bir seviyenin üzerinde olan ülkelerde reel faiz oranlarındaki artış tasarrufları, fonları ve yatırımları artırmaktadır (Kar ve Ağır, 2005: 12). Reel faiz oranlarının ekonomik yapıda gerçekleşen hızlı fiyat artışlarından nasıl etkilendiği de önem taşımaktadır. Ekonomik yapıda gerçekleşen değişikliklere ve fiyat artışlarına reel faiz oranlarının hızlı uyum sağlayabilmesi için finansal sistemin işleyişinin güçlü olması gerekmektedir.

### **1.6.2.4. Finansal Ürün Çeşitliliği**

Finansal piyasaların gelişmişlik göstergelerinden bir diğeri de finansal ürün çeşitliliğidir. Finansal ürün çeşitliliği sermaye piyasalarında çeşitliliği artırarak piyasaya katılım oranlarını pozitif yönde etkileyerek piyasanın işlem hacmini

artırmaktadır. Bundan hareketle gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ekonomilerde finansal ürün çeşitliliğinin fazla olduğu söylenebilmektedir (Gündoğdu, 2012: 64). Finansal ürün çeşitliliğinin sağlanması tasarruf yapanlar için tasarruflarını değerlendirebilmek için birbirinden farklı yatırım enstrümanları sunarak piyasaya daha fazla tasarrufun kanalize edilmesine neden olmaktadır. Fon talep edenler içinse finansal çeşitliliğin sağlanması borç alma imkanlarında artışa neden olmaktadır. Finansal sistem üzerinde pozitif etkiyle seyreden finansal ürün çeşitliliği piyasada dolaşım hızının artmasını ve doğrudan finansal sistemin gelişimini desteklemektedir.

Piyasalarda finansal ürün çeşitliliğinin fazla olması finansal derinleşme düzeyinin geliştiğinin göstergesidir. Bu durum, finansal derinleşme düzeyinin zayıf olduğu ekonomilerde temel finansman araçlarının kullanılmasına, finansal derinleşmenin güçlü olduğu ekonomilerde ise swap, future, forward ve opsiyon gibi yapılandırılmış piyasa ürünlerinin kullanılmasına neden olmaktadır (Oksay, 2000: 19).

#### **1.6.2.5. Finansal Değişim Maliyeti**

Finansal sistemin fonksiyonlarından bir diğeri de finansal piyasa aktörleri arasında değişimin sağlanması ve değişim maliyetlerinin finansal piyasaların gelişimi ile azalmasıdır. Değişime aracılık sağlayan finansal kurumların başında bankalar yer almaktadır. Değişim maliyetlerinin yüksek olması fon arz edenlerin ve fon talep edenlerin tezgâh üstü piyasalara yönelmesine neden olmaktadır (Kar ve Ağır, 2005: 17). Bu nedenle bankaların finansal aracılık fonksiyonunu daha iyi bir şekilde yerine getirebilmesi için değişim maliyetlerinin yüksek olmaması gerekli bir unsurdur. Aracılık maliyetlerinin doğurduğu negatif etkilerden biri de bankaların rekabet kabiliyetini azaltarak bankacılık sisteminin etkin çalışmasına engel olmasıdır.

Aracılık maliyetlerinin değerlendirilmesinde faiz marjları etkin bir role sahiptir. Bankaların faiz marjları mevduatların sahipleri olan tasarruf yapanlara ödenen faiz giderleri ile fon talep edenlere yönlendirilen krediler için talep edilen faiz gelirleri arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Bu oran dahilinde tasarruf yapanlara ödenen faiz giderlerinin yüksek olması bankaların daha fazla fon çekmelerine, kredi talep edenlerden alınan faiz gelirlerinin düşük olması ise daha fazla fon talep edilmesine ve genel olarak tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesinin yüksek olmasına neden olmaktadır.

Finansal aracılık fonksiyonunun daha etkin halde yerine yetirilmesi için sürdürülebilir büyümenin ve istikrarlı ekonomik yapının sağlanması gereklidir. Bu koşulların sağlanması durumunda bankacılık sektörünün daha işlevsel hale gelerek reel sektöre daha fazla kaynak sağladığı gözlemlenmiştir (TBB, 2003). İstikrarlı bir şekilde gelişen finansal sistem yeni finansal araçların kullanıma sunulmasıyla değişim maliyetlerinin önemli ölçüde azaltılmasına ve ekonomide atıl kalan tasarrufların azaltılmasına olanak sağlamaktadır.



## 2. BÖLÜM

### TEORİK ÇERÇEVE

Bu bölümde finansal sistemin gelişimi ile başta ekonomik büyüme olmak üzere makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiye dair teorik çerçeveler ele alınacaktır.

#### 2.1. MCKINNON – SHAW YAKLAŞIMI

1960 ve 1970'li yıllarda finans sistem üzerindeki devlet müdahaleleri, faiz oranlarının belirlenmesi, yasal düzenlemeler getirilmesi, yüksek zorunlu karşılıkların uygulanması, krediye erişim oranları üzerindeki miktar kısıtlamaları gibi çeşitli uygulamalar özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaygın bir ekonomik politika demeti haline gelmişti. Bu uygulamaların düşük tasarruflara, düşük tasarrufların düşük yatırımlara ve krediye erişimin sınırlandırılmasına neden olduğunu düşünen yazarlar bu durumu finansal baskı olarak adlandırdılar ve bir panzehir olarak finans sistemi devlet müdahalesinin etkilerinden kurtaracak ve kredi miktarı ve erişim oranlarını belirlemesine olanak sağlayacak finansal liberalizasyon tezini ortaya attılar (Arestis ve Demetriades, 1999: 442).

McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından geliştirilen Finansal Baskı Kuramı hükümetlerin finansal sistemi oluşturan araçlara yön verdiğini, bunları yasal düzenlemeler ve politik yaptırımlar aracılığıyla gerçekleştirdiğini, finansal araç, ürün ve hizmet fiyatlarını kontrol etmeğe çalıştığını savunmaktadır. Hükümetlerin bu politika uygulamaları kamu kesimi açıklarının düşük maliyetle finanse edilmesi ve kaynak dağılımının yönünün belirlenmesine dayanmaktadır. Talebin kamu tarafından sağlanan finansal araçlara doğru kaymasını sağlamaya çalışmak ve kamu finansal araçlarının elde tutulması zorunlulukları finansal kuruluşların fonlarını özel sektöre yönlendirme imkanlarını kısıtlamaktadır. Bu durum finansal piyasaların serbest işleyişini engellemekte ve piyasaların ekonomide üstlendiği aracılık fonksiyonunun sağlamamasına engel olmaktadır (Fry, 1989: 14). Finansal baskı politikalarının başarı oranı, finans piyasasında toplanan fonların ne kadarının kamuya aktarılmasıyla ölçülmektedir. Finansal baskı politikalarının neden olduğu çıkmaz kamuya aktarılan fonların özel sektöre aktarılacak fonları daralttığından yatırımları azaltarak büyüme üzerinde negatif etkiler bırakmasından kaynaklanmaktadır (Denizer vd., 1999: 3).

McKinnon–Shaw modelindeki varsayımlar faiz ve tasarruflar arasında pozitif ilişki olduğunu kabul etmekte ve faiz kararlarının hükümetler tarafından merkeziyetçi

şekilde belirlenmesi yerine serbest piyasa koşulları altında belirlenmesi durumunda tasarrufların artışa geçeceğini ve tasarruflardaki artışın yatırımlara yönlendirilen fonlara etki ederek onları artıracığını ifade etmektedir. Hükümetler tarafından düşük olarak belirlenen faiz oranları, tasarruf oranlarının azalmasında etkili olduğu için fon arzında düşüş yaratmaktadır. Fon arzındaki bu düşüş yatırımların yeterli artış göstermesini engellemektedir. Faizler üzerindeki finansal baskılar azaldığında daha yüksek faiz oranında dengeye ulaşılabilecek ve finans piyasalarında likidite tercihlerine göre denge kurulabilecektir (Eschenbach, 2004: 6).

McKinnon–Shaw modeli tasarrufların, reel çıktıdaki artışın ve reel mevduat faizinin artan bir fonksiyonu olduğu, yatırımlarınsa yurtiçi faiz oranlarının azalan fonksiyonu olduğu varsayımına dayanmaktadır. Finansal sisteme uygulanan baskı politikalarının ilk aşamasında nominal faiz oranları sabit duruma getirilmekte ve bununla birlikte faiz oranı denge düzeyinin altına düşmektedir. Düşük faiz oranları ise tüketim artışını desteklese de tasarruflara negatif etki etmektedir. Finans piyasasına uygulanan baskının ikinci aşamasında ise faiz oranlarının düşmesi, sermayenin marjinal etkinliğine etki ederek getirisi daha az olan yatırımlara kaynak sağlayabilmektedir. Yatırımlarda görünen artan etkinlik, çıktı oranlarında artışa neden olarak uzun dönemde tasarruflar üzerinde pozitif etkilere yol açmaktadır. Yatırım fırsatlarının çok olduğu ancak finansal sistemin baskı altında olduğu bir yapıda yatırımların daha etkili ve yüksek olmasının sağlanabilmesi için faiz oranları ve tasarrufların artırılması gerekmektedir (McKinnon, 1991: 11-12). Faiz oranlarındaki meydana gelen yükselme, mevduat artışlarını tetikleyerek bankacılık sektörünün kredi yaratma kapasitesini desteklemektedir. Faiz oranlarındaki artış temin edildiği zaman sermayenin marjinal getirisinin az olduğu yatırımlar kısıtlanarak karlı olmaktan çıkmaktadır. Bu koşulların sağlanması ile yatırımların ortalama etkinliği, büyüme oranları ve tasarruflar artış göstermektedir. Finansal baskı politikalarının hâkim olduğu ülkelerde yatırım imkanları çok olmasına rağmen tasarrufların etkisiz kalması büyüme oranlarını aşağı çekmektedir (McKinnon, 1973: 59-61).

McKinnon – Shaw modelini oluşturan temel unsurlar aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Fry, 1997: 755):

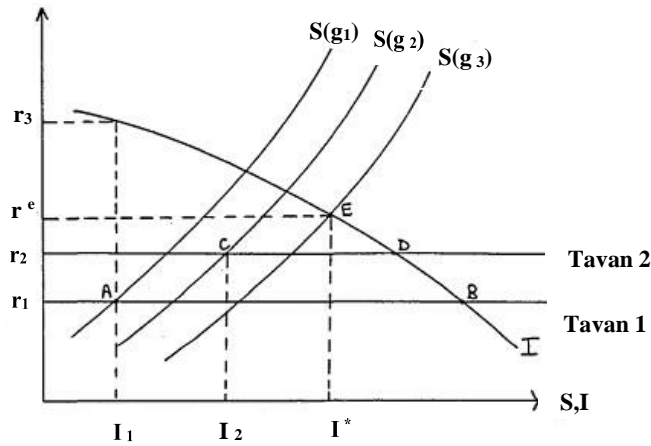
- Tasarruf fonksiyonuna reel mevduat faizleri ve reel büyüme oranları pozitif olarak etki etmektedir.

- Yatırım fonksiyonuna reel kredi faizleri olumsuz, reel büyüme oranları pozitif olarak etki etmektedir.
- Hükümet tarafından sabitlenmiş nominal faiz oranları piyasa denge faiz oranlarının altında kalmaktadır.
- Ödünç verilebilir fonlar fiyat dışı belirlenme nedeniyle etkisiz duruma getirilmiştir.

McKinnon–Shaw hipotezine göre gelişmekte olan ülkelerde uygulanan nominal faiz oranlarının sınırlandırılmasının kaldırılarak faiz oranlarının serbestleştirilmesi, tasarrufları olumlu yönde etkileyerek ve yatırıma dönüştürülebilir potansiyel kaynakların artmasını sağlayarak büyümeyi tetikleyecektir. Diğer yandan, baskılardan kurtulan faiz oranlarının artmasıyla tasarruflar artışa geçerek tüketim talebini kısacak ve buna bağlı hareket eden ekonomi üzerindeki enflasyonist baskıları ortadan kaldıracaktır. Bunlarla birlikte finansal serbestleşme, piyasalardaki finansal araçlarda çeşitlenme yaşanmasına neden olarak finansal derinleşmeyi artıracak ve finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır (Eser, 1993: 90).

McKinnon–Shaw modeli spesifik olarak mevduat veya kredi faiz oranlarına hükümet tarafından belirlenen sınırlama konulması şeklinde meydana gelen finansal baskı uygulamalarına dikkat çekmektedir. Reel faiz oranlarının tasarruf ve yatırımlar üzerinde yarattığı etkiler, büyümede sürecinde kendine cevap bulmaktadır. Yatırımlar reel faiz oranlarının bir fonksiyonudur ( $I = I(r)$ ,  $I_r < 0$ ).

**Şekil 1.** McKinnon – Shaw Finansal Liberalizasyon Hipotezi



**Kaynak:** Gibson ve Tsakalotos, 1994, 585

Faiz oranlarındaki sınırlandırmaların tasarruf ve yatırımlar üzerindeki etkileri Şekil 1’de verilmiştir.  $g_1, g_2, g_3$  ekonomik büyüme oranları için tasarruf fonksiyonu görünmektedir ( $S(g_1) < S(g_2) < S(g_3)$ ). Faiz oranları sınırlandırmaya maruz kalmadığı zaman E noktasında denge oluşmaktadır. Bu noktada faiz oranı  $r^e$ ’ye, yatırım  $I^3$ ’e eşittir. Hükümetin nominal faiz oranlarını sınırlandığı varsayımı altında bu sınırlandırma reel faiz oranlarının denge faiz oranının aşağısında seyretmesine sebebiyet vermektedir. Bu durumda ekonomik büyümenin  $g_1$  olduğu düşünülürse,  $r_1$  reel faiz oranında  $I_1$  yatırımı yapılmaktadır. Nominal faiz oranlarına uygulanan bu sınırlandırma vasıtasıyla bankalar kredileri istedikleri faiz oranlarından sunabilirler. Bu varsayımda  $I_1$  yatırımı için faiz oranı  $r_3$  olarak gösterilmiştir. Bankaların borç verme işlemlerinde uyguladıkları bu oran, aralık  $(r_3-r_1)$  fiyat dışı rekabet için kullanılmaktadır. Hükümet düzenlemeleri krediye erişim maliyetlerini azaltmak suretiyle yatırımları tetikleme hedeflediği için faiz oranlarına uygulanan sınırlandırmalar mevduat ve kredi oranlarına da uygulanacaktır.

McKinnon ve Shaw teorik uygulamalarda farklılıklarla karşılaşsalar da temel olarak aynı bulgulara ulaşmışlardır. McKinnon’un modelinde kullanılan birimlerin kendini finanse etme şansı sınırlı olduğu ve yatırımların çok fazla bölünemediği kabul edilmektedir. Tasarruf yapanlar yani, hane halkları, yatırımcılar ve firmalar arasında sınıflandırma yapılmamıştır. Firma sahiplerinin yatırımcılık faaliyetlerinde bulunabilmesi için birikim yapmış olmaları veya finansal varlıklar satın almaları gerekmektedir. McKinnon’un modelinde yatırımcılar yatırımlarına mali kaynak sağlamak için borçlanamamaktadırlar. Bu neden McKinnon’un modelinin dışsal para modeli olarak tanımlanmasına sebebiyet vermiştir. Teorik kurgunun diğer yazarı olan Shaw ise modelinde yatırımcıların kendini finanse etmek zorunluğunu sınırlandırma olarak modele eklememiştir. Finans piyasasının aktörleri, mevduat gelirlerini artırmak için tasarruf edenlerin reel getirilerini artırarak kendilerine borç verme imkânı sağlamaktadırlar. Finansal aktörler aynı zamanda risk dağılımı, yatırımcıların reel maliyetlerini düşürmek için ölçek ekonomilerini kullanma, tasarruf edenler ve yatırımcıların finansal bilgiye ulaşım masraflarını azaltma ve likidite uyumluluğunu sağlamaktadırlar. McKinnon’un modelinin gelişmekte olan ülkeler için geçerli olması, Shaw’ın modelininse daha karmaşık yapıya sahip ülkeler için uyumlu olması, iki görüş arasındaki farklılıklardan bir diğerini oluşturmaktadır. Yatırımların içsel veya dışsal

olarak her iki formada da finanse edilebilmesi bu iki görüşün aslında birbirleriyle çelişki içerisinde olmadığını göstermektedir (Eschenbach, 2004: 7).

## 2.2. YAPISALCI YAKLAŞIM

Cavallo (1977), Bruno (1979), Van Wijnbergen (1982), Taylor (1983) ve Buffie'nin (1984) de yer aldığı ve yeni yapısalcılar grubu olarak adlandırılan bir grup iktisatçı McKinnon–Shaw modeline eleştiriler yöneltmiştir. McKinnon–Shaw modelinin temel hipotezi olarak bilinen finansal baskının zararlı etkilerini reddetmemekle birlikte, finansal baskı okulunun politika önerilerini kabul etmemektedir. Yapısalcılar, gelişmekte olan ülkelerde kurumsallaşmış yapıyla birlikte kurumsallaşmamış yani enformel yapının da olduğunu ve bazı durumlarda kurumsallaşmamış yapının kurumsallaşmış yapıdan daha etkili olduğunu söylemektedirler. Bu durum yapısalcılar tarafından finansal düalizm olarak adlandırılmıştır. Finansal düalizmin oluşum nedenleri iki farklı görüş tarafından açıklanmaya çalışılmıştır (Ghate, 1992: 835). Kurumsallaşmamış yapının oluşumunun kurumsallaşmış yapının yetersizliklerinden kaynaklandığını savunan kesim ilk görüşü oluşturmaktadır. Formel sektörde var olan yetersizliklerin nedeni ise devletin finans sektörü üzerine uyguladığı finansal baskınının varlığında ve sistemin işleyişinin sağlanamamasında görülmektedir. Formel piyasanın işleyiş bozuklukları, finansal piyasa aktörlerinin krediye ulaşımını kısıtlamaktadır. Krediye ulaşımında zorluklar yaşayan kesimse bu sorunu çözebilmek için enformel piyasaya yönelmektedir. İlk görüşü savunan iktisatçılar finans piyasasının devlet baskısından kurtulması sonucunda enformel piyasada gerçekleşen işlemlerin azalacağını ileri sürmektedirler.

İkinci görüşü savunan iktisatçılara göre ise, finans piyasasının işleyişinde ortaya çıkan enformel yapının oluşum nedeninin, piyasada hüküm süren sınırlandırmalar nedeniyle olmadığını, toplumun ekonomik ve sosyal yapısının barındırdığı farklılıkların enformel piyasanın oluşmasına neden olduğunu ileri sürmektedirler. Regüle edilmiş finans sisteminin işleyişinin daha fazla getiriye sahip olacağını düşünen ikinci görüş iktisatçıları, finansal baskının azaltılarak finansal serbestleşmenin temin edildiği bir finans sisteminde dahi enformel piyasaların işleyişinin devam edeceğini savunmaktadırlar (Öztürk, Barışık ve Darıcı, 2010: 102).

Yapısalcı yaklaşımın ileri gelen iktisatçılarından biri olan Fry, yapısalci modelin McKinnon–Shaw modelinden 5 temel görüşle farklılık gösterdiğini ifade etmektedir.

- Ücretler içsel olarak değil dışsal formada tayin edilmektedir.
- Enflasyonun belirlenmesi için işçilerin ve çalışanların görece ağırlığı esas alınmaktadır.
- Tasarrufu sağlayan karlardır. Ücretler tasarrufu belirlemede etkili değildir.
- Fiyatlar genel düzeyinin belirlenmesi için çalışma maliyetleri, ithalat ve üretken sermayenin üzerindeki sabit oranlar esas alınmaktadır.
- Birinci madde ve ara mal ithalatına bağımlılık oranı gelişmekte olan ülkelerde çok yüksektir.

Yapısalcılar finansal baskı görüşünü eleştirirken finansal liberalizasyonun formel ve enformel piyasalarda kredi faizleri üzerinde artışa neden olacağını belirtmişlerdir. Firmaların birincil sermayenin oluşturulması için borçlanmış olarak görüldüğü bu durumda faiz artışı üretim maliyetleri üzerinde kendini gösterecektir. Bu artış fiyatlar genel düzeyinin de artmasına yol açacaktır. Talep bakış açısından değerlendirildiğinde reel ücretlerde bir düşüş yaşanacak ve fonlara ulaşım maliyetinin artması, üretimin azalmasına neden olacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan geçim sıkıntıları hesaba katıldığında arz yönlü enflasyonist süreç, talep yönlü deflasyonist sürece baskın gelerek ekonomiyi staglasyonist sürece girmeye zorlayacaktır. Diğer yandan finansal baskı okulu, tasarrufların etkin olmayan alanlardan banka mevduatları olarak bankalara yönelmesi durumunda finansal liberalizasyon politikalarının ekonomiyi pozitif yönde döndüreceğini ifade etmektedir. Yapısalcılar ise riske girmek istemeyen yatırımcıların, tasarrufları mevduatlara yönlendirmemeleri durumunda finansal serbestleşmenin yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerinde etkin rol oynayamayacağını vurgulamaktadırlar (Esen, 1998: 25-26).

McKinnon–Shaw modelinde mevduat faizlerindeki artışın kullanılabilir kredileri de pozitif etkileyerek bu düzeyde genel bir artışa neden olacağı belirtilmektedir. Yapısalcılar bu görüşü kabul etmeyerek mevduat faizlerinin krediler üzerinde artışı uyarmasının mümkün olmayacağını söylemektedirler. Finansal liberalizasyon ve tasarruf hacmi (ve ekonomik etkinlik) arasındaki ilişki gözden

geçirilirken, faiz artışlarının mevduat artışlarını etkilemesinin sebepleri daha dikkatle incelenmelidir. Hane halklarının tasarrufları mevduata dönüştürülürken bu mevduatın enformel piyasalarda firmalara sağlanan kredilerden veya altın, gayrimenkul gibi verimsiz yatırımların sonucu olması gibi etkenler iktisadi analizin sonucunda önemli değişikliklere yol açacaktır (Taylor, 1983: 98-99).

Mevduat faiz oranları yükseltildiği zaman tasarruf sahiplerinin enformel piyasalarda fon talep edenlere sağlanan kredileri durdurarak tasarrufları bankalarda mevduatlara dönüştürmeleri genel ekonomi üzerinde kredi daralmasına neden olacaktır. Enformel piyasalar ve yasal bankacılık aracılığıyla kullanılabilir krediye erişim arasında bir temel fark da bulunmaktadır. Yasal bankacılık sistemi toplanılan mevduat karşılığında katma değer ya da diğer bir ifadeyle rezerv tutarı ayırmak zorundadır. Enformel piyasalarda komisyon ayrılması zorunluluğu olmadığı için tüm kullanılabilir fonlar fon talep edenlere yönlenebilmektedir. Yasal bankacılık sisteminde toplanılan mevduatların rezerv olarak ayrılan kısmı, kredi olarak kullanıma yönlendirilmeyecektir. Faizlerin yükselmesiyle tasarrufların yasal bankacılık sistemine yönlendirilmesi o zaman etkin olacaktır ki, tasarrufların büyük bir kısmı verimsiz yatırımlar olarak görülen altın ve gayrimenkul gibi yatırım araçlarından yönlendirilmiş olsun. Bu durum temin edilmediği zamansa finansal liberalizasyonun temini için yapılan reformlar, kredi ve yatırımlar üzerinde negatif etki yaratarak onların daralmasına neden olacaktır. Bu da hedeflenen büyümenin temin edilemeyerek ekonomik durgunluğun oluşmasına neden olacaktır (Taylor, 1983: 100).

Taylor (1983)'a göre finansal liberalizasyon tasarruf ve kullanılabilir kredi hacminde bir yükselişe neden olmayı başarsa bile yine de ekonomik daralmanın önüne geçmek mümkün olmayacaktır. Tasarruflarda olduğu gibi yatırım talebi de faizlerden etkilenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde piyasa faiz haddini belirleyen ilgili faiz haddi enformel piyasalarda oluşan faiz oranlarıdır. Gelişmekte olan piyasalarda büyük firmalar haricinde sanayi ve tarımsal üretim yapan firmalar fon elde edebilmek için formel piyasalar yani, bankacılık sistemini tercih etmek yerine mali açıklarını giderebilmek için finansman sağlamada enformel piyasalara yönelebilmektedir. Bu piyasalar küçük işletmelerin ihtiyaçlarını karşılamada bankacılık sistemine nazaran daha etkili duruş sergilemektedir. Bununla birlikte, bu piyasalardaki faiz oranları önemli düzeyde yüksektir (Taylor, 1983: 197).

Gelişmekte olan ülkeler, finansal yapılarını düzenlemek için basit bir formül kullanarak faiz hadlerini serbest piyasa düzeyine uyarlayabilmek adına yapılan reformlarla bu düzenlemeleri gerçekleştiremeyecektir. Finansal liberalizasyon politikaları başarılı olsa bile finansal sistem sermaye birikimiyle birlikte dalgalı istikrarsız bir yapıya çevrilecektir. Sürdürülebilir kalkınmanın sağlanması yolunda yatırımların ve teknolojinin merkezi otorite tarafından koordine edilmesi çok daha etkili bir yöntemdir (Taylor, 1983: 198).

### **2.3. NEO-KEYNESYEN YAKLAŞIM**

Neo-klasik finans teorisinin geliştirmekte olan ülkeler için kurgulanmış versiyonu olan finansal serbestleşme kuramına karşı olarak öne sürülen Neo-Keynesyen yaklaşım finansal liberalizasyon politikalarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yaratmak yerine ekonomik daralma yaratacağını savunmaktadır. McKinnon–Shaw yaklaşımı, tam istihdam durumuna bağlı olarak ödünç verilebilir fonlar teorisini ileri sürerek finansal liberalizasyon politikalarını savunurken, Neo-Keynesyen yaklaşım tam istihdam durumunu sorgulayarak, tam istihdam durumunun mümkün olmadığı bir ekonomide ödünç verilebilir fonlar teorisinin geçerliliğini kaybettiğini ve bu durumda da finansal liberalizasyon politikalarının ekonomik büyüme üzerinde yaratacağı pozitif etkinin temin edilmesinin zor olduğunu vurgulamaktadır. Bundan başka finansal liberalizasyonun beklenen etkiyi sağlamasının önündeki engellerden bir diğeri de geliştirmekte olan ülkelerde finans piyasasında olan yapısal istikrarsızlıklar ve asimetrik bilgi sorunlarıdır. Gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret işlemlerinin artması neticesinde faiz oranlarında gerçekleşen artış, kredi verenler için risklerin artmasına neden olacaktır. Neo-Keynesyen yaklaşım finansal krizlerin, bankacılık sisteminde meydana geldiğini savunmaktadır ve finansal dışı açılma politikalarına, neden olduğu yükselen faiz oranları ve piyasa istikrarsızlığı dolayısıyla kuşkuyla yaklaşmaktadır (Atamtürk, 2007: 78).

Neo-Keynesyen yaklaşım finansal liberalizasyon politikalarının sonucu olarak faizlerde gerçekleşecek olan artışların tasarruflarda artışa neden olmayacağını vurgulamaktadır. Bunun nedeni olarak Neo-Keynesyen yaklaşım, tasarrufların faizin değil gelirin fonksiyonu olması gerektiğini göstermektedir. Faizlerin, tasarruf oranlarında artışa neden olması söz konusu olmadığı için finansal liberalizasyonun fon arzı artışına neden olması durumu da gerçekleşmekten uzaktır. Faiz oranlarındaki artışın, yatırım talebini artırması durumu da gerçekleşmeyecek bir durumdur. Çünkü

yatırım talebi ve faiz oranları arasında ters orantı durumu söz konusudur. Neo-Keynesyen yaklaşım, düşük faiz oranlarının ekonomik büyüme ve yatırımlar üzerinde pozitif etkiler bırakacağını, faiz oranlarına duyarlı olmayan yüksek gelir düzeyinin belirlediği tasarruf oranlarının ise düşük faiz oranlarından etkilenmeyeceğini düşünmektedir. Neo-Keynesyen yaklaşım bu durumda ekonomik büyümenin temel lokomotifinin yatırımlar olduğunu varsaymaktadır. Tasarruf oranı dinamik bir şekilde analiz edilmekte ve tasarrufların artan grafik izleyeceği kabul edilmektedir. Bu durumlar ele alınmakla birlikte finansal liberalizasyon politikaları çerçevesinde faiz oranlarında meydana gelecek artış yatırım maliyetlerini artırarak yatırımları caydırıcı bir etki edecektir. Neo-Keynesyen yaklaşıma göre tasarruf düzeyinin yükselmesi efektif talebin daralmasına neden olarak ekonomiyi durgunluğa sürükleyecektir (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007: 30).

Neo-Keynesyen yaklaşım, finansal serbestleşme politikaları sonucu faizlerde gerçekleşen artışın kredi havuzunun ortalama kalitesini düşürerek borçlanma maliyetlerinin artmasına ve bu artışın beklenen getirilerde ve risk düzeyi düşük olan projelerde gerçekleşme imkanlarını azaltacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde hüküm süren asimetrik bilgi sorunları altında kredi verenler düşük ve yüksek projeleri ayırt etmede zorluklar yaşayarak negatif borçlu havuzundan rasgele bir seçim yani ters seçim yapmaya mecbur olacaklardır. Bu durum yüksek gelirli projelerin önünü tıkayarak düşük gelirli projelerin finanse edilmesine ve gelir ve verimlilik kaybı sorunlarının yaşanmasına neden olacaktır (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007: 30). Ters seçim sorununun karşısına geçebilmek için kredi verenlerin kredi sınırlaması yaptığı düşünülmektedir. Kredi verenler kredi havuzunun kalitesinin bozulmasını engellemek için faiz artışlarını kısıtlamaktadırlar. Kredi kısıtlamaları asimetrik bilgi temini sorunun önüne geçebilmek için riskleri belirleyemeyen kredi verenler tarafından kullanılan rasyonel bir tepkidir (Gabel, 1995: 132).

Sonuç olarak Neo-Keynesyen yaklaşım Yapısalcı yaklaşımda olduğu gibi finansal liberalizasyon politikalarının ekonomik daralmaya ve finansal istikrarsızlığa yol açacağını, bu sorunların önüne geçebilmek içinse kontrollü faaliyetlerin gerekli olduğunu savunmaktadır.

## 2.4. POST-KEYNESYEN YAKLAŞIM

Post-Keynesyen ekonomi günümüz ekonomi anlayışında hakim konumda olan Ortodoks ekonominin politik düşüncelerine alternatif olan düşünce okulu olarak geliştirilmiştir. Post-Keynesyen yaklaşım diğer düşünce okullarına kıyasla yeni bir yaklaşımdır. Post-Keynesyen görüş ilk başlarda Neo-Klasik yaklaşıma karşı geliştirilen alternatif bir akım olarak görülse de ilerleyen süreçte gelişen kapsamlı metodolojik yapısıyla kendine özgü bir okul olarak gelişimini devam ettirmektedir (Esen ve Yıldırım, 2020: 148).

Keynes'in asıl devamcıları olarak Post-Keynesyenler kendilerini görürler, Ortodoks (neo-klasik sentez okulu) ve Yeni Keynesyenleri (yeni uzlaşma yaklaşımı) Keynes'in düşüncelerinden uzaklaşmış olarak tanımlarlar (Tokucu, Kaya, Akça, 2017: 92).

Post-Keynesyen okul günümüzde heterodoks iktisat okulları içerisinde gösterilmektedir. Post-Keynesyenlerin ana akımdan seçilen en belirgin düşünceleri ekonomi ve iktisadi birimler hakkındaki varsayımlarının gerçekçilik temelleri üzerine kurgulanmış olmasıdır (Tokucu, Kaya, Akça, 2017: 92).

Hyman Philip Minsky'nin kaleme aldığı Finansal İstikrarsızlık Teorisi finansal piyasalara devlet müdahalesini savunduğu için Keynesyen yaklaşım olarak kabul edilebilir. Minsky finansal piyasaların yapısı itibariyle dengesiz olduğunu ve bu dengesizlik durumunun ortadan kaldırılması için devlet müdahalesinin yapılması gerektiğini savunmaktadır. Minsky istikrarsızlığın oluşmasının 3 nedeni olduğunu göstermektedir.

1. Finansal kaynakların gelire karşılandığı istikrar aşaması;
2. Yalnızca gelire karşılanan faiz oranlarının spekülasyon aşaması;
3. Firmanın borçlarının ödenmesi için yeni finansman kullanarak borç seviyelerini daha da yükselttiği aşama (Ponzi Finans) (Huıdumac – Petrescuve Popa: 103-104 aktaran Tokucu, Kaya, Akça, 2017: 93).

Ekonomik durumun kötü olduğu dönemlerde beklenen nakit akışları sözleşmeye dayalı borç ödemelerini karşılayabilecektir. Ekonomik durumun iyi olduğu bir dönemde bankalar, yatırım bankacıları ve iş adamları çeşitli faaliyet ve iktisadi hamlelerinin finanse edilebilmesi için kabul edilebilir borç miktarlarını

artırmayı tercih ederler. Borç miktarının genel kütlesindeki bu artış, sermaye varlıklarının piyasa fiyatlarında kendini göstererek artışa neden olur ve yatırımların da artışa geçmesini tetikler. Ekonomideki ödünç verilebilir fonların ağırlığındaki artışlar ekonomideki fiili patlamayı hızlandırır. Minsky'nin Ponzi Finans olarak adlandırdığı üçüncü aşamada varlıklarını kaybeden ve faaliyetini devam ettirmek isteyen girişimlerin de içinde bulunduğu birçok spekülâtif girişimin fon ihtiyacı artar. Bu durum kademe kademe ilerleyerek ekonomiyi kriz aşamasına sürükler (Keen, 2008 aktaran Tokucu, Kaya, Akça, 2017: 93). Kapitalist sistemin doğasında olan istikrarsızlık durumu ekonomik ve finansal krizlerin gerçekleşmesine neden olur. Minsky bu krizlerin önüne geçebilmek için finansal sistemin uygun bir biçimde düzenlenmesi gerektiğini savunmaktadır (Huıdumac–Petrescuve Popa, 103-104 aktaran Tokucu, Kaya, Akça, 2017: 93-94).

Post-Keynesyen yaklaşım da efektif talebin rolünün gerekliliğine dikkat çekilmektedir. Gelir dağılımı efektif talebi etkileyen nedenler içerisinde yer alır ve dolayısıyla efektif talep sınıf çatışmasından etkilenmektedir. Bu durum sermaye birikiminde kendini göstermektedir. Post-Keynesyen yaklaşım yatırım ve tasarruf fonksiyonlarına bakış açılarına göre McKinnon-Shaw yaklaşımdan tamamen zıtlık teşkil etmektedir. Post-Keynesyen yaklaşım finansal liberalizasyon politikalarının ekonomik büyümeyi yavaşlatarak finansal istikrarsızlığa neden olduğunu söylemektedir (Gibson ve Tsakalotos, 1994: 606).

Post-Keynesyen yaklaşım, gelecekte alınacak kararların belirsiz olması durumuna vurgu yaparak yatırımların istikrarsız yapısına dikkat çekmektedir. Böyle bir yapı söz konusu olurken finansal dışa açıklığın neden olacağı spekülâtif yapı, beklentilere etki ederek yatırımların kalitesine negatif etki edecektir. Çünkü finansal dışa açıklığın faiz oranlarında neden olduğu artış spekülâtif beklentileri de artıracaktır. Beklentilerin bu yönde evrilmesi kredi verenler için asimetric bilgi ortamını derinleştirerek fazla risk ve fazla getiri oranlarını belirsizleştirecektir. Bu durum yatırım ortamı için düşük kaliteli ve istikrarsız yapıya sahip bir ortamın oluşmasına neden olacaktır (Atamtürk, 2007: 78-79).

## **2.5. SPEKÜLATİF GELİŞME MODELİ**

Ilene Gabel (1995) tarafından ortaya atılan Spekülâtif Gelişme Teorisi Neo-Keynesyen ve Post-Keynesyen yaklaşımların sentezi olarak geliştirilmiştir (Esen,

1998: 24). Grabel finansal deregülasyonun neden olduğu faiz artışlarının piyasada yüksek riskli, yüksek getirili ve kısa vadeli spekülâtif faaliyetlerin artışına neden olması ihtimalinin, neo-klasiklerin finansal serbestleşme politikalarından beklediği ekonomik büyüme sürecinin beklenenin aksine tersine işlemesine neden olabilir (Gündem, 2008: 20).

Finansal liberalizasyon politikaları az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 3 temel unsur ele alınarak oluşturulmaktadır. Bunlar reel mevduat ve reel kredi faizlerinin serbest piyasa düzeyine yükseltilmesi, piyasada mevcut olan finansal kurumların serbestleştirilmesi ile özellikle kredi verme kanalları üzerindeki devlet müdahalesinin etkilerinin kaldırılması ve özel mülkiyete sahip yeni finansal kurum, araç ve piyasaların yaratılmasından oluşmaktadır (Grabel, 1995: 134).

Spekülâtif Gelişme modeli finansal liberalizasyon politikalarının ekonomiyi etkisi altına alan negatif etkilerini eleştirirken bu eleştirileri talep yanlı etkiler ve arz yanlı etkiler olmakla iki kısım olarak ayırmıştır. Talep yanlı etkiler yüksek faiz oranları, kurumsal yenilikler ve spekülasyon, artan faiz oranları marjı olmakla 3 başlıkla incelenmiştir. Arz yanlı etkiler ise, geleneksel bilgelik ve kritik faiz oranları, rekabete dayalı fon arzı ve yurtiçi teşvik yapıları ve risk başlıkları altında incelenmiştir.

**1) Talep Yanlı Etkiler:** Finansal liberalizasyon politikalarının getirdiği düzenleyici ve kurumsal değişikliklerin finansal piyasaların talep cephesini güçlendirici 3 etkisi bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibidir (Grabel, 1995: 134).

1. Yüksek kredi faiz oranları riskli borçlu sınıfı kendine çekmektedir.
2. Kurumsal yenilikler yeni fırsatlar yaratarak yatırımcı sınıf tarafından yararlanılacak kısa vadeli, spekülâtif yatırım uygulamalarının önünü açar.
3. Faiz oranlarında gerçekleşen artış yatırımların kısa vadeli spekülâtif yatırımlara yönlendirilmesine neden olur.

**A) Yüksek faiz oranları.** Neo-Keynesyen teoriye dayanarak finansal liberalleşme politikalarının getirdiği kurumsal değişikliklerle faiz oranlarındaki artışın neden olduğu yüksek borçlanma maliyetinin, kabul gören yatırım projelerinin kompozisyonunu ve hacmini etkileyebileceği kabul edilmektedir (Özbilen, 2000: 13). Yatırım projelerinin genel olarak risk/beklenen getiri profili olarak 3 sınıfta

gruplandırılabilir olduğu varsayılmaktadır. Bunlar beklenen getirinin düşük, riskin düşük olduğu A grubu, yüksek beklenen getiriye sahip düşük riskli B grubu ve yüksek beklenen getirili ve yüksek riskli C grubudur. Yatırım projelerinde formasyon değişiklikleri finansal liberalizasyon politikalarına ve bununla ilişkili faiz artışlarına bağlı olarak gerçekleşmektedir. Kredi oranlarındaki artışın neden olduğu yüksek borçlanma maliyetleri B ve C tipli yatırım projelerinin gerçekleşme şansına sahip olmasına neden olacaktır. Bir diğer değişle A tipi yatırım projeleri yüksek maliyet ve düşük getiri oranlarına sahip olduğu için uygulanabilir olmaktan uzak kalmaktadır. Yatırımların formasyon değişikliklerinden sonra ayakta kalabilen yatırım projeleri dikkate alınca kredi veren, fon talep edenler havuzunun genel kalitesinde yaşanan bozulmayla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durum asimetric bilgi sorunu varsayımı altında fon talep edenlerin ikincil ve üçüncül mali kuruluşlara yönelmesi çeşitli spekülative faaliyetleri ve genel olarak Minsky'nin (1986) Ponzi Finans olarak adlandırdığı durumları içermektedir.

**B) Kurumsal yenilikler ve spekülasyon.** Finansal liberalizasyon politikalarıyla rejim değişikliğine eşlik eden finansal araç ve kurumların büyümesinin C tipi yatırım fırsatlarını genişlettiği ve şiddetlendirdiği açıkça görülmektedir. Finansal serbestleşmeye dahil olan finansal derinleşme, likit olmayan reel varlıklar üzerindeki taleplerin sahipliğini son derece likit pozisyonlara dönüştüren araçlar yaratarak ve bu varlıkların ticaretini kolaylaştıran kurum ve teknolojiler kurarak bu fırsatları tam olarak genişletir. Bu durumda madalyonun diğer tarafı olarak finansal liberalizasyon, spekülasyon baskısını artırır ve bunu yapma fırsatını genişletir. Dahası, Finansal liberalizasyonun söz verdiği dramatik değişiklikler yatırım riskiyle bağlı geleneksel bilinirliğin işleyişinin bozulmasına neden olan türden rejim değişikliğini temsil etmektedir. Bu durumda piyasa aktörleri düşük risk ve yüksek getiri vaat eden henüz eşi görülmemiş “yeni dönem” beklemektedirler. Bu beklentiler C tipi yatırımların değerlendirilmesinde iyimser düşüncelere neden olabilir. Bekleyişlere göre C tipi yatırımlar ekonominin toplam yatırım portföyünde daha önemli role sahip olabilir.

**C) Artan faiz oranları marjı.** Finansal liberalizasyonun neden olduğu değişikliklerin, uzun ve kısa vadeli ödünç verilebilir fonların oranları arasındaki farkı ve ortalama borç verme oranının artmasını derinleştiren iki neden vardır. Bunlardan ilki finansal piyasaların, spekülative faaliyetin arttığı bir piyasa haline gelmesi ve bu faaliyetin toplam ekonomik faaliyete göre artması durumunda finansal varlıkların fiyat

düzeyinde bir artış görülmesinin muhtemel olmasıdır. Bu durumda bankaların, borç alanların teminat olarak gösterdiği varlıklarını daha az güvenli olarak değerlendirmesi olasıdır. Ceteris paribus durumu altında bankaların özellikle uzun vadeli fon arzı durumunda daha yüksek faiz oranları biçiminde daha yüksek risk primleri talep etmeleri beklenebilir. Fon talep edenlerin piyasada artan dalgalanma durumu nedeniyle bu risk primini ödemeleri mümkündür.

İkincisi, dalgalanmayla şartlanmış coşkulu bir patlama durumunda yeni yatırım fırsatlarından yararlanabilmek için bankacılardan kısa vadeli fon arz etme tercihi geliştirmeleri beklenebilir ve böylece verilen krediler hızlı bir biçimde telafi edebilirler. Kısa vadeli fon arz etme ayrıca krediler için artan rekabetin ardından gelecekteki piyasa mevduat faiz oranlarındaki herhangi bir artışın maliyetlere olan etkisinin azaltılması için etkili olabilir. Özetle finansal liberalizasyonun ardından dalgalanmaların oluşmasını beklemek için pek fazla neden mevcuttur.

## **2) Arz Yanlı Etkiler.**

**A) Geleneksel bilgelik ve kritik faiz oranları.** Neo-Keynesyen kredi sınırlandırmasına Post-Keynesyen bir bakış açısı ile bakıldığında borç verenlerin kredi sınırlandırması derecesinin geleneksel akıl ve kurumlar geliştikçe içsel olarak değişebileceği açıkça görülmektedir. Dinamik kredi sınırlandırması Neo-Keynesyen kredi sınırlandırması anlayışlarının Post-Keynesyen bir tahsisini temsil etmektedir.

Ödünç verilebilir fon uygulamalarında bekleyişlerin neden olduğu değişikliklerin ve finansal serbestleşme tarafından teşvik gören yeni araç ve uygulamaların varlığının birleşik etkileri göz önüne alındığında kritik faiz oranında yukarıya doğru bir değişme olması mümkündür. Beklentilerin uyarılması durumunda fon arz edenler, artan temerrütler sonucu kredi getirilerinin azalmasını bekledikleri için kritik faiz oranlarını artıracaklardır. Finansal serbestleşme sürecine geçiş denemeleri sırasında beklentilerdeki bu canlılık yaygın olarak gözlemlenmiştir (Diaz Alejandro 1985). Dahası hem borç alanlar hem de borç verenler gözlemlenen kar fırsatlarından yararlanmaya çalıştıklarından hem kredi arzı hem de talebi artar. Bu koşullar altında kredinin fiilen rasyonel hale getirilme olasılığı azalır.

**B) Rekabete dayalı fon arzı.** Daha önce tartışılan kredi sınırlandırma davranışında beklentilerin neden olduğu değişikliklerle birleştiğinde deregülasyonun ortaya çıkardığı rekabetçi baskılar kredi sınırlandırmasını azaltmaya yardımcı olur (Keynes,

1936). Yeni bir patlama bağlamında olan spekülâtif faaliyetleri doğrulamayan bir finans kurumu sermaye tabanının daha yavaş büyümesi ve Pazar payı kaybıyla karşı karşıya kalabilir. Finans kurumları yatırım projelerini finanse etmek ve daha az rekabetçi bir ortamda kabul edilemez yollarla yedek marjlarını azaltmak zorunda kalabilirler. Bu durumda, önceleri daha ihtiyatlı davranan finans kurumları bile spekülâtif finansmana yönelebilir. Bu kurumlar ayrıca reel sektör faaliyetlerinin finansmanını da durdurmaya deneyebilirler. Bu durum sırasıyla ekonominin fon arzını azaltıcı ve ekonomik büyümeyi daraltıcı etkilere yol açabilir.

**C) Yurt içi teşvik yapıları ve risk.** Bu piyasa baskıları Crotty'nin (1994) "asimetrik kazanç yapısı" olarak isim verdiği formda içsel olarak firmalarda kendini göstermektedir. Finans kuruluşlarına bakıldığında, asimetrik kazanç yapısı, kredi verenlerin para yöneticilerinin spekülâtif dalgalanmaları destekledikleri için "ödüllendirildiğini" ve aslında kurumsal pozisyonlarını riskli şoklardan korumak için bu faaliyetlere girmeye zorlandıklarını göstermektedir. Bundan başka, iflasın yolunu tutmuş finansal kurumların örtülü veya açık yapılan devlet yardımları, spekülâtif patlama sırasında kredi verenler ve hatta borç alanlar tarafından kar sağlayacağını düşündükleri yatırımlar için ek bir teşvik sağlayabilir.

**Spekülasyon Kaynaklı Ekonomik Kalkınmanın Sonuçları.** Finansal liberalizasyon politikalarının neden olduğu spekülasyon kaynaklı ekonomik gelişmenin 4 olası sonucu göze çarpmaktadır. Birincisi C tipi yatırımların üstünlüğünün yarattığı risk durumu sonucunda ekonominin finansal serbestleşme dönemine nazaran daha fazla risk içerisinde olmasıdır. Bu üstünlük ekonomideki toplam varlıkların getirisini daha riskli hale getirir ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyetler üzerindeki çarpan etkisiyle birlikte toplam yatırım hacmini azaltır. Spekülasyon kaynaklı ekonomik gelişmenin ikinci olası sonucu ise, ekonominin reel sektörde yıkıcı yayılma etkileriyle finansal krizlere daha duyarlı hale gelmesidir. Çeşitli beklenmedik makroekonomik olaylar, örneğin faiz oranlarında ani bir artış, nihayetinde kırılgan mali yapıyı aşındırarak banka sıkıntısına ve kredi ödemelerinin geciktirilmesine yol açabilir. Bunların sonucunda getirilere olan iyimser bekleyişler azalabilir ve bankalar da toplam ekonomik faaliyet için zararlı etkiler yaratan 'kredi sıkışıklığı' başlatarak gerekli zamanlarda kredi kesintilerine neden olabilir.

Üçüncü olarak, ekonomi doğrudan verimsiz kar amacı bekleyen faaliyetlerin hacmindeki artışa katlanmak zorunda kalabilir. Neo-klasik düşüncenin spekülasyonun

hem özel olarak karlı hem de fiyatı dengeleyici olduğu şeklindeki görüşleri kabul edilse bile spekülasyondan getiri elde etmek için reel kaynaklar harcadığı sürece kısa vadede kaynakları israf edebilir. Dördüncü ve son olarak da finansal liberalizasyon sonrası düşük riskli ve beklenen getirisi düşük olan yatırım projelerinin gerçekleşmesi ihtimalinin zayıflamasıdır. Finansal liberalizasyonun neden olduğu yüksek borçlanma maliyetleri A tipi yatırım projelerinin uygulanabilirliğini azaltmaktadır. Diğer yandan da piyasanın arz ve talep tarafına uygulanan baskı ve getiriler B tipi yatırımları finansal serbestleşmeden önce kazanacakları getirilerden mahrum bırakabilir. Bu durum C tipi yatırımlardaki göreceli artışla birleştiğinde finansal serbestleşmenin temin ettiği rekabetçi ve kurumsal ortamdan kaynaklanan yatırımların mutlak hacminde artış olabilir. Az gelişmiş ülkelerde finansal liberalizasyon sonucunda fonların uzun vadeli reel sektör projelerinden uzaklaşmasının uzun vadeli ekonomik büyüme koşullarını negatif etkileyerek büyümeyi yavaşlattığı yaygın olarak kabul edilmektedir (Yeldan, 2002, 1).

## **2.6. FİNANSAL LIBERALİZASYON VE DÖVİZ KURU**

Finansal deregülasyon, finansal hizmetler endüstrisinin içselleşmesine yol açarken, uluslararası sermaye hareketlerinin aşamalı olarak artan liberalizasyonu büyük ülkeler arası portföy çeşitlendirmesine izin vermiş ve bunu takip etmiştir. Bu gelişmeler, dünya döviz piyasalarının büyümesini tetiklemiştir (Grilli ve Roubini, 1990: 89).

Finansal liberalizasyon politikalarının uygulanması sonrasında sermaye girişlerinde yaşanan artış çoğunluğunu döviz cinsinden olmak üzere dış borçlarda artışa, açık yurtiçi piyasalarda içsel tüketimde toparlanmaya ve artan ticari açıklara yol açmıştır. Sermaye girişleri genellikle büyüyen dış açık için finansman yeterliliğini aştığından, döviz kurunun bazen nominal, çoğu zaman reel olarak aşırı değer kazanmasına neden olmaktadır. Sıkı yurtiçi para politikası, sermaye girişlerini destekleyen büyük uluslararası faiz oranı farkları yarattı ve aynı zamanda daha düşük faiz oranlarında yabancı para cinsinden fon talebi için büyük teşviklere yol açtı ve bu da finansal ve finansal olmayan sektör bilançolarında kur uyumsuzluğuna neden oldu (UNCTAD, 1998 aktaran Kregel 2008: 15-16).

Minsky'ye (1984) göre, finansal liberalizasyon politikalarıyla gelişen iç ve dış deregülasyon, spekülatif girişimleri cesaretlendirerek finansal kırılganlığı derinleştirir.

Finansal serbestleşme sürecinden sonra kısa vadeli sermaye girişleri döviz kurlarını yükselterek cari işlemler hesabında bozulmalara sebebiyet verebilir ve sanayi gibi sektörlerde reel büyümeyi etkileyebilir. Yatırım finansmanından spekülasyona geçiş bu durumu kötü yönde etkilemektedir. Sonuç olarak bankaların kötüye doğru giden bilançolarına tepki olarak kısa vadeli çıkışlar arttıkça varlık fiyatları düşmeye başlar, temerrüt riski yükselir ve vade riski artar. En sonunda, ekonomi faiz oranlarında bir artış, kredi daralması, ithalat fiyat enflasyonu ve tükenen yurtiçi talep ile karşı karşıya kalır (Arestis vd., 2005: 251).

Döviz kuru, hem yerli hem de yabancı yatırımlar üzerindeki toplam yatırımı etkileyen, yatırım projelerinin karlılık ve verimliliğinin değerlendirilmesinde etkili bir faktördür. Örneğin, döviz kurundaki uzun vadeli istikrar, yatırımcıların mevcut ve gelecekteki yatırım planları hakkında doğru bir karar vermelerini sağlayan yerel ekonomiyi güvence altına alabilir. Bu durumda, yeterli yatırım kaynaklarını sağlamak için ev sahibi ülkeye daha fazla finansal akış gelmesi beklenir. Ayrıca, çekilen finansal akışlar, finansal yapıyı ve büyümeyi iyileştiren finansman maliyetlerini azaltarak sermaye piyasasını genişletir (Harvey ve Bekaert, 1998: 45).

Finansal serbestleşme sürecinde yaşanan mali krizlerin göreceki fiyatlarda neden olduğu değişikliklerin gelir dağılımı üzerinde de bazı etkileri mevcuttur. Döviz kurundaki değer kaybıyla seyrederek ticari olmayan malların ticari mallara göre fiyatının düşmesine neden olarak ticaret dışı sektörlerde çalışanların gelirlerinin azalmasına neden olur. İhracata yönelik talebin artışa geçmesi para birimindeki değer kaybını takip ederse ihracatçı sektörler daha fazla istihdam ve kazançlar elde edebilir ve bu da gelir kaybının bir kısmını telafi edebilir. Bununla birlikte ithal edilen mal gıda cinsinden olursa döviz kuru değişikliği net gıda tüketicisi olan hane halklarını negatif etkileyebilir (Arestis ve Caner, 2004: 15).

Küresel bir boyuttaki finansal serbestleşme ekonomisinde gelişmekte olan ülkelerde politika alanını koruyabilmek için aşağıdaki şartları gerektirdiği söylenebilir (Kregel 2008: 22).

- Esnek döviz kurları. Latin Amerika'da finansal serbestleşmeyle gelen tüm mali kriz vakalarında istikrarı kötü yönde etkileyen sermaye akışları ya örtülü ya da açık bir döviz kuru garantisinden kaynaklanmaktadır.

- Bu istikrarsız arbitraj akınlardan korunmak ve aşırı değerlenmeyi önlemek için bir tür yönetim formatı gerekecektir. Faiz oranları farkından yaranan dış borçlanmanın getirisini destekleyecek tek yönlü bir politika uygulaması yapılmalıdır.
- Faiz oranları ve döviz kuru üzerinde yönetimi sağlayabilmek için sermaye akışları üzerinde kontrol sağlanmalıdır. Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para ve maliye politikalarındaki yerel kısıtlamalar faiz politikaları tarafından belirlenen faiz oranı farkına maruz kalmayı şartlandıracaktır. Yurt içi faiz oranları veya yatırımlar üzerinde etkisi olmayan bu farkın sermaye akışlarını yönlendirmesini önlemek için uluslararası sermaye akışları üzerinde bir tür kontrol sağlanması gerekmektedir.
- Yabancı sermaye girişlerinin ekonomideki pozitif etkisini sağlayabilmek için ister kamu sektörü, isterse de özel sektör tarafından yapılan döviz ihracatının sınırlandırılması gerekmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme sürecinin ayrıntılı uygulanması ve finans sisteminin deregülasyon politikalarına tabi tutulması toplam yatırımların azalması, faiz oranlarında artım, dış borçların artışa geçmesi, toplam yatırım verimliliğinin azalması gibi ekonomiyi daralmaya sürükleyen birtakım sorunların da ortaya çıkmasına neden olabilir.

### 3. BÖLÜM

#### LİTERATÜR TARAMASI VE EKONOMETRİK ANALİZ

Bu bölümde ilk olarak literatürde finansal gelişme ile ekonomik büyüme, enflasyon, faiz, döviz kuru ve istihdam arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar ele alınmış, çalışmalarda kullanılan yöntem, veri seti, kaynaklar ve sonuçlar vurgulanmıştır. Daha sonra finansal gelişmenin ekonomik büyüme ve enflasyon üzerindeki etkisinin ekonometrik analizini yapabilmek için seçilmiş veri seti hakkında bilgiler verilmiş, kullanılan yöntem ve bulgular kısmıyla analiz sonuçları gösterilmiştir.

##### 3.1. LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde makroekonomik değişkenler ile finansal derinleşme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara değinilerek literatür taraması yapılmıştır.

###### 3.1.1. Ekonomik Büyüme

Ahmed (2013), yazar çalışmasında 21 Sahra altı Afrika (SSA) ülkesinde 1981-2009 dönemi verileri aracılığıyla finansal liberalleşmenin ekonomik büyüme ve finansal derinleşme üzerindeki etkisini panel veri analizi, GMM tahmincisi aracılığıyla incelemeye çalışmıştır. Sonuçlar finansal liberalleşmenin SSA bölgesindeki gelir artışıyla negatif ilişki içerisinde olduğunu göstermiştir. Ayrıca, sonuçlar kurumsallaşmanın ve beşeri sermaye gelişiminin finansal gelişme ve ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Alrabadi ve Kharabsheh (2016), çalışmalarında 1992-2014 yıllarında Ürdün’de finansal derinleşme ve büyüme arasındaki ilişkiyi 3 aylık veriler kullanarak Granger nedensellik ve Johansen-Juselius eşbütünleşme testleri aracılığıyla incelemiştir. Testlerde büyüme göstergesi olarak kişi başına GSYH büyüme oranı, finansal derinlik göstergeleri olarak bankalar tarafından özel sektöre verilen toplam kredinin GSYH’ye oranı, toplam mevduatın GSYH’ye oranı, M2/GSYH değişkenleri kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak ise enflasyon, tüketici fiyat endeksi, dış açıklık endeksi, toplam ithalat ve ihracatın GSYH’ye oranları kullanılmıştır. Yazarlar sonuç olarak Ürdün ekonomisi için finansal derinleşmenin kısa vadede büyüme üzerinde anlamlı etkisinin olmadığını, uzun vadede kontrol değişkenleri ile büyüme arasında bağımsız

anlamli bir iliŒki olduğunu soylemektedirler. Özel sektöre verilen kredi miktarı ölçüldüğünde büyüme ve finansal derinleşme arasında iki yönlü nedensellik iliŒkisinin olduğu, M2 olarak bakıldığında ise büyümeden derinleşmeye tek yönlü bir iliŒki olduğunu söylenmektedirler.

Apergis vd. (2007), çalışmalarında Finansal derinleşme ve ekonomik büyüme iliŒkisini 15 OECD ülkesi ve 50 OECD'ye üye olmayan ülke grubu için incelemişlerdir. 1975-2000 yılları temel alınarak panel veri analizi aracılığıyla yapılan incelemede finansal derinleşmeyi temsil etmek için M3/GSYH, banka kredisi ve özel sektör kredisi olmak üzere üç değişken kullanılmıştır. Büyümeyi inceleyebilmek için kişi başına GSYH değişkeni ve kontrol değişkenleri olarak da ortalama eğitim süresi, beşeri sermaye, yatırımın çıktı içindeki payı, hükümet harcamaları ve ticaret hacmi değişkenleri kullanılmıştır. Yazarlar finansal derinleşme, büyüme ve kontrol değişkenleri arasında tek bir uzun vadeli denge iliŒkisinin varlığından bahsetmektedirler. Ayrıca, finansal derinleşme ve büyüme arasında iki yönlü nedensellik iliŒkisinin bulunduğu kanısına varmışlardır.

Ardıç ve Damar (2006), çalışmalarında Türkiye'de 2001 mali kriz dönemi sonrası finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki iliŒkiyi incelemeye çalışmışlardır. Makalede 1996-2001 dönemi yıllık verileri aracılığıyla Dinamik Panel Veri Analizi, Geleneksel OLS ve GMM tahmincisi yöntemi aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Çalışmada Türkiye İstatistik Kurumundan alınan kişi başına düşen GSYH, nüfus artışı, eğitim, sağlık, ticari açıklık, toplam mevduatların GSYH'ye oranı, toplam kredilerin GSYH'ye oranı, ticari banka varlıklarının GSYH'ye oranı değişkenleri kullanılmıştır. Sonuçlar finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir negatif iliŒki olduğunu göstermektedir. Analiz için incelenen dönemde küresel mali krizin etkilerinin ağırlıklı olarak mevcut olması finansal derinleşme ve büyüme iliŒkisinin negatife dönmesindeki en büyük sebep olarak görülmüştür. Analiz döneminde bankacılık sektörünün fonlarını hükümete kanalize ederek Hazine Müsteşarlığına finansman sağlamak zorunda olması bankacılık sektörünün büyümesini engellemiştir.

Bakang (2015), çalışmasında Kenya ekonomisi için finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini 2000-2013 yılları çeyrek dönem verileri aracılığıyla incelemeye çalışmıştır. Ampirik analiz kısmında Zaman Serisi Yöntemi, Johansen Jeluisus Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi, Vektör Hata

Düzeltilme Modeli yöntemlerini kullanan yazar Kenya Milli İstatistik Bürosundan aldığı likit yükümlülükler, özel sektöre krediler oranı, ticari-merkez bankası varlıkları, ticari banka mevduatları değişkenlerinden yararlanmıştır. Yazar elde edilen bulguları 4 gruba ayırmıştır. İlk ticari bankaların likit yükümlülüklerinin Kenya'daki GSYİH büyümesi üzerindeki etkilerini belirlemektir. Bulgular, finans sektörünün büyüklüğünü ölçen likit yükümlülüklerin GSYİH üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. İkinci amaç, özel sektöre verilen kredinin Kenya'daki GSYİH büyümesi üzerindeki etkisini belirlemektir. Ampirik bulgular, finans sektörünün faaliyetini özel sektörde tasarruf sahiplerinden yatırımcılara kanallandırmak suretiyle ölçen özel sektöre verilen kredinin, çalışma döneminde ekonominin büyümesini olumlu ve önemli ölçüde etkilediğini göstermiştir. Üçüncü amaç, ticari merkez bankası varlıklarının Kenya'daki GSYİH büyümesi üzerindeki etkilerini belirlemektir. Bu göstergenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür. Dördüncü hedef, ticari banka mevduatlarının Kenya'daki GSYİH büyümesi üzerindeki etkisini belirlemektir. Bankacılık sektörünün likiditesini gösteren ticari banka mevduatları, çalışma döneminde ekonomik büyümeyi olumlu ve önemli ölçüde etkilemiştir.

Calderon ve Liu (2003), yazarlar bu çalışmada 109 gelişmekte olan ve sanayileşmiş ülke için 1960-1994 dönemi yıllık verileriyle finansal kalkınma ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Geweke ayrışma testi aracılığıyla sınamaya çalışmışlardır. Sonuçlar finansal kalkınmanın ekonomik büyümeye yol açtığını, finansal kalkınma ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü Granger nedenselliğinin olduğunu, finansal derinleşmenin pozitif etkilerinin gelişmekte olan ülkelerde sanayileşmiş ülkelere nazaran daha efektif olduğunu, uzun dönemde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye yol açtığını ve finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi hızlı sermaye birikimi ve üretkenlik artışı aracılığıyla desteklediğini ortaya koymaktadır.

Ghildiyal vd. (2015), Hindistan ekonomisi için 1991-2014 dönemi yıllık verileri aracılığıyla finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemeye çalışmışlardır. Zaman Serisi Analizi, ARDL Sınır Testi ve Granger Hata Düzeltilme Modeli yaklaşımı aracılığıyla ekonometrik modellemeyi yapan yazarlar Hindistan Merkez Bankasından alınan kişi başına düşen GSYH, M2/GSYH, hisse senedi piyasasının kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı (hisse senedi piyasasının

gelişme indeksi), özel sektöre yurtiçi kredi/GSYH, toplam ticaretin GSYH'ye oranı değişkenlerini modelleme için kullanmıştır. Sonuçlar, uzun dönemde finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasında dengeli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Finansal derinleşmenin hem uzun hem de kısa vadede ekonomik büyümeye neden olduğu vurgulanmaktadır. Politika yapıcılar ekonomik büyümeyi artırmak için finansal sistemin gelişimini destekleyen uygulamaları, özel sektörün krediye erişim imkanlarını ve dış ticareti artırmak için özel çabalar göstermelidirler.

Gries vd. (2011), çalışmalarında Latin Amerika ve Karayiplerden seçilmiş 13 ülke için finansal derinleşme, ticari açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin varlığını araştırmaya çalışmışlardır. 1960-2004 dönemi yıllık verilerini kullanarak ekonometrik modelleme için Zaman Serisi analizi aracılığıyla eşbütünleşme testi, Granger Nedensellik testi, VAR Modeli, Vektör Hata Düzeltme Modeli yaklaşımlarını kullanmışlardır. Modelde Finansal Gelişim ve Yapı Veri Tabanından derlenmiş ticari banka varlıklarının, ticari banka ve merkez bankası varlıklarına oranı, likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, mevduat bankalarından özel sektöre kredinin GSYH'ye oranı, banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, reel kişi başına düşen GSYH, toplam ithalat ve ihracatın GSYH'ye oranı değişkenleri kullanılmıştır. Sonuçlar, finansal ağırlıklı büyümenin olmadığını, çift yönlü finans-büyüme ilişkisinin olduğunu, genel olarak finansal derinleşme ve büyüme ilişkisinde talep çekişli veya önemsiz bir nedensellik olduğunu, finansal derinleşme ve ticaret değişkenlerinin ilişkisinin tutarlı ekonomik performansa dönüşme potansiyelinin olmadığını ve genel olarak finansal derinleşmenin ekonomide etkinliği sağlayan güç olmadığını göstermektedir. Yazarlar birçok ülkede olduğu gibi 13 Latin Amerika ve Karayip ülkesinde de finansal derinleşmenin etkisiz kaldığını ve finansal derinleşmeye dayalı politikalar yerine kurumlar ve diğer temel büyüme faktörlerini içeren daha dengeli politikaların uygulanmasını önermektedir.

Hamdi vd. (2014), çalışmalarında 1980-2012 yılları için Körfez İş birliği Konseyi ülkelerinde finansal kalkınma ve büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi panel birim kök testleri, hata düzeltme modeli ve panel eşbütünleşme testleri aracılığıyla test edilmeye çalışılmıştır. Değişkenler olarak M2/GSYH oranı, özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı, brüt sabit sermaye oluşumunun GSYH'ye oranı ve büyümeyi ölçümlemek için de GSYH değişkeni kullanılmıştır. Sonuçlar finans sektöründe kaydedilen gelişmelerin büyümeyi pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Ayrıca,

finans sektöründeki gelişmelerin ülkelerin petrol gelirlerine bağımlılığın azaltılmasında etkili rol oynayabileceğini de yazarlar sonuçlarına eklemektedirler.

Hasan vd. (2009), 1983-2002 dönemi verilerini kullanarak Çin illerinde son 20 yılda kurumsal gelişmenin, finansal derinleşmenin ve siyasi çoğulculuğun büyüme oranları üzerindeki rolünü panel veri analizi aracılığıyla araştırmıştır. Bir geçiş ekonomisi olarak görülen Çin’de kurumsal gelişmelerin, piyasa ekonomisinin ortaya çıkması ve yasallaştırılmasının, mülkiyet haklarının korunmasının, özel sektörün büyümesinin, finans sektörü kurumlarının ve piyasalarının gelişimi ve siyasi kurumların serbestleşmesinin Çin’in ekonomik yapısında ve büyümesinde nedenli izler bırakacağını gözlemlemek için kurulan regresyon modelinde finansal piyasaların gelişmesinin, yasal ortamın, mülkiyet hakları farkındalığının ve politik çoğulculuğun güçlü bir ekonomik büyümeyle bütün oluşturduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Hasanov ve Huseynov (2013), çalışmalarında 2000-2009 dönemi çeyrek verileri aracılığıyla Azerbaycan ekonomisi için banka kredilerinin petrol dışı sektörlerin çıktısı üzerindeki etkilerini ARDL sınır testi yaklaşımı ve Engle-Granger iki aşamalı metodolojisini kullanarak incelemiştir. Analizde reel petrol dışı ticaret çıktı oranı, petrol dışı sektörler banka kredilerinin oranı ve döviz kuru değişkenleri kullanılmıştır ve Azerbaycan Merkez Bankasından temin edilmiştir. Sonuçlar banka kredilerinin hem uzun vadeli hem de kısa vadeli olarak petrol dışı sektörlerin çıktıları üzerinde olumlu etkileri olduğunu göstermektedir.

Huang ve Singh (2011), 1992-2006 yıllarında Sahra altı Afrika’daki 37 ülke için finansal derinleşme ve yoksulluk arasındaki ilişkinin incelenmesini konu alan çalışmada veri analizinin yapılabilmesi için panel data analizinden ve uygulanabilir genelleştirilmiş en küçük kareler (FGLS) yönteminden yararlanılmıştır. Elde edilen bulgular finansal derinleşmenin gelir eşitsizliği üzerinde etkili rol oynayabileceğini ve yoksulluğu azaltabileceğini, daha güçlü mülkiyet haklarının ise bu etkileri güçlendirdiğine işaret etmektedir. Yazarlar finansal derinleşmeye faiz oranı ve kredilerin serbestleştirilmesinin, kurumsal reformların, güçlü mülkiyet haklarının ve alacaklı bilgilerine daha güçlü erişimin eşlik etmediği takdirde yoksulların zarar göre bileceğini de belirtmektedirler.

Lyoboyi (2013), Nijerya’da 1981-2010 döneminde eşbütünleşmeye dayanan sınır testi yaklaşımıyla finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini

incelemeyi amaçlayan yazar, banka ve banka dışı olmakla değişken sınırlamasını iki yönde ayırmıştır. Çalışmada finansal derinleşmenin büyümedeki etkisinin daha iyi ölçülebilmesi için banka sektörü ve hisse senedi piyasalarının gelişimi birlikte ele alınmıştır. Elde edilen bulgular finansal derinleşme ve büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Çift yönlü nedensellik büyümeden banka dışı finansal derinleşmeye de pozitif etkilerin yaşanmasını tetiklemektedir. Yazar finansal derinliğin kasıtlı olarak artırılmasını destekleyen politikaların şiddetle uygulanmasının zorunlu olduğunu vurgulamaktadır.

Marashdeh ve Al-Malkawi (2014), 1970-2010 dönemi yıllık verileri kullanılarak Suudi Arabistan'da finansal derinleşme ve ekonomik büyüme ilişkisi otoregresif dağıtılmış gecikme yaklaşımı kullanılarak incelenmiştir. Değişkenler olarak M2/GSYH oranı, kamu harcamalarının GSYH'ye oranı, mal ve hizmetlerin ihracatının GSYH'ye oranı ve ticari açıklık göstergesi kullanılmıştır. Büyümeyi ölçebilmek için GSYH değişkeni kullanılmıştır. ARDL modelinden elde edilen sonuçlara göre, uzun vadede finansal derinleşme ve büyüme arasında anlamlı ilişkiye rastlansa da kısa vadede çift yönlü dinamik bir ilişki görülmemektedir. Yazarların elde ettiği genel sonuç, Suudi Arabistan'da finansal derinleşmenin büyümeyi teşvik ettiği yönündedir.

Öztürk ve Çoltu (2018), çalışmalarında Türkiye'de 2001-2016 dönemi için finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye etkisini Toda-Yamamoto analizi ve Granger nedensellik analizi aracılığıyla test etmeye çalışmışlardır. Bağımsız değişken olarak ekonomik büyümeyi kullanan yazarlar, bağımlı değişken olarak finansal derinleşmeyi simgelemesi için toplam kredi miktarının logaritması/ mevsimsellikten arındırılmış GSYH'nin logaritması, özel sektöre kredi hacmi/GSYH ve M2/GSYH değişkenlerini kullanmışlardır. Sonuçlar bu iki gösterge arasında uzun dönemde nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Yazarlar finansal derinleşmenin pozitif etkilerinin artırılması için finans sisteminin geliştirilmesinin, finansal kurum ve araç çeşitliliğinin artırılmasının gerekliliğini vurgulamaktadırlar.

Pradhan (2010), Hindistan ekonomisi için 1970-2007 dönemi yıllık verileri aracılığıyla finansal derinleşme, doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki uzun vadeli denge ilişkisinin varlığını test etmeye çalışmıştır. Ekonometrik analiz kısmında Zaman Serisi analizi, VAR Modeli, Johansen- Jeluisus Eşbütünleşme testi, Granger Nedensellik testi, Granger Hata Düzeltme Modeli yaklaşımları

kullanılmıştır. Değişkenler olarak Hindistan Rezerv Bankası, Uluslararası Finans İstatistikleri, Uluslararası Para Fonundan toplanmış kişi başına düşen GSYH, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı, geniş para arzının GSYH'ye oranı verileri kullanılmıştır. Sonuç olarak, finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında eşbütünleşme vektörünün olduğu kanıtlanmıştır. Granger Nedensellik testi doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu, finansal gelişmeden doğrudan yabancı yatırımlara doğru tek yönlü nedenselliğin olduğunu göstermektedir. Bulgular finansal derinleşmenin hem doğrusal hem de dolaylı olarak doğrudan yabancı yatırımlara ve ekonomik büyüme katkısı olduğunu söylemektedir. Yazar politika yapımcıların finansal sistemin gelişimine katkıda bulunacak uygulamaları desteklemelerini ve finansal sistemi geliştirecek reformlar yapılmasını tavsiye etmektedir.

Rousseau ve Wachtel (2011), Çalışmalarında 1960-2004 dönemi yıllık verileri kullanılarak 84 ülke için yatay kesit ve panel veri analizi yardımıyla finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemeye çalışmışlardır. Finansal derinleşme ve büyüme arasındaki ilişkiyi 3 perdede inceleyen araştırmacılar ilk önce bank sektörünü ele almış ve mali krizlerin önüne geçilmesinde finansal derinleşmenin güçlü etkiye sahip olduğunu belirtmişlerdir. İkinci olarak Lucas kritiğinin geçerliliğini sınavarak liberalizasyonun finansal derinleşmeni etkilemediğini belirtmişlerdir. Son olarak da finans etkisinin ortadan kalkmasının hisse senedi piyasalarındaki emisyonun büyüme üzerindeki etkisinden kaynaklı olup olmadığı test edilmiştir. Sonuçların hisse senedi piyasalarından kaynaklandığına dair herhangi bir gösterge bulunamamıştır. Yazarlar finansal derinleşmeye mali sektör reformu ve uygun politikalar eşlik ettiği zaman büyüme üzerinde daha etkili olduğunu belirtmektedirler.

Sugiyanto ve Yolanda (2020), çalışmalarında finansal derinleşmenin ekonomik büyüme, gelir eşitsizliği ve yoksulluk oranları üzerindeki etkisini analiz etmeye çalışan yazarlar 1991-2015 dönemi yıllık verileri aracılığıyla 73 ülke için panel veri analizi yöntemini kullanmışlardır. Ekonometrik analiz sonuçları finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkileri olduğunu, ancak gelir eşitsizliği ve yoksulluk oranları üzerinde negatif etki bıraktığını göstermektedir. Finansal derinleşme gelişmiş ekonomilerde büyüme üzerinde önemli etki gösterirken

gelişmekte olan ülkeler üzerinde ise gelir eşitsizliği ve yoksulluk oranları üzerinde önemli etkiler göstermektedir.

Tan vd. (2017), yazarlar Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği (Kamboçya, Laos ve Vietnam) için 1996-2010 yılları 3 aylık verilerle finansal derinleşme ve ekonomik büyüme ilişkisini Geweke nedensellik testi aracılığıyla değerlendirmeye çalışmışlardır. Kişi başına GSYH büyüme oranları, M2/GSYH ve özel sektöre yurtiçi kredinin GSYH'ye oranları değişkenlerini temel alarak yapılan araştırmada Finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi Laos ekonomisi için tetiklediği sonucuna varmışlardır. Aynı zamanda, orta gelirli ülkelerde finansal derinleşmenin büyümeyi Kamboçya gibi düşük gelirli ülkelere nazaran daha iyi etkilediği sonucuna varılmıştır.

Wang (2019), araştırmasında Çin'de 1992-2012 dönemi verileri aracılığıyla finansal gelişim ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmeye çalışmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını ve bu ilişkinin yönünün belirlenmesi için Granger nedensellik testi ve değişkenlerin parametrelerinin tahmin edilebilmesi için vektör hata düzeltme modeli kullanılmıştır. Sonuçlar Çin'de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü Granger nedenselliği olduğunu ve ekonomik büyümenin finansal gelişimi önemli ölçüde artırabileceğini göstermektedir.

Williams (2019), çalışmasında 1970-2014 dönemi 5 yıllık ortalama panel verileri aracılığıyla kredi piyasası derinleşmesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma sonuçlarında iki ana bulgu öne çıkmaktadır. İlk bulgu yükselen ve gelişmekte olan ekonomiler panelinde kredi piyasasının derinleşmesinin ekonomik büyüme üzerinde negatif etkiye sahip olduğu yönündedir. İkinci ana bulgu ise demokratik kurumların işleyişinin kredi piyasasının derinleşmesinin ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkilerini azalttığı yönündedir.

Finansal gelişme ile büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara bakıldığında iki değişken arasında pozitif ilişkinin varlığını gösteren ampirik bulguların çoğunluk teşkil ettiği görülmektedir. Apergis vd. (2007), Bakang (2015), Calderon ve Liu (2003), Ghildiyal vd. (2015), Hamdi vd. (2014), Hasan vd. (2009), Hasanov ve Huseynov (2013), Huang ve Singh (2011), Lyoboyi (2013), Marashdeh ve Al-Malkawi (2014), Öztürk ve Çoltu (2018), Pradhan (2010), Rousseau ve Wachtel (2011), Sugiyanto ve Yolanda (2020), Tan vd. (2017) ve Wang (2019) çalışmalarında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna

varmışlardır. Ahmed (2013), Alrabadi ve Kharabsheh (2016), Ardiç ve Damar (2006) ve Williams (2019) ise çalışmalarında finansal gelişme ve büyüme arasında negatif ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Gries vd. (2011) ise çalışmalarında değişkenler arasında zayıf ilişki olduğunu vurgulamışlardır.

### **3.1.2. Enflasyon**

Alimi (2014), çalışmasında Nijerya’da enflasyon ve finansal derinleşmenin çıktığı büyümesine etkisini VAR Modeli ve DOLS Eşbütünleşme Vektörü Tahmini yaklaşımıyla 1970-2012 dönemi yıllık verileri yardımıyla incelemeye çalışmıştır. Makalesinde Dünya Bankası ve Uluslararası Finansal İstatistikler kurumundan toplanan özel sektöre yurt içi kredilerin GSYH’ye oranı, reel GSYH, toplam hükümet harcamaları, enflasyon oranı, ticaret açıklığının toplam ihracat ve ithalata oranı değişkenlerini kullanmıştır. Sonuçlar, büyüme üzerindeki enflasyon etkisinin finansal kalkınmadan bağımsız olduğuna, büyüme üzerindeki finansal gelişim etkisinin ise enflasyona bağlı olduğuna dair bir gösterge sunmaktadır. GSYH ve enflasyon değişkenleri arasında kısa vadeli nedensellik ilişkisinin olmadığı görülmektedir. GSYH ve finansal gelişme arasındaysa kısa vadeli çift yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır. Yazar son olarak finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisinin enflasyona bağlı olduğunu söylemektedir.

Asongu (2014), çalışmasında 10 Afrika ülkesi için 1980-2010 dönemi verilerini kullanarak panel veri analizi yöntemiyle enflasyon finansal dinamiklerle düzeltilbilir mi? sorusunu cevaplamaya çalışmıştır. Ekonometrik yöntem kısmında dengeli panel veri analizi yaparak eşbütünleşme testi, Vektör Hata Düzeltme Modelinden yararlanan yazar değişkenler olarak da M2/GSYH, finansal sistem mevduatları, mevduat bankalarından özel sektöre yurtiçi kredi, mevduat bankalarından ve diğer kuruluşlardan özel sektöre yurtiçi kredi, banka mevduatları için banka kredisi, finansal sistem mevduatları üzerinden finansal sistem kredisi ve enflasyon göstergeleri kullanılmıştır. Ekonometrik analiz sonuçları olarak üç ana bulgu tespit edilmiştir. İlk olarak enflasyon ile finansal sistemin temel unsurları arasında önemli uzun vadeli ilişkilerin varlığı tespit edilmiştir. İkinci olarak, hata düzeltme mekanizması tüm şartnamelerde sabittir, ancak herhangi bir dengesizlik durumunda, enflasyonu uzun vadeli ilişkiye göre ayarlama yalnızca finansal derinlik önemlidir. Son olarak da uzun vadede bankaların parayı krediye dönüştürme kabiliyetindeki kısa vadeli

ayarlamalar enflasyonu düzeltmede önemli değildir. Yazara göre bu, büyük olasılıkla fazla likidite sorunlarından kaynaklanmaktadır.

Bandura (2020), çalışmasında 23 Sahra Altı Afrika ülkesinde enflasyonun finans-büyüme ilişkisine etkisini analiz etmeye çalışmıştır. Makalede, 1982-2016 dönemi 5 yıllık ortalama verileri aracılığıyla dinamik olmayan panel eşik yaklaşımı aracılığıyla veriler incelenmeye çalışılmıştır. Analizde, mevduat bankalarından özel sektöre ayrılan kredilerin GSYH'ye oranı, mevduat bankaları ve diğer finansal kuruluşlardan özel sektöre ayrılan kredilerin GSYH'ye oranı, likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, mevduat bankaları varlıklarının GSYH'ye oranı, enflasyon, ticaret hacmi, brüt sabit sermaye oluşumu ve kişi başına düşen GSYH değişkenleri kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitiften negatife döndüğü enflasyon eşiği %31 olarak bulunmuştur. Bu oran genel olarak sanayileşmiş ülkelerde elde edilen sonuçlarla kıyaslandığında oldukça yüksektir. Ayrıca, finansal kalkınma mevduat bankaları ve diğer finansal kurumlar tarafından özel kredilerle temsil edildiğinde (GSYH'nin %'si), ancak finansal kalkınmanın belirlenen eşiğin ötesinde ekonomik büyüme üzerinde daha da yüksek bir olumlu etkisi olduğunda elde edilen %13'lük enflasyon eşiği vardır.

Bennaceur ve Ghazouani (2005), bu makalede MENA bölgesi ülkeleri için enflasyonun finans sektörünün işleyişi üzerindeki etkisini araştırmaktadırlar. 11 MENA bölgesi ülkesi için 1979-1999 dönemi verileriyle yapılan araştırmada Panel Veri Analizi ve GMM Tahmincisi yönteminden yararlanılmıştır. Arap Para Fonu ve Dünya Bankası Göstergeleri veri tabanlarından alınan GSYH üzerinden listelenen tüm hisselerin toplam piyasa değeri, GSYH'nin üzerinde özel sektöre yurtiçi kredi, Bir yıllık dönemde artan tüketici fiyat endeksi oranı, uluslararası dolar cinsinden GSYH, orta öğretim düzeyinde brüt kayıt oranı, GSYH üzerinden devlet nihai tüketim harcamaları modelin oluşturulmasında kullanılan değişkenlerdir. Ampirik analiz sonuçları, enflasyon ve finansal sektör performansı arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını ve enflasyonun hisse senedi piyasası ve bankacılık sektörü üzerinde önemli bir negatif etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Bittencourt, (2011), çalışmasında Brezilya'da 1985-2004 döneminde enflasyon ve finansal gelişme arasında gerçekleşen ilişkiyi zaman serisi, panel zaman ve panel veri analizi aracılığıyla incelemeye çalışmıştır. Finansal derinleşmeyi simgelemek için  $m2/GSYH$ ,  $m3/GSYH$ ,  $kredi/GSYH$ ,  $çalışanlar/GSYH$  verileri kullanılmıştır.

Özellikle enflasyon ve krizlerin yüksek görüldüğü Brezilya’da araştırma sonuçlarına göre enflasyon finansal gelişme önünde engel teşkil etmektedir. Panel veri analizleri enflasyondaki her %10’luk düşüşün gelişmeyi %0,55 oranında artırdığını göstermektedir. Bunun nedeni belirsizliğin daha az olduğu zamanlarda kredilere erişim oranlarının artmasıdır.

Boyd vd. (1996), çalışmasında enflasyon ve finans piyasası performansı arasındaki ilişkiyi araştırmaya çalışmışlardır. Araştırmada iki veri seti ve veri grubuyla çalışan yazarlar ilk önce banka verileri adını verdiği grupta 1960-1989 dönemi verilerini kullanarak 119 ülke için panel veri analizi yöntemi ile regresyonu gerçekleştirmişlerdir. Likit yükümlülüklerin GSYH’ye oranı, yarı likit yükümlülükler, özel sektör kredilerinin GSYH’ye oranı, özel sektör kredilerinin GSYH’ye oranı, mevduat bankası varlıklarının mevduat bankası artı merkez bankası varlıklarına oranı, kişi başına düşen GSYH ve enflasyon değişkenleri ilk grubun analizinde kullanılan değişkenlerdir. İkinci olarak ise borsa verileri adı verilen grupta 51 ülke için 1970-1993 dönemi verilerini kullanarak panel veri analizi yöntemiyle ekonometrik tahmin yapmaya çalışmışlardır. Analiz verileri olarak ülkelerin büyük borsalarında listelenen yerli şirket hisseleri değerinin GSYH’ye oranı, ülkelerin büyük borsalarında işlem gören yerli hisse senetlerinin toplam değerinin GSYH’ye bölümü ve işlem gören yerli hisse senetlerinin toplam değerinin yerli hisse senetlerinin toplam değerine bölümü verilerini kullanmışlardır. Sonuçlar, enflasyon ve finansal piyasa performansı arasında son derece güçlü negatif korelasyon olduğunu göstermektedir. Enflasyon belirli bir eşiği aştığında özellikle bankacılık ve hisse senedi piyasası faaliyetlerinin miktarında düşüşler yaşanmaktadır. Belirli bir eşiğin üzerindeki enflasyon durumunda enflasyon ve finans piyasası gelişimi arasında ilişki durumunun olmadığı görülmektedir. Yazarlar, kritik (sürekli) enflasyon oranının %15 kadar düşük olabileceğini vurgulamaktadır.

Chimobi (2010), çalışmasında Nijerya’da 1970-2005 dönemi yıllık verileri ile zaman serisi analizi yardımıyla enflasyon ve büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Ekonomik metodoloji kısmında VAR analizi, J-J eşbütünleşme testi ve Granger nedensellik testini kullanan yazar tüketici fiyat endeksi ve GSYH değişkenlerini analiz göstergeleri olarak seçmiştir. Sonuçlar, enflasyon ve ekonomik büyüme arasında uzun dönem ilişkisinin olmadığını, Granger nedensellik testiyse 2. ve 4. gecikmede enflasyondan büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Yazar, literatüre ve ampirik bulgulara dayanarak yüksek enflasyonun büyüme üzerinde olumsuz etki yarattığını vurgulamaktadır.

Keho (2010), çalışmasında 7 Afrika ülkesi için finans-büyüme ilişkisinin gücüne enflasyonun etkisinin olup olmadığını 1966-2005 aralığı yıllık verileri aracılığıyla Panel Eşik Yaklaşımı yardımıyla incelemeye çalışmıştır. Analizde kullanılan veriler Batı Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği, Dünya Kalkınma Göstergeleri ve Dünya Ekonomik Görünümü Veri Tabanından alınmıştır. Ekonometrik modelde değişkenler olarak M2/GSYH, likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, banka likit rezervlerinin banka varlıklarına oranı, özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ye oranı, enflasyon göstergeleri kullanılmıştır. Sonuçlar, 7 Afrika ülkesinde finansal derinleşmenin büyümeyi teşvik etmediğini göstermektedir. Finansal derinleşme büyümeyi yalnızca M2'nin GSYH'ye oranı %36,5 olarak düşünülen eşik düzeyini aştığında etkilemektedir. Modellemede kullanılan ülkelerde ise bu değer ortalama olarak %25 civarındadır. Bu bağlamda, finansal sistemin etkinliğinin genişletilmesi büyümenin teşvik edilmesine neden olacaktır. Sonuçlar enflasyon seviyesi ne olursa olsun finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde etkisiz olduğunu göstermektedir.

Khan vd. (2006), çalışmalarında teorik literatürde enflasyonun finansal derinleşmeyi engellediği, eşik enflasyon seviyesine kadar enflasyonun finansal derinleşme üzerinde olumlu etkiye sahip olduğu düşüncesinden yola çıkarak enflasyon ve finansal derinleşme arasındaki ilişkiyi analiz etmeye çalışmışlardır. Panel veri analizi aracılığıyla gelişmekte olan ve sanayileşmiş 168 ülke baz alınarak yapılan çalışmada 1960-1999 dönemi yıllık verileri kullanılmıştır. Yazarlar finansal derinleşme göstergesi olarak özel sektöre yurt içi kredi/GSYH, borsa kapitalizasyonu/GSYH ve özel ve kamu tahvil piyasası kapitalizasyonu/GSYH değişkenlerini kullanmışlardır. Ekonometrik bulgular finansal derinlik ölçüsüne bağlı olarak enflasyon eşik seviyesinin 3-6 aralığında olduğunu söylemektedir. Ayrıca, yıllık enflasyonun oranının %5'den %20'e değişimi seçili ülkelerde GSYH'ni %90 etkilemektedir.

Kim ve Lin (2010), çalışmalarında enflasyon ve finansal gelişme arasında dinamik ilişkinin varlığını araştıran yazarlar 87 ülke için 1960-2005 dönemi verileri ile panel veri analizi ve otoregresif dağıtılan gecikme yöntemini kullanarak araştırma sorusunu cevaplamaya çalışmışlardır. Finansal gelişme göstergesi olarak özel sektör

kredileri, likit yükümlülükler ve banka varlıkları verilerini kullanan yazarlar enflasyonu simgelemek için tüketici fiyatı endeksini kullanmıştır. Ayrıca, modele kişi başına düşen GSYH, kamu harcamaları ve ithalat ve ihracatın toplamının GSYH'ye oranı değişkenleri de eklenmiştir. Ekonometrik sonuçlara göre, finansal gelişme ve enflasyon arasında uzun dönemde negatif, kısa dönemde ise pozitif bir ilişki bulunmuştur. Yazarlar verilerin farklı gelir ve enflasyon düzeyine sahip ülkeler gruplarına göre sınırlandırıldığında bu sonuçların düşük geliri ve düşük enflasyonlu ülkelerde görülebileceğini söylemektedirler.

Lee ve Wong (2005), çalışmalarında Tayvan ve Japonya ekonomisi için enflasyonist eşik etkisinin finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine etkisini incelemeye çalışmışlardır. Panel Veri Analizi ve Otoregresif Eşik Yaklaşımı yöntemiyle Tayvan için 1965'in ilk çeyreğinden 2002'nin son çeyreğine Japonya için 1970'in ilk çeyreğinden 2001'in son çeyreğine kadar olan veriler aracılığıyla değişkenler arasındaki ilişki incelenmeye çalışılmıştır. Tayvan için temel yıl 2001, Japonya içinse 1995 yılı belirlenmiştir. Tayvan Eğitim Bakanlığı tarafından yayımlanan AREMOS Ekonomik İstatistik Veri Tabanı ve İMF'nin Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanından derlenen GSYH büyüme oranı, nüfus artışı hızı, yurtiçi sabit sermaye oluşumunun GSYH'ye oranı, finansal sektörün reel likit yükümlülüklerinin GSYH'ye oranı, reel ihracat oranı, tüketici fiyatı endeksinin GSYH'ye oranı modelde kullanılan değişkenlerdir. Sonuçlar, Tayvan ve Japonya için finans-büyüme ilişkisine enflasyonun etkisinin olduğunu kanıtlar niteliktedir. Tayvan için 1 Japonya için 2 eşik değeri mevcuttur. Ampirik sonuçlar finansal gelişmenin büyümeyi desteklemesi için düşük ve orta enflasyon oranlarının olmasının gerekliliğini söylemektedir. Bu bağlamda, finansal kalkınmanın büyümeyi önemli ölçüde destekleyebileceği eşik düzeyi Tayvan için %7,25, Japonya için %9,66 düzeyinde görünmektedir.

Lu vd. (2017), çalışmalarında ABD ve Çin ekonomisi için finansal gelişme ve para arzı, ekonomik büyüme, enflasyon arasındaki ilişkini ampirik açıdan incelemeye ve bu iki dev ekonomini karşılaştırmaya çalışmışlardır. ABD için 1991-2014 Ç1:Ç4 dönemi verilerini Çin ekonomisi içinse 2002-2014 Ç1:Ç4 dönemi verilerini kullanarak VAR Modeli, Granger Nedensellik Analizi, Etki-Tepki fonksiyonu analiz tekniklerini kullanarak ölçümleri gerçekleştirmişlerdir. Analizlerin gerçekleştirilmesi için Wind Veri Tabanından toplanan reel GSYH, M2/GSYH, tüketici fiyatı endeksi, finansal

gelişme endeksi değişkenleri kullanılmıştır. Sonuçlar, ekonomik finansallaşmanın para arzı, ekonomik büyüme ve enflasyon arasındaki sapma fenomenine iyi bir açıklama getirdiğini ve hayali ekonomi ile reel ekonomi arasındaki etkileşimli ilişkinin gittikçe daha yakın hale geldiğini göstermektedir. Dahası, ABD ekonomisi için reel sektör getirisinin etkinliği yerini hizmet sektöründen sağlanan gelire bırakmıştır. Çin ekonomisi içinse hala sanayileşme döneminden ekonomik finansallaşma kademesine geçiş sürecinin devam ettiği görünüyor.

Odhiambo (2009a), Kenya'da finans-büyüme ve enflasyon ilişkisini zaman serisi analizi yardımıyla 1969-2006 dönemi yıllık verileri aracılığıyla analiz etmeye çalışmıştır. Yazar finans büyüme ve enflasyon değişkenleri olarak M2, GSYH ve tüketici fiyat endeksi değişkenlerini kullanmıştır. J-J eşbütünleşme analizi ve Granger nedensellik testi aracılığıyla yapılan testler ekonomik büyümenin finansal gelişmeye neden olduğunu ve enflasyonun finansal gelişmenin Granger nedeni olduğu durumda ekonomik büyümenin enflasyonun Granger nedeni olduğunu göstermektedir. Ayrıca, Kenya'da finansal gelişmenin sürekliliği büyük ölçüde finans sektörünün talebi tarafından temin edilmektedir.

Odhiambo (2012), çalışmasında 1972-2009 dönemi yıllık verileri aracılığıyla Zambiya ekonomisi için enflasyon ve finansal kalkınma ilişkisini araştırmaya çalışmıştır. Çalışmada iki temel sorunu çözmeye çalışmıştır. Bunlardan ilki Zambiya'da enflasyon ve finansal gelişme arasında uzun dönem ilişkisinin var olup olmadığı, ikincisi enflasyonun finansal gelişme üzerinde olumsuz etkisinin olup olmadığıdır. Yazar, hipotezlerine cevap bulabilmek için ARDL sınır testi yaklaşımı aracılığıyla kişi başına düşen GSYH, M2/GSYH, özel sektöre verilen yurt içi kredi/GSYH, kamu harcamaları, tüketici fiyat endeksi ve ticaret hacmi değişkenlerini kullanmıştır. Ekonometrik sonuçlar, enflasyonla finansal gelişme arasında uzun vadeli bir ilişki olduğunu ve bu ilişkinin belirgin bir şekilde negatif olduğunu göstermektedir. Yazar, sonuçların kısa veya uzun vadeye bakmaksızın geçerli olduğunu söylemektedir.

Rousseau ve Yılmazkuday (2009), çalışmalarında finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine etki eden enflasyon kanallarının incelemesini yapmaya çalışmışlardır. 1960-2004 dönemi 5 yıllık veriler kullanılarak Solow büyüme modelini kullanarak analizi yapan yazarlar enflasyon düzeylerinin farklı oranlarında büyümeyi farklı yönlerden etkilediğini söylemektedirler. Enflasyonun %2-%3 olduğu durumlar ekonomik büyümenin kontrol edilebilmesi için optimal kabul edilmektedir.

Enflasyonun %3,96-%18,62 oranında değişimi büyüme oranını %0,08 azaltarak %2,03 oranına düşürmektedir. Yazarların bulgularına göre %18,6 oranından daha fazla enflasyon ve finansal derinleşme ilişkisi 1.75'lik bir eğimle negatif seyretmektedir. Yazarlara göre, fiyat seviyesindeki küçük artışlar enflasyonun %4-%19 aralığında olduğu durumlarda finansal derinleşmenin büyük büyüme etkilerini ortadan kaldırmasına neden olmaktadır.

Rousseau ve Wachtel (2002), çalışmalarında 1960-1995 dönemi 5 yıllık verileri ile 84 ülke için panel veri analizi ve eşik değer yöntemi kullanılmıştır. Analiz için kişi başına düşen GSYH, ortaokul kayıt oranı, M3-M1/GSYH, toplam kredilerin GSYH'ye oranı değişkenleri kullanılmıştır. Ekonometrik analiz sonuçları enflasyonun %13 ile %25 arasında olduğu zaman finansal sistem ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Enflasyonun daha yüksek seyrettiği zamanlarda ise finans sisteminin büyümeyi artırma eğilimi duruyor. Ayrıca, finans enflasyon ilişkisi negatif eğilim içindedir. Enflasyonun düşük olduğu durumlarda finansal gelişme büyümeyi pozitif yönde etkiliyor. Enflasyonun yükseldiği durumlarda ise finans büyüme ilişkisi zayıflıyor.

Yao vd. (2015), çalışmalarında Çin'de finansal derinleşme, varlık fiyat enflasyonu ve ekonomik yakınsama ilişkisinin ampirik analizini yapmaya çalışmışlardır. Çin'in 1994-2011 dönemi verilerini kullanarak Panel Veri Analizi ve GMM Tahmincisi yöntemini kullanarak değişkenler arasındaki sistematik ilişkinin varlığını test etmişlerdir. Yazarlar büyüme göstergesi olarak kişi başına düşen GSYH değişkeni kullanılmıştır. Finansal gelişme göstergeleri olarak ise, karşılıklı finansal ilişkiler oranı, M2/ GSYH göstergeleri kullanılmıştır. Varlık değeri göstergeleri olarak ise, Çin'deki toplam satış hacmi verileri kullanılmıştır. Sonuçlar, ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında sistematik bir ilişki olduğunu, finansal gelişmenin büyüme üzerinde açık bir etkisinin olduğunu ve bunun tersinin de geçerli olduğunu göstermektedir. Varlık fiyat enflasyonu reel sektör dışındaki sektörlerde finansal kaynakların şişmesine ve finans büyüme ilişkisinin zayıflamasına neden olmaktadır. Yazarlar varlık fiyat enflasyonunun Çin'deki finans büyüme ayrışmasının temel nedeni olduğunu ve ekonominin gelişmesi önünde yüksek risk taşıdığını vurgulamaktadırlar.

Finansal gelişme ve enflasyon arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara bakıldığında Alimi (2014) ve Keho (2010)'un finansal gelişmenin enflasyon üzerinde

etkisiz olduğunu, Asongu (2014) ve Lu vd. (2017)'nin ise finansal gelişmenin enflasyon üzerinde etkili olduğu bulgularına ulaşmışlardır. Çalışmaların büyük bir çoğunluğu ise enflasyonun büyüme ve finansal gelişme üzerinde negatif etkiye sahip olduğu yönündedir. Bandura (2020), Bennaceur ve Ghazouani (2005), Bittencourt, (2011), Boyd vd. (1996), Chimobi (2010), Kim ve Lin (2010), Lee ve Wong (2005), Khan vd. (2006), Rousseau ve Yılmazkuday (2009), Rousseau ve Wachtel (2002) ve Yao vd. (2015) ise çalışmalarında enflasyonun finansal gelişmeyi negatif etkilediğini bulmuşlardır.

### **3.1.3. Faiz ve Döviz Kuru**

Acosta vd. (2009), çalışmalarında finansal derinleşme, bankalar aracılığıyla transfer edilen para ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi analiz etmeye çalışmışlardır. Panel Veri Analizi, GMM tahmincisi yöntemini kullanarak 1990-2003 dönemi verileriyle 109 ülke grubu için ampirik testler uygulanmıştır. Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonundan alınan havalelerin GSYH'ye oranı, banka kredilerinin GSYH'ye oranı, havale ve banka kredilerinin çarpımının GSYH'ye oranı, banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, havale ve banka mevduatlarının çarpımının GSYH'ye oranı, kişi başına düşen GSYH, M2/GSYH, mal ve hizmetlerin oranı, ticari açıklık, GSYH büyüme oranı göstergeleri testlerin uygulanması için kullanılan değişkenlerdir. Sonuçlar, bankalar aracılığıyla transfer edilen paraların döviz kurunu artırdığı ve yerel paranın değerinin iç ekonomideki sermaye hareketliliği ve üretime dayalı olduğunu söylemektedir. Daha derin ve sofistike finansal piyasalara sahip ülkeler bankalar aracılığıyla transfer edilen paraların döviz kurları üzerindeki etkisini azaltmaya yardımcı politikalar yürütmelidir. Ayrıca banka mevduatlarının GSYH'ye oranı %20 olan bir ülkede milli para 1,788 puan değer kazanmaktadır. Bu oran %60 olduğu ülkelerdeyse milli para 0,508 puan değer kaybetmektedir. Ek bankalar aracılığıyla transfer edilen para akışlarının uygulanması reel döviz kurunda yaranan istemsiz artışların kontrol edilmesi için kullanılabilir.

Akinboade ve Kinfack (2013), çalışmalarında Kamerun ekonomisi için faiz reformlarının finansal derinleşme ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelemiştir. Dinamik Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, Eşbütünleşme Analizi, Granger Nedensellik testi yardımıyla 1973-2007 dönemi yıllık verileriyle ampirik model oluşturulmuştur. Makalede ampirik analizin yapılabilmesi için Orta Afrika Devletleri Ekonomik Topluluğu'ndaki Tüm Ülkelerin Merkez Bankasından alınan M2/GSYH,

banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, özel sektöre kredinin GSYH'ye oranı, yurtiçi kredinin GSYH'ye oranı, yurtiçi kredi içinde özel sektör kredilerinin payı değişkenleri kullanılmıştır. Sonuçlar, Kamerun'da finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, özel kredinin GSYH'ye oranı ve yurtiçi kredi içerisinde özel sektör kredilerinin payı değişkenleri dahilinde anlamlı çıkmıştır. Bu anlamlılığın kendini dördüncü gecikmede göstermesi Kamerun'da finansal serbestleşmenin banka mevduatlarını, özel sektöre krediyi ve özel kredinin toplam yurtiçi krediye oranını iyileştirmediği anlamına gelmektedir.

Ani vd. (2013), çalışmasında Nijerya ekonomisi için döviz kuru reformlarının finansal derinleşme üzerindeki etkisini incelemeye çalışmıştır. Zaman Serisi Analizi, Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi yardımıyla 1982-2009 dönemi yıllık verileri aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Nijerya Merkez Bankasından alınan banka varlıklarının GSYH'ye oranı, M27GSYH, banka kredileri ve avanslarının GSYH'ye oranı, döviz kuru, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı, reel faiz oranı, market kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı değişkenleri modelin oluşturulmasında kullanılmıştır. Sonuçlar, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı, borsada işlem gören hisse senetlerinin piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı ve reel faiz oranı ile finansal derinleşme arasında pozitif ilişki mevcutken, döviz kuru ve finansal derinleşme arasında negatif bir ilişki söz konusudur. İkinci olarak, finansal derinlik göstergelerinden yalnızca reel faiz oranlarının GSYH'ye oranı ve döviz kuru arasında kayda değer bir ilişki tespit edilmiştir. Kanıtlar, Nijerya'daki döviz reformlarının Nijerya finans sektörünün derinliği üzerinde istenen olumlu etkiyi sağlayamadığını öne çıkarmıştır. Yazar finansal sistemin işleyişini güçlendirmek için mal ihracatının artırılarak tek yönlü ekonomik yapının petrol dışı sektörlerle doğru kaydırılmasını, finansal sistem ve kuruluşları destekleyecek mali politikaların uygulanmasının gerektiğini önermektedir.

Arratibel vd. (2011), çalışmalarında nominal döviz kuru dalgalanmalarının Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde reel makroekonomik performansa olan etkisini incelemeye çalışmışlardır. Panel Veri Analizi Yöntemi aracılığıyla 1995-2008 dönemi yıllık verileri aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankasından alınmış yurtiçi yatırım oranı, açıklık oranı, nüfus artışı, yurtiçi kredilerin GSYH'ye oranı, GSYH büyüme oranı, enflasyon, parasal özgürlük değişkenleri modelin oluşturulmasında kullanılan göstergelerdir. Sonuçlar, 1995–2008 döneminde

Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri arasında döviz kuru değişkenliklerindeki belirsizliklerin, aslında, ana makroekonomik değişkenlerdeki belirsizliklerle alakalı olduğunu ortaya çıkarmıştır. Daha detaylı söylemek gerekirse, bu dönemin tamamında, düşük nominal döviz kuru değişkenliğinin daha yüksek büyüme, daha yüksek doğrudan yabancı yatırım stokları, daha yüksek cari açıklar ve daha yüksek kredi fazlası ile alakalı olduğu ortaya çıkmaktadır.

Bunda ve Desquilbet (2008), çalışmalarında 36 gelişmekte olan ülke grubu için döviz kuru ve bank likiditesi arasındaki ilişkinin ampirik analizini yapmaya çalışmışlardır. Panel Veri Analizi yöntemi aracılığıyla 1995-2004 dönemi yıllık verileri kullanılarak model oluşturulmaya çalışılmıştır. Uluslararası Para Fonu ve Merkez Bankalarından alınan kredi faiz oranı, mevduatların M2'ye oranı, kamu harcamalarının GSYH'ye oranı, tüketici fiyat endeksine göre hesaplanmış enflasyon, büyüme oranı değişkenleri modelde kullanılan göstergeler olarak ayarlanmıştır. Kredi verme oranı parametre tahmini likidite ölçüsü için seçilen referans rejim altında pozitif ve anlamlı olarak bulunmuştur. Bununla birlikte yüksek faiz oranları bankaları daha fazla kredi vermekten alıkoymaktadır. Mevduatların M2'ye oranı değişkeni seçili rejim altında 4 değişkenle olumlu ilişki içinde seyretmektedir. Bu rejim altında bankaların kredi verme oranının artırılması banka likiditesi için olumsuz etkilere neden olmaktadır. Kamu harcamalarının GSYH'ye oranı değişkeni beklendiği gibi pozitif etkiyle seyretmektedir. Enflasyon oranının bağımsız dalgalanma, yönetilen dalgalı ve esnek kur rejimleri altında banka likiditesi üzerinde olumlu etkisi vardır. Ayrıca, döviz kurunun esnekliği katsayısının yükselmesini teşvik etmektedir. Büyüme oranı göstergesi bağımsız dalgalı rejim altında banka likiditesi için pozitif etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Guevera (2017), çalışmasında 22 Sahra Altı Afrika ülkeleri için finansal derinleşme, faiz oranı yayılımı ve ekonomik büyüme arasındaki bağları incelemektedir. Panel Veri Analizi ve Sargan Aşırı Tanımlama Kısıtlaması Testi yöntemini kullanarak 2000-2013 dönemi yıllık verileri aracılığıyla ekonometrik model oluşturulmuştur. Modelde Dünya Bankasının Dünya Kalkınma Göstergeleri Veri Tabanından derlenen M2/GSYH, yurtiçi kredi arzının GSYH'ye oranı, faiz oranı yayılımı, gayri safi milli tasarrufun GSYH'ye oranı, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı, toplam ihracatın GSYH'ye oranı, enflasyon oranı değişkenleri kullanılmıştır. Sonuçlar, finansal derinleşmenin %10 civarında artışının incelenen

ülkelerde yaklaşık olarak %4,2'lik marj ile ekonomik büyümeyi artırdığını göstermektedir. Ayrıca, gayri safi milli tasarruf ve ihracatın %10 civarında artırılmasının sırasıyla %2,1 ve %3,9 oranında büyümeyi tetiklediği görülmektedir. Faiz oranlarına gelindiği zaman ise, kredi ve mevduat oranları arasındaki farkın %10 civarında genişletilmesi seçili ülkelerde büyüme marjının %3,6 oranında düşmesine neden olmaktadır. Yoksulluk sorunuyla yüz yüze olan Sahra Altı Afrika ülkelerinde finansal piyasa ve kuruluşların etki alanlarını genişletecek politika ve araçlara acil ihtiyaç duyulmaktadır.

Hajilee ve Al Nasser (2017), çalışmalarında 26 seçilmiş ülkede döviz kuru oynaklığının finansal derinlik üzerindeki kısa ve uzun vadeli etkilerini incelemiştir. Dinamik Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, Hata Düzeltme Modeli yardımıyla 1980-2011 dönemi yıllık verileriyle ampirik analiz yapılmıştır. Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanlarından toplanan döviz kuru, reel döviz kuru oynaklığı, mevduat bankalarından özel sektöre kredilerin GSYH'ye oranı, toplam banka varlıklarının GSYH'ye oranı, finans sektörü likit yükümlülüklerinin GSYH'ye oranı modelin oluşturulmasında kullanılan değişkenlerdir. Sonuçlar modelde bulunan ülkelerin çoğunluğunda döviz kuru oynaklığının kısa ve uzun vadeli etkileri olduğunu göstermektedir. 26 ülkeden dokuzunda finansal derinliğin döviz kuruna pozitif etki ettiği, yedisinde ise negatif etki ettiğine kanaat getirilmiştir. Ayrıca sınır testi yaklaşımı aracılığıyla döviz kuru oynaklığının kısa vadede 20 ülkede finansal derinleşmeye önemli etkiler gösterdiği kanıtlanmıştır. Sonuçlar her ülke için uygun finansal derinleşme ve döviz kuru politikalarının seçilmesinin uygunluğunu vurgulamaktadır.

Hakim ve Dahalan (2016), çalışmalarında Güney Doğu Asya ülkeleri için finansal derinleşmenin faiz oranlarına etkisini araştırmaya çalışmışlardır. Vektör Hata Düzeltme Modeli, Panel Data Analizi yöntemi aracılığıyla 1986-2013 dönemi yıllık verilerini kullanarak modelleme yapılmıştır. Dünya Bankasından alınan M2/GSYH, mevduat faizi oranı ve kredi faiz oranı değişkenleri analiz verileri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, Endonezya, Filipinler ve Singapur'un benzer bir modele sahip olduğunu ve kredi faiz oranlarının finansal derinleşmeyi olumsuz etkilediğini, ancak mevduat oranının olumlu etkilediğini göstermektedir. Malezya ve Tayland'ın aksine, mevduat faizleri finansal derinliği olumsuz yönde etkilerken, kredi faiz oranları pozitif yönde etkilemektedir. Ayrıca, Güney Doğu Asya ülkeleri için panel veriler kullanıldığında,

kredi faiz oranlarının finans sektörünün derinleşmesine negatif etki ettiği, mevduat oranlarının ise finansal derinleşme üzerinde pozitif etkilerinin olduğu gözlemlenmektedir.

Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2001), çalışmalarında döviz kuru rejimlerinin enflasyon, para büyümesi, faiz oranları, reel çıktı büyümesi ve genellikle ekonomik performansa etkilerini analiz etmeye çalışmışlardır. Levy-Yeyati and Sturzenegger Sınıflandırması ve De Yure Rejimi yöntemini uygulayarak 154 ülke grubu için 1974-1999 dönemi yıllık verileri aracılığıyla analiz yapılmıştır. Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankasından alınan M2/GSYH, enflasyon, reel GSYH büyümesi, açıklık, finansal fazlalığın GSYH'ye oranı, net faiz ödemelerinin GSYH'ye oranı, yatırımların GSYH'ye oranı, kamu harcamalarının büyümesi, toplam ticaret oranı, sivil özgürlükler endeksi, net yurtiçi kredi, ortaokul kayıt oranı, döviz kuru, M2 büyüme oranı değişkenleri modelin tahmin edilebilmesi için kullanılmıştır. Sonuçlar, sabit döviz kuru rejimleri ile enflasyon arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Uzun vadeli rejimlerde enflasyon ve döviz kuru arasında büyüme ilişkisi görünse de kısa vadeli rejimlerde bu ilişki yok denecek kadar azdır. Döviz kuru rejimlerinin özellikle endüstriyel olmayan ekonomilerde ekonomik performans üzerinde hiçbir etkisinin bulunmadığı da kanıtlar arasında yer almaktadır.

Obamuyi ve Demehin (2012), çalışmalarında Nijerya'da faiz reformlarının finansal derinleşme üzerinde etkisini incelemeye çalışmışlardır. Zaman Serisi analizi, Eşbütünleşme Testi, Vektör Hata Düzeltme modeli yaklaşımlarını kullanarak 1973-2009 dönemi veriler aracılığıyla ekonometrik model oluşturulmuştur. Modelde Nijerya Merkez Bankasından alınan M2/GSYH, nominal mevduat oranı, enflasyon oranı, finansal derinleşmenin gecikmeli değeri ( $M2/GSYH_{t-1}$ ), GSYH büyüme oranı, yurtiçi tasarrufun GSYH'ye oranı, döviz kuru, likidite rezerv oranı, finansal politikada düzenlemeden faizin deregülasyonuna geçiş değişkenleri kullanılmıştır. Sonuçlar, faiz oranları ve finansal derinleşme arasında uzun vadeli bir ilişki olduğunu kanıtlar niteliktedir. Mali reformların mali piyasalarda rekabete yol açarak tasarrufları artırmak için faiz oranlarını yükselttiğini ve fonları yatırım için uygun hale getirdiğini ve nihayetinde ekonomik büyümeyle sonuçlandığı görülmektedir. Yazar politika yapıcılar için ekonomik büyümeyi teşvik etmek için finansal derinleşmeyi artıracak mali politika ve reformların uygulanmasını ve desteklenmesini önermektedir.

Obansa vd. (2013), çalışmalarında Nijerya'da döviz kuru, faiz oranı ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmaya çalışmışlardır. Vektör Otoregresif Modeli, Etki-Tepki Analizi yöntemlerini kullanarak 1970-2010 dönemi yıllık verileri aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Nijerya Merkez Bankası İstatistik Bülteninden alınan ekonomik büyüme göstergesi, ekonomik büyümenin gecikmeli değeri, faiz oranı göstergesi, faiz oranı göstergesinin gecikmeli değeri, döviz kuru göstergesi, döviz kuru göstergesinin gecikmeli değeri değişkenleri kullanılarak model oluşturulmuştur. Sonuçlar, ekonomik büyümenin faiz oranı değişkeniyle pozitif ilişki içerisinde olduğunu, döviz kuru değişkeninse başlarda negatif eğilimli olduğunu göstermektedir. Piyasa işleyişinin güçlendiği zamanlarda döviz kurunun büyümeyi pozitif etkilediği görülmektedir. Ekonomik reformların faiz oranına etkisi olumlu seyretse de düşme eğilimindedir. Yüksek faiz oranları özel sektör yatırımların azalmasına ve büyümenin yavaş seyretmesine neden olmaktadır. Nijerya ekonomisi için döviz kuruna uygulanan deregülasyonun ekonomi için pozitif etkileri mevcuttur. Ancak faiz oranlarının serbestleştirilmesine uygulanan finansal sektör reformları ekonomik büyümeyi teşvik etmede olumsuz olduğu için büyüme için istenen sonucu verememektedir. Faiz oranlarının düzenlenmesi ekonomik büyümenin teşvik edilmesi açısından daha olumlu sonuçlar sağlayabilir.

Odhiambo (2009b), çalışmasında faiz reformlarının finansal derinleşme ve büyüme üzerindeki etkilerini dinamik nedensellik modelleri vasıtasıyla Kenya ekonomisi için incelemeye çalışmıştır. Finansal Derinleşme Modeli, Dinamik Granger Nedensellik Modeli, Johansen-Juselius Eşbütünleşme testini kullanarak 1968-2004 dönemi yıllık verileri aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Kenya Merkez Bankası, Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF tarafından yayımlanan istatistikler, Afrika İstatistik Yıllıklarından alınan M2/GSYH, nominal mevduat oranı, beklenen enflasyon, bağımlılık oranı, reel kişi başına düşen GSYH değişkenleri analiz verileri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, faiz reformlarının derinleşme üzerindeki etkisinin bağımlılık oranı değişkenine duyarlı olduğunu göstermektedir. Finansal model, bağımlılık oranı olmadan tahmin edildiğinde faiz oranının katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif görünmektedir. Bağımlılık dahil edildiğindeyse katsayı anlamsız olarak görünmektedir. Genel olarak faiz oranı reformlarının finansal derinleşmeyi olumlu etkilediği söylenebilir. Nedensellik testi sonuçları Kenya'da finansal

derinleşmenin büyümeni desteklediğini göstermektedir. Finansal derinleşme ve büyüme arasında zayıf bir çift yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur.

Ogoun ve Adumein (2020), çalışmalarında Nijerya ekonomisi için döviz kurunun finansal gelişme üzerindeki etkilerini incelemeye çalışmışlardır. Zaman Serisi Analizi, Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, Vektör Hata Düzeltme Modeli, Granger Nedensellik Analizini kullanarak 1980-2015 dönemi yıllık verileri aracılığıyla ampirik model oluşturulmuştur. Borç Yönetim Ofisi, Nijerya Merkez Bankası, İstatistik Bültenleri ve Nijerya Menkul Kıymetler Borsasından alınan M2/GSYH, resmi döviz kuru göstergeleri modelin oluşturulmasında kullanılan değişkenlerdir. Sonuçlar, döviz kurunun finansal derinleşmeyle önemli bir ilişki içerisinde olduğunu göstermektedir. Döviz kuru ve finansal derinleşme arasında çift yönlü Granger nedenselliği ve eşbütünleşme vektörü bulunmaktadır. Ülke düzeyinde döviz kurundaki artışın veya ABD dolarına göre bir düşüşün dış ticaret ve iç ekonomi için geniş etkiler barındırmaktadır. Nijerya, mali derinliğini iyileştirmek için orta vadeli bir önlem olarak, ekonominin reel sektöründeki durgunluğun kanıtladığı gibi, cari döviz kurunu ekonomik gerçeklerine uygun olarak gözden geçirmelidir. Buna, ihracatı için daha fazla değer elde etmeye yönelik birincil ürün-ihracat zincirinden çıkmak için bilinçli bir strateji eşlik etmelidir.

Ouma (2014), tezinde reel faiz oranlarının finansal derinleşmeye etkisini Kenya ekonomisi için araştırmaya çalışmıştır. Havuzlanmış Sıradan En Küçük Kareler Yöntemini kullanarak 2004-2013 Ç1:Ç4 40 gözlemi içeren 3 aylık veriler aracılığıyla ekonometrik model oluşturulmuştur. Dünya Bankası, IMF, Kenya Merkez Bankasından alınan M3/GSYH, reel faiz oranı, reel GSYH'ye bağlı iç borçlanma üzerinden ölçülen maliye ve para politikaları, özel sektöre yurtiçi kredinin GSYH'ye oranı değişkenleri modelleme için kullanılmıştır. Sonuçlar, reel faiz oranları ve hükümet politikalarının finansal derinleşme üzerinde etkili olduğunu, finansal aracılığın finansal derinleşme üzerinde çok az etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Reel faiz oranı, para ve maliye politikası ve finansal aracılık arasında güçlü bir pozitif ilişkinin varlığı da söz konusudur. Ayrıca, reel faiz oranları yatırım ve tasarruf oranlarını da etkilemektedir. Yazar hükümetin 90'lardan beri süregelen finansal derinleşmeyi destekleyen maliye politikalarının desteklenmesinin ekonomik yapının işleyişini pozitif yönde etkileyeceğini vurgulamaktadır.

Sundararajan (1987), çalışmasında Güney Kore’de faiz oranları, firmaların borç-öz sermaye oranları, toplam sermaye maliyeti, tasarruf, yatırım ve büyüme arasındaki ilişkinin analizini yapmaya çalışmıştır. Makalede 1963-1981 dönemi yıllık verileri aracılığıyla büyüme modeli oluşturulmuştur. Modelde Kore Merkez Bankasından alınan reel brüt sabit özel yatırım, kira-ücret oranı, reel özel sektör çıktısı, reel özel sermaye stoku, reel GSYH, reel hane halkları tasarrufları, reel harcanabilir hane halkı geliri, sabit fiyatlarla net kurumsal tasarruf, sabit fiyatlarla sermaye tüketimi ödenekleri, düzenlenmiş piyasada nominal faiz oranı, reel borç-öz sermaye oranı, brüt kurumsal tasarruf, borcun sermayeye oranı, fiziki sermayede yatırımcılara gerçek sermaye maliyeti, nominal GSYH vd. değişkenler kullanılmıştır. Sonuçlar, toplam sermaye maliyeti ile büyüme ilişkisinin U şeklinde olduğunu, borç-öz sermaye oranı yükseldikçe gelirin önce düştüğünü ve sonra yükseldiğini ve bu ilişkinin faiz oranı politikasının etkinliği üzerinde geniş kapsamlı etkileri olduğunu göstermektedir. Özellikle model simülasyonları, son yıllarda yüksek şirket borçları nedeniyle faiz politikasının etkinliğinin önemli ölçüde zayıfladığını ortaya koymaktadır.

Faiz ve döviz kuru ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar farklı sonuçlara ulaşmıştır ve ülkelere göre değişkenler arasındaki ilişki değişmektedir. Acosta vd. (2009) ve Arratibel vd. (2011) çalışmalarında döviz kurundaki değişimin finansal gelişimi negatif etkilediği sonucuna vararken, Ogoun ve Adumein (2020) döviz kurunun finansal gelişmeyi pozitif etkilediği sonucuna varmıştır. Hajilee ve Al Nasser (2017) çalışmasında 9 ülkede finansal derinleşmenin döviz kurunu pozitif, 7 ülkede ise negatif etkilediğini bulmuşlardır. Ani vd. (2013) ve Obansa vd. (2013) çalışmalarında faiz oranlarının finansal gelişmeyi pozitif döviz kurunun ise negatif etkilediğini bulmuşlardır. Faiz oranlarının finansal gelişme üzerindeki etkilerini inceleyen yazarlardan Bunda ve Desquilbet (2008), Guevera (2017) ve Hakim ve Dahalan (2016) ampirik sonuçlarda faizin finansal gelişmeyi negatif etkilediği, Obamuyi ve Demehin (2012), Odhiambo (2009b), Ouma (2014) ve Sundararajan (1987) ise faiz oranlarının finansal gelişmeyi pozitif etkilediği sonucuna varmışlardır.

#### **3.1.4. İstihdam**

Asaleye vd. (2019), çalışmalarında Nijerya ekonomisi için finansal entegrasyon, istihdam ve ücretler arasındaki ilişkiyi incelemeye çalışmışlardır. Otoregresif Dağıtılmış Gecikmeler, Vektör Otoregresif Model, Granger Nedensellik Testi yöntemi aracılığıyla ampirik analizler yapılmıştır. Nijerya Merkez Bankası

İstatistik Bülteni ve Milli İstatistik Bürosundan alınan GSYH, faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, döviz kuru, istihdam, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımı, ücret, toplam doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırım girişinin nominal GSYH'ye oranı, ücret ve maaşlar için devlet harcamaları değişkenleri modelin oluşturulması için kullanılan göstergelerdir. Sonuçlar, uzun vadede istihdam ve finansal entegrasyon arasında negatif ilişki olduğunu göstermektedir. Tahmin hata şokları dikkate alındığında finansal entegrasyon şokunun istihdamda ücrete oranla daha fazla çeşitlilik sergilediğini göstermektedir. Nedensellik testi sonuçları, finansal entegrasyon ve ücretler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığını, finansal entegrasyondan istihdama tek yönlü bir nedensellik olduğunu göstermektedir. Bulgular, finansal entegrasyonun Nijerya'nın rekabet gücünü zayıflattığını ve uzun vadede istihdamın azalmasına neden olan sermaye akışının tersine dönmesine neden olduğunu göstermektedir.

Black vd. (2007), çalışmasında OECD ülkeleri için finans, kurumsal yönetim ve istihdam arasındaki ilişkiyi analiz etmeye çalışmışlardır. Panel Veri Analizi, Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi ve Yatay Kesit Analizi yardımıyla 1990-1997 dönemi verileri aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri veri tabanından alınan sermaye piyasası, birleşme ve satın alma faaliyetinin kapsamıyla belirtildiği şekilde kontroldeki fiili değişikliklerin ölçümü, 5 yıl veya daha fazla görev süresine sahip tam zamanlı erkek çalışanların oranı, tüm çalışanlar için ortalama görev süresi, medyan işletme görev süresi, bir çalışanın (25-54 yaş) kariyer veya işle ilgili eğitime katılımı, sürekli mesleki eğitimin göreceli önemi, sabitlenmiş ödeme, koşullu ödül sistemlerinin kullanımı, ödeme dağılımı, işsizlik oranı, sendika yoğunluğu değişkenleri modelin oluşturulmasında kullanılmıştır. Sonuçlar, nedensellik ilişkisinin olmadığını, aksine ters nedenselliğin olduğunu göstermektedir. Ancak, daha kısa görev süresi düzenlemelerinin birleşme ve devralma faaliyetlerini kolaylaştırabileceğini kabul etmemize rağmen, iş görev süresinin, eğitimin veya ödemenin hisse senedi piyasası ticareti seviyelerinde önemli bir etkiye sahip olacağı makul görünmemektedir.

Boustanifar (2014), çalışmasında ABD ekonomisi için kredi piyasası gelişiminin istihdam üzerindeki etkisini incelemeye çalışmıştır. Panel Veri Analizi yöntemi aracılığıyla 1970-1997 dönemi verileri yardımıyla modelleme yapılmıştır. Ekonomik Analiz Bürosu veri tabanından alınmış ücret faturası artışı, istihdam artışı, ücret artışı, firma girdisi artışı, firma çıktısı artışı, iş yaratma oranı, iş yaratma

oranı (yaratılan işler), iş yaratma oranı (devam eden işler), iş kapatma oranı, tescilli istihdam artışı, ücret alanların artışı, yatırım büyümesi, işsizlik oranı, deregülasyon, istihdam artışı (sanayi), emek yoğunluğu değişkenleri modelleme için kullanılmıştır. Sonuçlar, bankacılık reformları ve istihdamdaki artışlar arasında pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca, sermayeye benzer şekilde emeğin de finanse edilmesi gerektiği de görünmektedir. Firmalar talepte meydana gelen geçici bir düşüş anında bile yüksek eğitilmiş çalışanları işte tutmayacaklardır. Bu, finansal durgunlukların istihdam için negatif ilişkiler içerdiğini ve finansal krizlerin neden şiddetli olduğunu açıklayıcı niteliktedir. Krediye erişim oranı kriz önceki dönemdeki duruma dönmediği sürece yeni çalışanların işe alınması pek mümkün olmayacaktır.

Bui (2020), çalışmasında 6 Asya ülkesi için finansal derinleşmenin istihdam üzerindeki etkisini araştırmaya çalışmıştır. GMM Tahmincisi, Havuzlanmış Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, Sabit Etki Yöntemi aracılığıyla 2004-2017 dönemi yıllık verileri aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Dünya Bankasından alınmış özel sektöre yurtiçi kredi, işsizlik, hisse senedi piyasası kapitalizasyonu, GSYH, enflasyon değişkenleri modelleme için kullanılmıştır. Sonuçlar, özel sektöre yurtiçi kredinin istihdam üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir. Hisse senedi piyasası kapitalizasyonunun istihdam üzerinde negatif etkisi olduğu görünmektedir. ASEAN ülkeleri için artan istihdamla ilişkili olarak mali gelişmeyi de sürdürebilmek için bankacılık sisteminin ekonomiye sermaye arzını iyileştirmesi, hisse senedi piyasasının da daha istikrarlı ve sürdürülebilir gelişmesi için yeniden yapılandırılması gerektiği yazar tarafından belirtilmektedir.

Çavuşoğlu vd. (2019), çalışmalarında Kuzey Kıbrıs'ta finansal sektör çıktısı, istihdam ve ekonomik büyüme arasındaki üçlü ilişkiyi incelemeye çalışmışlardır. Yapısal Kırılmalar ve Vektör Hata Düzeltme Modelini kullanarak 1977-2013 dönemi yıllık verileri aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Devlet Planlama Teşkilatı Veri Tabanından alınan finansal sektör çıktısı, reel GSYH, istihdam değişkenleri modelleme için kullanılan göstergelerdir. Sonuçlar, Türkiye'de olduğu gibi Kuzey Kıbrıs'ta da mali krizden kaynaklanan mali çalkantı büyümeyi etkileyerek ekonomiyi durgunluğa sürüklemiştir. Kuzey Kıbrıs dünya siyasi faaliyetlerinden izole edilmiş olsa da aslında küresel kriz etkileriyle içsel olarak bağlantılı olduğu görünmektedir.

Chen ve Chen (2016), çalışmalarında Çin ekonomisi için finansal gelişmenin işgücüne katılım ve istihdam oranları üzerindeki etkisini analiz etmeye çalışmışlardır.

Panel Veri Analizi, Tesadüfi Etkiler Yöntemi aracılığıyla 1991-2011 dönemi verilerini kullanarak modelleme yapılmıştır. Carolina Nüfus Merkezi, Ulusal Beslenme ve Gıda Güvenliği Enstitüsü Veri Tabanlarından alınan yıl cinsinden yaş, yaşların karesi, eğitimi tamamlama yılı, 26-64 yaş arası insanlar için eğitimi tamamlama yılı, cinsiyet, hastalık oranı, şehirlere göre endeksler, işsizlik oranı, serbest meslek oranı, finansal derinleşme derecesi, merkez bölgesinde finansal derinleşme derecesi, batı bölgesinde finansal derinleşme derecesi, bölge finansal verimlilik derecesi, merkez bölgesinde finansal verimlilik derecesi, batı bölgesinde finansal verimlilik derecesi, işgücü piyasasına bireysel katılım, çalışan işçilerin oranı değişkenleri modelleme için kullanılmıştır. Sonuçlar, finansal derinleşmenin işgücüne katılım oranını azalttığını göstermektedir. Özellikle, batı bölgesinde bu durum daha belirgindir. Ancak, merkez bölgesinde finansal derinleşme sayesinde işgücüne katılım oranı artış göstermektedir. İşgücüne katılım oranı azalan bir oranla yaşla birlikte artmaktadır. Cinsiyet, sağlık ve okul tamamlama yıllarının da istihdam üzerinde olumlu etkileri vardır. İşgücüne katılım oranları kırsal kesimlerde şehir içi alanlara oranda düşüktür, ayrıca merkez bölgesinde batı bölgesine nazaran düşüktür. Finansal gelişmenin işgücüne katılım ve istihdam oranlarını daha verimli artırabilmesi için merkez ve batı bölgesinde ekonomik temeli ve politik uygulanabilirliği artıran mali politikaların uygulanması gerekli görünmektedir.

Cooper vd. (2018), çalışmalarında Çin'de işgücü piyasası politikalarının ve kredi piyasası serbestleşmesinin firma büyüklüğü, toplam istihdam, üretkenlik ve çıktı üzerindeki etkilerini incelemeğe çalışmışlardır. Sıradan En Küçük Kareler ve Simüle Edilmiş Anlar Yöntemi aracılığıyla 1998-2007 dönemi yıllık verileri kullanılarak modelleme yapılmıştır. Çin Milli İstatistik Bürosundan alınmış özel tesisler katma değeri, gelir, istihdam, sermaye, sermayenin istihdama oranı, katma değer istihdama oranı, katma değer sermayeye oranı, gelirin istihdama oranı, gelirin sermayeye oranı değişkenleri modelleme için kullanılan göstergelerdir. Sonuçlar, artan kıdem tazminatı politikası fabrika büyüklüğü, istihdam, üretkenlik ve çıktı üzerinde büyük bir etkiye sahiptir. Düşük bir iskonto faktörü tahmin edildiği zaman kıdem tazminatındaki artış orta ölçekli firmanın büyümesinde bir artışa neden olur. Bu politika, aynı zamanda, işgücü hizmetlerinin kesitsel dağılımının daha az verimli olduğunun göstergesi olan, istihdam payı ile ortalama işgücü verimliliği arasında daha yüksek bir kovaryansa yol

açar. İkincisi, kredi piyasasının serbestleştirilmesi, tesisler gelecekteki ring maliyetlerini daha az indirdiğinde tesis büyüklüğünde bir azalmaya neden olacaktır.

Fernandes vd. (2019), çalışmalarında 11 Avrupa ülkesi için toplam 19 milyon veri kullanarak kriz döneminde finansal baskının Avrupa'daki firmalar için istihdama etkilerini analiz etmeye çalışmıştır. Panel Veri Analizi, Sistem GMM Tahmincisi Yöntemi aracılığıyla 1999-2016 Ç1:Ç4 verileri kullanılarak modelleme yapılmıştır. AMADEUS Veri Tabanından alınmış istihdam, banka mevduatları, firma ölçüsü, özel sektör kredileri, iş akışı, likit yükümlülükler, net borçlar, duyarlılık değişkenleri modelleme için kullanılmıştır. Sonuçlar, finansal baskının firmaların istihdam kararlarını olumsuz etkilediğini göstermektedir. Bu etki, Euro bölgesi krizi sırasında (2010-2011) seçili 11 ülkede diğer ülkelere kıyasla daha etkin görünmektedir. Finansal baskının kriz sırasında çevre ekonomilerde faaliyet gösteren bankaya bağımlı, küçük ve özel şirketler için hem istatistiksel hem de nicel olarak daha önemli olduğu görünmektedir. Bulgular, birçok hassasiyet kontrolüne karşı sağlamdır. Bulguların önemli politika sonuçları kredi mevcudiyetini artırmayı ve çevredeki daha küçük firmaların karşılaştığı finansal kısıtlamaları hafifletmeyi amaçlayan politika girişimlerinin, Euro bölgesinin ekonomik kalkınmasını desteklemek için gerekli olduğunu öne sürüyor.

Gur (2015), çalışmasında 28 sanayileşmiş ülke grubu için finansal entegrasyonun istihdam üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Panel Veri Analizi ve Yatay Kesit Yöntemi aracılığıyla 1980-1989 dönemi verileri aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Endüstriyel İstatistikler ve Birleşmiş Milletler Endüstriyel Gelişim Organizasyonu Veri Tabanlarından alınmış Chinn-ito endeksi, dış finansal bağımlılık, beşeri sermaye, girdi oranı, işçi yönetmeliği, portföy öz kaynak varlıklarının ve borçlarının stoku, doğrudan yabancı yatırımlar, dış borç varlık ve yükümlülüklerinin stoku, mevduat bankaları ve diğerleri tarafından özel kredinin payı, endüstri sözleşmesi yoğunluğunun temsili, işin yeniden tahsisi değişkenleri modelleme için kullanılmıştır. Sonuçlar, finansal entegrasyonun de jure ölçüsü kullanıldığında finansal entegrasyonun istihdamı finansal sisteme bağımlı endüstrilerde daha fazla artırmaktadır. Finansal entegrasyon kullanılmadığında bulguların daha zayıf olduğu görünmektedir. Uluslararası portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımların finansal bağımlı endüstrilerde istihdam artışında büyük etkisinin olduğu görünmektedir. Finansal entegrasyonun olmadığı ve finansal derinleşme ve

kurumsallaşmanın etkisinin zayıf olduğu durumlarda finans istihdam ilişkisinin negatife döndüğü de görünmektedir.

Kananurak ve Sirisankanan (2020), çalışmalarında 136 ülke grubu için finansal derinleşmenin serbest meslek üzerindeki etkisini incelemeye çalışmıştır. Panel Veri Analizi ve Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi ile 2000-2017 dönemi yıllık verileri aracılığıyla modelleme yapılmıştır. Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu, Asya Kalkınma Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatından alınan kişi başına düşen GSYH, ticari açıklık, vergi gelirleri, kamu harcamaları, doğrudan yabancı yatırımlar, finans piyasası endeksi, finansal kurumsallaşma endeksi, hükümet kararlarının etkinliği, finansal kurumsallaşma ve finans piyasası endeksinin çarpımı değişkenleri modelleme göstergeleri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, finansal katılım endeksinin serbest meslek üzerinde önemli ölçüde olumsuz ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu, kamu etkinliği endeksi ile serbest meslek arasındaki ilişki negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Moradi ve Nematollahi (2013), çalışmalarında İran'da finansal performans, yatırım ve istihdam arasındaki ilişkiyi araştırmaya çalışmışlardır. Sınıflandırılmış Rasgele Örneklem Yöntemi aracılığıyla 2006-2011 dönemi yıllık verileri kullanılarak modelleme yapılmıştır. 11 alt sektör şirketinden alınan istihdam, yatırım, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç, varlıkların getirisi oranları modelleme değişkenleri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, kooperatif şirketlerde yatırım ve istihdam arasında anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Yatırım bazlı bakıldığı zaman kooperatif şirketlere yatırımların artışı istihdam artışını desteklemektedir. Kooperatif şirketlerinin farklı sektörlerdeki yatırımları bazında performansları arasında anlamlı bir fark olduğu görülmektedir. Toplamda daha yüksek yatırıma sahip şirketler düşük ve orta olanlara nazaran daha fazla varlık getirisine sahip olmaktadır ve tarım ve sanayi gibi alanlarda yatırımların artmasının daha yüksek verimlilikle sonuçlanacağı görülmektedir. Sonuçlar sanayi sektöründe istihdamın artmasının toplam istihdamı pozitif yönde etkileyerek tarım ve kooperatif şirketlerine yatırımları teşvik edeceğini göstermektedir. Üretim ve hizmet sektörlerine yatırım yapmak ve küçük işletmeleri destekleyerek kademeli olarak büyümesini sağlamak ekonomik ve istihdam açısından daha yüksek verime yol açacaktır.

Oulton ve Barriell (2017), çalışmalarında finansal krizlerin üretkenlik, sermaye piyasası ve istihdam üzerindeki etkisini incelemiştir. 1954-2010 dönemi yıllık

verileri aracılığıyla 61 ülke grubu için Panel Veri Analizi yöntemi kullanılarak modelleme yapılmıştır. Reinhart-Rogoff Veri Tabanı, Konferans Kurulunun Toplam Ekonomi Veri Tabanından alınan döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, hisse senedi piyasası, yurt içi borç, yurt dışı borç, bank sektörü değişenleri model göstergeleri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, bankacılık krizlerinin kısa vadede büyüme oranları üzerinde, uzun vadede ise işgücü verimliliği üzerinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi vardır. Krizlerin devam ettiği her yıl işgücü verimliliğinin büyüme oranı 0,55 puan azalmaktadır. Latin Amerika ülkeleri, etkilerin boyutu ve önemi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Latin Amerika hariç tutulursa, bankacılık krizlerinin işgücü verimliliği ve Toplam Faktör Verimliliği (TFP) üzerindeki uzun vadeli etkisi önemsiz görünmektedir ve işçi başına sermaye için önemi yüzde 10 düzeyindedir. Örneğe yalnızca gelişmiş ülkeler dahil edilirse, bankacılık krizlerinin işçi başına GSYH, işçi başına sermaye veya TFP üzerinde önemli bir uzun vadeli etkisi yoktur, ancak bankacılık krizlerinin kişi başına GSYH üzerinde oldukça önemli bir etkisi olduğu da görülmektedir. Krizin her yılı için GSYH yaklaşık yüzde 1,8 oranında azalmaktadır; bu, işçi başına GSYH üzerindeki etkiden (yüzde 1,1) önemli ölçüde daha büyüktür.

Seo (2017), çalışmasında 11 OECD ülkesi için ekonomi ve istihdam koşullarının iyileştirilmesi için KOBİ'lere yönelik mali destek politikalarının etkinliğini analiz etmeye çalışmıştır. Panel Veri Analizi yöntemi aracılığıyla 2007-2013 dönemi 6 yıllık veriler modelleme için kullanılmıştır. OECD Veri Tabanından alınan devlet kredisi, KOBİ'lere verilen teminat miktarı, bankalar tarafından KOBİ'lere verilen krediler, OECD ülkelerinde kredi verme durumu, öz sermaye finansmanı, net sermaye stoku, İstihdam/GSYH değişkenleri model göstergeleri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, hükümetlerin KOBİ'lere sağladığı 5 mali desteğin ekonomik büyümeyi ve istihdamı nasıl etkilediğini analiz etmektedir. Hükümetlerin ekonomik büyüme ve istihdamı desteklemek için kullandığı en iyi finansal destek türü döngüsellik azaltmak için atılan adımlardır. İkincisi ilişki bankacılık sektörünün devlet tarafından desteklenmesidir. Üçüncüsü, az sermaye yoğun ülkelerde sermayeye bağlantılı finansmanın kullanılarak ekonomik büyüme ve istihdamın iyileşmesinin desteklenmesidir. Dördüncüsü, çalışmada incelenen 11 OECD ülkesi için Kobi kredilerinin döngüsellik oranını azaltmak için dinamik kredi kaybı karşılıklarının belirsizlik dönemlerine karşı hazırlanmasıdır. Son olarak, çalışma hisse senedi piyasası

aracılığıyla hisse senedi bağlantılı finansman yöntemlerini uygulama ihtiyacının özellikle gelişmekte olan ülkelerde acil olduğunu ortaya koymaktadır.

Siemer (2019), çalışmasında işsizlik finansmanı tazminatı ve toplam istihdam dalgalanmaları başlığı altında finans büyüme ilişkisini incelemeye çalışmıştır. Gizli düzeyde olan firma verilerini kullanarak 2007-2009 Ç4:Ç3 dönemi çeyreklik veriler aracılığıyla Kontrol Arasındaki Farklar Arası Regresyon Analizi yöntemi ampirik analiz metodu olarak kullanılmıştır. Boylamsal Veri Tabanından alınmış istihdam, toplam ücret faturası, konum sektörü, sıfır olmayan istihdamın ilk yılı, işveren kimlik numarası, müşterek vergi yükümlülüğü değişkenleri modelleme için kullanılmıştır. 2007–2009 durgunluğu sırasında finansal kısıtlamaların küçük ve genç firmalarda istihdam artışını önemli ölçüde azalttığını ve küçük firmalar için bulguların genç firmalar tarafından yönlendirildiği görünmektedir. Sonuçlar ayrıca, giriş ve çıkış marjlarının finansal kısıtlamaların etkilerini anlamak için önemli olduğunu göstermektedir. Bulgular, politika yapıcıların politika tasarımında küçük firmalar ve özellikle genç firmalar için iş koşullarını ciddi şekilde dikkate almasının önemli olduğunu göstermektedir.

Zhang (2021), çalışmasında Çin'de çevrenin korunması için düzenlenmiş finansal sistemin ekolojik sistemi kirleten firmaların istihdam düzeyine etkisini analiz etmeye çalışmıştır. Kontrol Arasındaki Farklar Arası Regresyon Analizi yöntemi aracılığıyla 2010-2017 dönemi yıllık verileri kullanılarak modelleme yapılmıştır. Çin Borsa Ticaret Veri Tabanından alınmış istihdam, işlemden geçirmek, kayıt tutma, firma yaşı, firma büyüklüğü, sabit sermaye yatırımı, soyut yatırım, kirlilik yatırımı, ücret/çalışan oranı değişkenleri modelleme göstergeleri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, çevre kirliliğine neden olan firmaların yeşil kredi politikasının uygulandığı durumda istihdamda azalmaya gitmek zorunda kalacaklarını göstermektedir. Çevreyi kirleten firmalar bu düşüşü yüksek finansal maliyetlere ve karşılaştıkları finansal kısıtlamalarla ilişkilendireceklerdir. Bu bağlamda, istihdamdaki azalma çevreyi kirleten firmaların sabit sermaye yatırımı ve soyut yatırımlarının azaltılmasıyla devam edecektir. İstihdamdaki azalmanın bir diğer negatif etkisiyse sermaye yoğun firmaların ve yüksek ücretleri firmaların karşılaştıkları şokun yeşil kredi politikasından daha etkili olmasıyla alakalıdır. Yazar çalışmasında politika yapıcıları için yeşil kredi politikasının ve kirlilik kontrolünün istihdamda ciddi azalmalara neden olarak işgücü piyasasında şok yaratacağını göstermek istemiştir.

Finansal gelişme ve istihdam arasındaki ilişkiyi inceleyen bu çalışmalarda da genel bir bulguya ulaşmak mümkün olmamış, bazı çalışmalar finansal gelişmenin istihdamı pozitif etkilediği sonucuna ulaşırken bazıları ise negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Boustanifar (2014), Bui (2020), Cooper vd. (2018), Fernandes vd. (2019), Gur (2015), Moradi ve Nematollahi (2013), Oulton ve Barriel (2017) ve Seo (2017) çalışmalarında finansal gelişmenin istihdamı pozitif etkilediği sonucuna ulaşırken, Asaleye vd. (2019), Black vd. (2007), Chen ve Chen (2016), Kananurak ve Sirisankanan (2020) ve Siemer (2019) negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

### **3.2. EKONOMETRİK YÖNTEM**

Literatürde yapılmış olan ilk panel veri çalışmalarında hata terimlerinin yatay kesit bağımlılığı ihmal edilmiştir. Ancak alışılmış panel veri yöntemleri (sabit veya tesadüfi etkiler veya genelleştirilmiş momentler yöntemi) yatay kesit bağımlılığının dikkate alınmaması nedeniyle tahminlerin güvenilirlikten uzak olmasına ve sonuç olarak beklenmeyen bir şokun açıklayıcı değişkenle korelasyon ilişkisinin var olması ile sonuçlanabilir (Andrews, 2005: 1552).

Dolayısıyla bu bölümde ilk olarak verilerin yatay kesit bağımlılığı test edilmektedir. Daha sonra verilerin yatay kesit bağımlılığını dikkate alan panel birim kök testleri uygulanmaktadır. Daha sonra testler sonucunda panel VAR modeli ile analiz yapılarak değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem etkileri incelenmektedir. Granger panel nedensellik analizi ve etki-tepki fonksiyonları aracılığıyla da değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi ve değişkenlerin şoklara etkileri incelenmektedir.

#### **3.2.1. Yatay Kesit Bağımlılık Testi**

Pek çok panel veri çalışmasında göz ardı edilen değişkenlerin (birim ve/ veya zaman) etkilerinin yatay kesit birimleri boyunca birbirinden bağımsız dağıldığı varsayılmakla birlikte bu yaklaşım birimlerin tesadüfen seçildiği durumlarda geçerliliğini korumaktadır. Bazen ülkeler, bölgeler, eyaletler ve şehirler gibi birimlerin analizi yapıldığı zaman birimler arası korelasyonla karşılaşılması ihtimali daha yüksektir. Birimler arası yatay kesit bağımlılığının varlığının belirlenebilmesi için buna ilişkin testler yapılmalı ve tahmin aşamasında test sonuçları dikkate alınmalıdır (Tatoğlu, 2013: 9).

Panel veriyi oluşturan yatay kesit birimleri arasındaki bağımlılığın açıklanabilmesi için aşağıdaki gibi bir panel veri regresyon modeli kurulmalıdır (Pesaran, 2004: 3).

$$y_t = \alpha_i + \beta'_{it}x_{it} + u_{it} \quad i = 1,2, \dots, N \quad t = 1,2, \dots, T \quad (3.1)$$

Burada  $i$  kesit boyutu ve  $t$  zaman serisi boyutu olarak indekslenmektedir.  $x_{it}$ ,  $k$  boyutu zamana bağlı açıklayıcı değişkenler vektörünü (bireysel özgün ve ortak regresörler),  $\beta_{it}$  her bir yatay kesimi için ayrıca tahmin edilen parametreler vektörünü ifade etmektedir. Yatay kesit bağımlılığının olmadığını gösteren boş hipotez farklı yatay kesit birimlerinin kalıntıları arasında korelasyon olmadığını veya yatay kesit bağımlılığı olmadığını aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$H_0: \rho_{ij} = \text{Corr } u_{it}u_{jt} = 0 \quad \text{her } i \neq j \text{ için} \quad (3.2)$$

Yatay kesit bağımlılığının belirlenebilmesi için yaygın olarak kullanılan testlerden biri Breusch-Pagan (1980) tarafından  $N$  sabit ve  $T \rightarrow \infty$  kabul edilerek Görünüşte İlişkisiz Regresyon (Seemingly Unrelated Regression- SURE) bağlamında özellikle hesaplanması basit olan ve SURE modelinin sistem tahminlerini gerektirmeyen Lagrange Çarpanı (Lagrange Multiplier, LM) testini geliştirmiştir. Test aşağıdaki LM eşitliğine dayanmaktadır (Pesaran, 2004: 4).

$$CD_{LM} = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2 \quad (3.3)$$

Burada  $\hat{\rho}$  kalıntıların ikili korelasyonunun örnek tahminini ifade etmektedir. Bu testin  $H_0$  hipotezi yatay kesit bağımlılığının olmadığını ve  $T \rightarrow \infty$  iken  $N$  sabit ise  $\frac{N(N-1)}{2}$  serbestlik derecesinde ki-kare asimptotik dağılım içerdiği ve testin zaman boyutu  $T$ 'nin yatay kesit boyutu  $N$ 'den büyük olması durumunda işlevsel olduğu varsayılmaktadır (Pesaran, 2004: 5).

Pesaran (2004) tarafından geliştirilen  $CD_{LM}$  testi  $N$  ve  $T$ 'nin her ikisinin büyük olduğu durumlar için kullanılabilir. 2004 yılında geliştirilen bu test Breusch-Pagan (1980) testinin geliştirilmiş versiyonudur.

$$CD_{LM} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (T \hat{\rho}_{ij}^2 - 1) \quad (3.4)$$

Bu teste göre  $T \rightarrow \infty$  ve  $N \rightarrow \infty$  olduğu durumda yatay kesit bağımlılığının olmadığı varsayılır. Ancak  $N > T$  olduğu durumlarda ise  $CD_{LM}$  testi önemli ölçüde bozulmalar yaşamakta ve  $N$  büyüdükçe sapmalar daha da artmaktadır. Bu yüzden Pesaran (2004),  $N > T$  olduğu durumlarda yatay kesit bağımlılığı için  $CD$  testini geliştirmiştir.

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left( \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right) \quad (3.5)$$

Bu test  $N$ 'nin  $T$ 'den büyük olması ( $N > T$ ) durumunda kullanılmaktadır. Ayrıca bu testte yatay kesit kalıntıları arasındaki korelasyon katsayılarının toplamı esas alınmaktadır. Yatay kesitler arasında bağımlılığın olmadığını gösteren  $H_0$  hipotezi altında bu test istatistiği standart normal dağılım gösterir (Pesaran, 2004: 6).

Yatay kesit bağımlılık testlerinden bir diğeri de Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilen Sapması Düzeltilmiş Yatay Kesit Bağımlılığı Lagrange Çarpanı yani,  $LM_{adj}$  (Bias-Adjusted Cross Sectional Dependence Lagrange Multiplier) testidir.

$$LM_{adj} = \sqrt{\left(\frac{2}{N(N-1)}\right)} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N T \hat{\rho}_{ij} \frac{(T-k)\hat{\rho}_{ij}^2 - \mu_{Tij}}{\sqrt{v_{tij}}} \quad (3.6)$$

Burada  $k$  regresör numarasını gösterirken  $\mu_{Tij}$ ,  $(T-k)\hat{\rho}_{ij}^2$ 'in ortalamasını,  $v_{tij}$  ise  $(T-k)\hat{\rho}_{ij}^2$ 'in varyansını ifade etmektedir. Bu eşitliğin sağlanması yolu ile elde edilen test istatistiği asimptotik olarak standart normal dağılım göstermektedir (Pesaran; Ullah; Yamagata, 2008: 108).

Bu testler için oluşturulan hipotezler;

$H_0$ : Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

$H_1$ : Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Test sonuçlarına bakıldığı zaman  $H_0$  hipotezinin kabul edilmesi değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığının olmadığı anlamına gelmektedir. Bu durumda analize birinci nesil birim kök testleri uygulanarak devam edilmektedir.  $H_0$  hipotezinin reddedilerek  $H_1$  hipotezinin kabul edilmesi durumunda değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığının olduğunu ve analize ikinci nesil birim kök testleri ile devam edilmesi gerektiğini göstermektedir.

### 3.2.2. Birim Kök Testleri

Yatay kesit bağımlılığını dikkate alarak analize devam edilmesi ikinci nesil birim kök testlerinin uygulanmasını şart koşmaktadır. İkinci nesil birim kök testlerinden Pesaran (2007) panel birim kök testleri çalışmalarda yaygın olarak kullanılan testlerdendir. Pesaran (2007) yatay kesit bağımlılığını ortadan kaldırmak için faktör yüklerini tahmin etmekten daha kolay bir usul teklif etmiştir. Pesaran (2007) tarafından önerilen bu usul gecikmeli yatay kesit ortalamaları ve bu ortalamaların birinci farkını içeren genel ADF testinin daha geniş hale getirilmesini esas almaktadır. Pesaran (2007) tarafından geliştirilen bu yöntem kesit açısından genişletilmiş Dickey Fuller (Cross – Sectional Augmented Dickey Fuller – CADF) testi olarak adlandırılmakta ve aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + d_0 y_{t-1} + d_1 \Delta y_t + \varepsilon_{it} \quad (3.7)$$

$$\bar{y}_{t-1} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \bar{y}_{i,t-1} \quad (3.8)$$

$$\Delta \bar{y}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \Delta y_{it} \quad (3.9)$$

Gecikmeli yatay kesit ortalamalarının ve bu ortalamaların farklarının formüle eklenmesi tek faktör yapısı vasıtasıyla yatay kesit bağımlılığının dikkate alınmasını şartlandırmaktadır (Baltagi, 2013: 289). CADF testinin  $H_0$  ve  $H_1$  hipotezi aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

$$H_0: \rho_1 = \rho_2 = \dots \rho_n = 0 \quad (3.10)$$

$$H_1: \rho_1 \neq \rho_2 \neq \dots \rho_n \neq 0 \quad (3.11)$$

CADF panel birim kök testinde  $H_0$  hipotezinin kabul edilmesi serilerin birim kök içerdiğini göstermektedir.  $H_1$  hipotezi ise serilerin birim kök içermediğini ifade etmektedir. CADF panel birim kök testi her bir yatay kesit için uygulanarak panelin tamamının durağanlığını test etmediği için bazı eksiklikler içermektedir. Bu eksikleri ortadan kaldırmak için Pesaran (2007) eksikleri giderilmiş ve panelin tamamı için durağanlık sınaması yapan CIPS (Cross-sectionally augmented IPS) testini geliştirmiştir.  $t_i (N, T)$ ,  $\rho_i$  En Küçük Kareler tahminlerinin t istatistiklerini ve CADF

test istatistiğini ifade etmek üzere CIPS test istatistiği aşağıda gösterildiği gibi CADF test istatistiklerinin ortalamasını ifade etmektedir (Hurlin, 2010: 1526-1527).

$$CIPS = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_i(N, T) \quad (3.12)$$

CIPS testinin sıfır ve alternatif hipotezi CADF test istatistiği ile aynı olup  $H_0$  hipotezi serinin durağan olmadığını yani birim kök içerdiğini,  $H_1$  hipotezi ise serinin durağan olduğunu göstermektedir. Serinin birim kök içerip içermediğini belirlemek amacıyla karşılaştırma ölçütü olarak Pesaran (2007)'in makalesinde hesaplanan CIPS kritik değerleri kullanılmaktadır. Bu kritik değerler CIPS istatistik değerleri ile kıyaslanmakta ve  $CIPS_{hes} < CIPS_{kritik\ deger}$  ise sıfır hipotezi reddedilerek serilerin birim kök içermediği kabul edilmektedir (Chmelarova ve Nath, 2010: 408-409).

Panel birim kök testlerinden bir diğeri de Smith vd. (2004) tarafından geliştirilen  $L\bar{M}$ ,  $\bar{t}$ ,  $Ma\bar{x}$ ,  $Mi\bar{n}$  ve  $W\bar{S}$  isimli 5 adet bootstrap panel birim kök testidir.  $L\bar{M}$  testi Solo (1984) tarafından geliştirilmiştir ve bireysel Lagrange çarpanı ( $LM_i$ ) test istatistiklerinin ortalamasını ifade etmektedir ve aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$L\bar{M} = N^{-1} \sum_{i=1}^N LM_i \quad (3.13)$$

$\bar{t}$  testi Im vd. (2003)'ye ait panel birim kök testininse bootstrap versiyonu ise aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir.

$$t_i: \bar{t} = N^{-1} \sum_{i=1}^N t_i \quad (3.14)$$

Leybourne (1995) tarafından geliştirilmiş ve bootstrap testlerinin üçüncüsü olan  $Ma\bar{x}$  testi aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$Ma\bar{x} = N^{-1} \sum_{i=1}^N Max_i \quad (3.15)$$

Bootstrap testlerinin dördüncüsü olan  $Mi\bar{n}$  testi  $LM$  istatistiklerinin daha güçlü bir versiyonudur.

$$Mi\bar{n} = N^{-1} \sum_{i=1}^N Min_i \quad (3.16)$$

$LM_{fi}$  ve  $LM_{ri}$  şeklindeki istatistikleri minimum değerlerini ( $Min_i = Min(LM_{fi}, LM_{ri})$ ) esas alarak hesaplanan ileri ve geri ADF regresyonlarını temel almaktadır.

Son test  $W\bar{S}$  testi ise Pantula vd. (1994) tarafından geliştirilmiştir.  $W\bar{S}$  testi aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$Y_t = \mu(1 - \rho) + \rho Y_{t-1} + e_t, \quad t \geq 2, \quad (3.17)$$

Söz konusu olan bootstrap testlerinin hepsi birim kök sıfır hipotezine dayalıdır ve sıfır hipotezinin reddedilmesi serinin birim kök içermediği anlamına gelmektedir.

Bai ve Ng (2004) tarafından geliştirilen Özel ve Genel Öğelerde Durağan Olmayan Panel Analizi (Panel Analysis of Non Stationarity in the Idiosyncratic and Common Components, PANIC) panel veri analizinde özel ve genel öğelerdeki durağanlığı ayrı ayrı test edebilme imkanı tanımaktadır. PANIC, birim kök içeren serilerin durağan olmama nedeninin özel faktörlerden mi yoksa genel faktörlerden mi kaynaklandığı hakkında bilgiler edinme imkanı tanımaktadır (Hurlin ve Mignon, 2007: 9). Bai ve Ng (2004) bağımlılıkların özel bir biçiminin tanımlanmasından oluşan sorunun çözümü için oldukça basit bir yaklaşım önererek analitik faktör modeli oluşturmuştur.

$$y_{i,t} = D_{i,t} + \lambda'_i F_t + e_{i,t} \quad (3.18)$$

Burada,  $D_{i,t}$  t derecesine sahip çok terimli zaman denklemini,  $F_t$  genel faktörlerin vektörünü ( $r,1$ ) ve  $\lambda'_i$  faktör yüklenimi vektörünü simgelemektedir.

Yukarıda bahsedilen  $D_{i,t}$  deterministik bileşenin zaman trendi olmaksızın bireysel  $\alpha_i$  ile temsil edilebileceği modeli aşağıdaki gibi yazmak mümkündür (Hurlin ve Mignon, 2007: 9).

$$y_{i,t} = \alpha_i + \lambda'_i F_t + e_{i,t}, \quad t = 1, \dots, T \quad (3.19)$$

$$F_{m,t} = \tau_m F_{m,t-1} + v_{m,t}, \quad m = 1, \dots, r \quad (3.20)$$

$$e_{i,t} = \rho_i e_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}, \quad i = 1, \dots, N \quad (3.21)$$

Eğer,  $\tau_m < 1$  şartı ödeniyorsa  $m$ 'inci genel faktör  $F_{m,t}$  durağandır.  $\rho_i < 1$  şartı ödeniyorsa bireysel özellikli bileşen  $e_{i,t}$   $i^{th}$  birey için durağandır. PANIC panel birim kök testi böylece  $e_{i,t}$  kalıntılarının birim kök içerip içermediğini önemsemeden  $F_{m,t}$  ve

$e_{i,t}$  faktörlerinin tutarlı tahmini elde edilebilmektedir. Bunlara dayanan Bai ve Ng test istatistiği aşağıdaki şekildedir.

$$P_{\hat{\epsilon}}^c = \frac{\sum_{i=1}^N P_{\hat{\epsilon}}^c(i) - 2N}{\sqrt{4N}} \quad N(0,1) \quad (3.22)$$

$P_{\hat{\epsilon}}^c$ , yatay kesit için tahmin edilen artık şokların ADF testlerinin p-değerleridir.

### 3.2.3. Panel Var Modeli

Geleneksel VAR modelinin panel veri setine uygunlaştırılmış hali olan panel VAR modeli, mikro düzeyde tahminleme yapabilmek için erken dönem çalışmalar tarafından kullanılmaktadır. VAR modelinin çalışma prensibi seçilen bütün değişkenleri bütün halinde incelemeye alan bir sistem bütünlüğü içerisinde analizi yürütmektedir. Modelleme için kullanılan değişkenler arasında kesin bir biçimde içsel ve dışsal değişken ayrımı yapılmamaktadır (Özgen ve Güloğlu, 2004: 95). VAR modeli sistemde yer alan değişkenlerin gecikmeli değerlerinin eşitliğin sağ tarafında yer aldığı denklem modelidir. P dereceden ve k değişkenli bir panel VAR modeli aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir.

$$Y_{it} = A_1 Y_{it-1} + A_2 Y_{it-2} + A_3 Y_{it-3} \dots \dots A_p Y_{it-p} + X_{it} \beta + \alpha_{it} + \epsilon_{it}$$

$$i = 1,2,3 \dots N, \quad t = 1,2,3 \dots T \quad (3.23)$$

Y değişkenine ait gerçek değerler eşitliğin sol tarafında; gecikmeli değerler ise eşitliğin sağ tarafında yer almaktadır. P=gecikme derecesine,  $\epsilon$ =hata terimini simgelemektedir. Panel VAR modelinin tahmin edilmesinde gecikme uzunluğunun belirlenmesi ve gecikmenin kaçınıcı dereceden olacağı önemlidir. Panel VAR modeli için optimal gecikme derecesi Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (Generalized Method of Moments, GMM) ile yapılmaktadır.

### 3.2.4. Panel Granger Nedensellik Testi

Granger (1969), bir değişkenin geçmiş değerlerinin başka bir değişkenin tahmin edilmesine yaptığı katkıyı ve bu tahmin için yeterli olup olmadığını gözlemleye bilmek için aşağıdaki nedensellik analizini geliştirmiştir.

$$y_t = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k y_{t-k} + \sum_{k=1}^K \gamma_k x_{t-k} + \epsilon_t \quad (3.24)$$

Granger yukarıdaki model için boş hipotezi  $H_0: \gamma_1 = \dots = \gamma_k$  şeklinde ifade etmiştir.  $H_0$  hipotezinin reddedilmesi  $x_t$ 'den  $y_t$ 'ye doğru Granger nedenselliğinin olduğunu ifade etmektedir.

Abrigo ve Love (2016) panel Granger nedensellik testinin panel VAR modeli vasıtasıyla tahminlenen GMM hesaplamalarına Wald testi modellemesi ile uygulanabileceğini belirtmektedir.  $L \geq kp + 1$  enstrümanı içerdiği düşünülen kümenin (common set),  $X_{it} \in Z_{it}$  olmak üzere,  $Z_{it}$  satır vektörleriyle gösterildiği kabul edildiği zaman Abrigo ve Love (2016: 3) dönüştürülmüş (transformed) panel VAR modelini aşağıdaki gibi tanımlamaktadır:

$$Y_{it}^* = \overline{Y_{it}^*}A + e_{it}^* \quad (3.25)$$

Yukarıdaki eşitlikte,  $Y_{it} = (y_{it}^{1*} y_{it}^{2*} \dots y_{it}^{k*})$ ,  $\overline{Y_{it}^*} = (Y_{it-1}^* Y_{it-2}^* \dots Y_{it-p+1}^* Y_{it-p}^* X_{it}^*)$   $e_{it}^* = (e_{it}^{1*} e_{it}^{2*} \dots e_{it}^{k*})$  ve  $A' = (A'_1, A'_2, \dots, A'_{p-1}, A'_p B')$  dir.

Bu durumda GMM hesaplanması aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$A = \left( \overline{Y^{*'} Z \widehat{W} Z' Y^*} \right)^{-1} \left( \overline{Y^{*'} Z \widehat{W} Z' Y^*} \right) \quad (3.26)$$

Yukarıda  $\widehat{W}$ , tekil olmayan (non\_singular), simetrik ve pozitif yarı tanımlı ( $L \times L$ ) matrisidir. Panel Granger nedensellik testi GMM tahmini olan A ve A'nın kovaryans matrisinden Wald testi aracılığıyla hesaplanmaktadır.

### 3.3. VERİ SETİ

Bu çalışmada 20 Asya ülkesi için 1998-2018 dönemi dengeli yıllık veriler aracılığıyla finansal gelişme ile kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasıla ve enflasyon deflatörü değişkenleri arasında ilişkilerin ekonometrik yöntemlerle incelenmesi amaçlanmıştır. Ekonometrik modelleme için Stata paket programından yararlanılmıştır. Analizde kullanılması için seçilen değişkenler literatürde Asya ülkeleri için finansal gelişme üzerine yapılan çalışmalar dikkate alınarak oluşturulmuştur. Kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı, GSYH deflatörü, yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı, geniş paranın GSYH'ya oranının büyüme oranı verileri Dünya Bankası Veri Tabanı (DBVT)'dan, Finansal gelişme endeksinin büyüme oranı verisi ise Uluslararası Para Fonu (IMF) veri tabanından elde edilmiştir. Analizde kullanılan değişkenler ve kısaltmaları aşağıda verilmiştir.

- GSYH deflatörü (ENDEF)
- Kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı (KBDGSYHB)
- Finansal gelişme endeksinin büyüme oranı (FGB)
- Yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı (YKB)
- Geniş paranın GSYH'ya oranının büyüme oranı (GPGSYHB)

Finansal gelişmişliğin ölçülebilmesi için analizde finansal gelişmişliğin büyüme oranı, geniş paranın GSYH'ye oranının büyümesi ve yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkenleri kullanılmıştır. Tablo 1'de analizde kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler verilmiştir. Kullanılan veri seti 20 ülkeye ait 21 döneme ilişkin 420 gözlemden oluşmaktadır. Değişkenlere ilişkin ortalamalar, standart sapmalar, minimum ve maksimum değerleri tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 1:** Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
Endef	420	6,8207	10,49921	-18,8989	143,6397
Kbdgsyhb	420	0,0390	0,0397	-0,1435	0,3299
Fgb	420	0,0207	0,0900	-0,3180	0,5148
Ykb	420	0,0431	0,1462	-0,6150	1,2122
Gpgsyhb	420	0,0348	0,1035	-0,2571	0,7069

Analiz için seçilen verilerin dengeli veriler olmasına dikkat edildiği için bazı Asya ülkelerin verilerine erişilememesi o ülkelerin analiz dışında tutulmasına neden olmuştur. Analiz için seçilen Asya ülkeleri aşağıdaki gibidir.

- Azerbaycan
- Bangladeş
- Çin
- Endonezya
- Filipinler
- Pakistan
- Güney Kore
- Gürcistan
- Hindistan

- İsrail
- Japonya
- Kazakistan
- Kırgızistan
- Malezya
- Nepal
- Tayland
- Sri Lanka
- Singapur
- Türkiye
- Vietnam

Seçilen ülkeler için yapılan incelemede panel veri analizi yönteminin uygulanması uygun görülmüş ve panel VAR modeli aracılığıyla analizler yapılmıştır.

### **3.4. BULGULAR**

Çalışmanın amacı doğrultusunda Asya ülkeleri üzerine yapılan araştırma temelinde incelenen dönemin uzunluğu ekonometrik analizde uygulanacak kademelerin panel zaman serisi özelliği taşıdığını göstermektedir. Seçilen değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenebilmesi için ilk olarak yapılması gereken aşama model ve değişkenlerin yatay kesit birimleri arasında bağımlılığın olup olmadığını test etmektir. Yani, kesitlerden birine etki eden şokun diğer kesiti de etkileyebilmesi varsayımını test eden yatay kesit bağımlılığı testi uygulanmalıdır.

#### **3.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri**

Yatay kesit birimleri arasında bağımlılığın olup olmadığını test edebilmek için sırasıyla Breusch ve Pagan (1980), Pesaran (2004) ve Pesaran vd., (2008) tarafından geliştirilmiş dört farklı yatay kesit bağımlılığı testlerinin sonuçları Tablo 2'de verilmektedir. Sonuçlardan da açıkça görüldüğü gibi olasılık değerlerinin %1 ve %5 düzeylerinde anlamlı olması  $LM_{adj}$  testinin (fgb sabit+ trend ve gpgsyhb hariç) ve CD testinin (kbgdgyhb değişkenin sabit olasılık değerleri göz ardı edildiğinde) tüm değişkenler için örneklemin zaman boyutunun kesit boyutundan görece olarak daha büyük olduğu kabul edilerek yatay kesit bağımlılığının yokluğunu ifade eden boş hipotez reddedilmektedir. Örnekleme  $CD_{lm}$  testi büyük N ve küçük T değerleri için

daha güvenilir sonuçlar göstermektedir. Sonuç olarak yatay kesit bağımlılığının varlığı değişkenler için uygulanacak durağanlık sınamalarında kullanılacak birim kök testlerinin seçilmesinde etkili olmaktadır. Yatay kesit bağımlılığının varlığı uygulanan birim kök testlerinde bu bağımlılığı dikkate alan ikinci nesil birim kök testlerinin kullanılmasına işaret etmektedir.

**Tablo 2:** Yatay-Kesit Bağımlılığı Testleri

Değişkenler		$CD_{tm}$ (BP,1980)	$CD_{tm}$ (Pesaran, 2004)	$CD$ (Pesaran, 2004)	$LM_{adj}$ (PUY, 2008)
Endef	Sabit	273,258 (0,000)	4,271 (0,000)	-2,181 (0,015)	-0,898 (0,815)
	Sabit+Trend	296,338 (0,000)	5,455 (0,000)	-1,835 (0,033)	-0,718 (0,764)
Kbdgsyhb	Sabit	336,882 (0,000)	7,535 (0,000)	-1,116 (0,132)	0,294 (0,384)
	Sabit+Trend	310,607 (0,000)	6,187 (0,000)	-1,732 (0,042)	0,175 (0,431)
Fgb	Sabit	305,417 (0,000)	5,921 (0,000)	-2,492 (0,006)	0,686 (0,246)
	Sabit+Trend	343,244 (0,000)	7,861 (0,000)	-2,431 (0,008)	1,368 (0,086)
Ykb	Sabit	330,823 (0,000)	7,224 (0,000)	-2,440 (0,007)	-1,486 (0,931)
	Sabit+Trend	326,493 (0,000)	7,002 (0,000)	-2,374 (0,009)	-1,517 (0,935)
Gpgsyhb	Sabit	314,446 (0,000)	6,384 (0,000)	-2,225 (0,013)	1,851 (0,032)
	Sabit+Trend	352,941 (0,000)	8,359 (0,000)	-2,218 (0,013)	2,212 (0,013)

**Not:** Parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

### 3.4.2. Panel Birim Kök Testleri

İkinci aşamada göstergelerin durağan olup olmadıklarını test edebilmek için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CADF

panel birim kök testi, Smith vd. (2004) tarafından geliştirilen Bootstrap panel birim kök testi ve Bai ve Ng (2004) tarafından geliştirilen PANIC panel birim kök testleri kullanılmıştır.

**Tablo 3:** Pesaran CADF Birim Kök Testi

Değişkenler	Sabit Terim					
		Kritik Değerler				
	t-bar	%10	%5	%1	Z[t-bar]	P-değeri
Endef	-3,175	-2,110	-2,200	-2,380	-6,571	0,000
Kbdgsyhb	-2,185	-2,110	-2,200	-2,380	-2,004	0,023
Fgb	-3,629	-2,110	-2,200	-2,380	-8,662	0,000
Ykb	2,718	-2,110	-2,200	-2,380	-4,464	0,000
Gpgsyhb	-3,455	-2,110	-2,200	-2,380	-7,862	0,000
Değişkenler	Sabit Terim ve Trend					
		Kritik Değerler				
	t-bar	%10	%5	%1	Z[t-bar]	P-değeri
Endef	-3,048	-2,630	-2,720	-2,880	-3,548	0,000
Kbdgsyhb	-2,968	-2,630	-2,720	-2,880	-3,164	0,001
Fgb	-3,837	-2,630	-2,720	-2,880	-7,343	0,000
Ykb	-3,219	-2,630	-2,720	-2,880	-4,369	0,000
Gpgsyhb	-3,566	-2,630	-2,720	-2,880	-6,039	0,000

**Not:** Ortalama 1 gecikme kullanılmıştır.

Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CADF panel birim kök testi sonuçları incelendiğinde hem sabitli hem de sabitli ve trendli modellere göre olasılık değerlerinin %1 ve %5 düzeyinde anlamlı olması sonuçlarına dayanarak tüm değişkenler için serilerin birim kök içerdiği şeklindeki  $H_0$  hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla, CADF birim kök testinin sonuçları  $H_1$  hipotezinin kabul edilerek tüm değişkenlerin durağan olduğunu göstermektedir.

Smith vd. (2004) tarafından geliştirilen bootstrap panel birim kök testi sonuçları da CADF birim kök testinin sonuçlarını doğrulayarak tüm değişkenler için

%1 anlamlılık düzeyinde birim kök vardır hipotezini reddetmektedir. Bootstraplı olasılık değerleri hem sabitli hem de sabit ve trendli modelde tüm değişkenlerin düzeyde durağan olduklarını göstermektedir.

**Tablo 4:** Smith vd. (2004) “Bootstrap” Panel Birim Kök Testleri

Değişkenlerin Düzyey Değerleri	Sabit		Sabit ve Trend	
	Test İstatistiği	Bootstrap p-değeri	Test İstatistiği	Bootstrap p-değeri
Endef				
t-bar	-3,577	0,000	-3,659	0,000
WS	-2,914	0,000	-3,491	0,000
Kbdgsyhb				
t-bar	-4,355	0,000	-4,536	0,000
WS	-2,890	0,000	-3,439	0,000
Fgb				
t-bar	-4,567	0,000	-4,795	0,000
WS	-4,738	0,000	-5,002	0,000
Ykb				
t-bar	-3,710	0,000	-4,135	0,000
WS	-3,445	0,000	-4,048	0,000
Gpgsyhb				
t-bar	-4,480	0,000	-5,036	0,000
WS	-4,344	0,000	-4,820	0,000

**Not:** Maksimum gecikme uzunluğu 4 olarak kabul edilmiş ve optimal gecikme uzunlukları genelden özele (general-to-specific) yaklaşımı aracılığı ile belirlenmiştir. Olasılık değerleri 10000 bootstrap dağılımından elde edilmiştir.

Birim kök sınaması için kullanılan son test olan Bai ve Ng (2004) tarafından geliştirilen PANIC panel birim kök testi sonuçları da diğer iki testte olduğu gibi serilerin durağan olduğunu göstermektedir. Olasılık değerleri dikkate alındığı zaman

%1 düzeyinde anlamlı çıkan sonuçlar tüm değişkenler için birim kökün varlığını vurgulayan boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

**Tablo 5.** PANIC Panel Birim Kök Testleri

Değişkenlerin Düzye Değerleri	Sabit		Sabit ve Trend	
	Test İstatistiği	p-değeri	Test İstatistiği	p-değeri
Endef				
$Z_{\hat{\epsilon}}^c$	5,365	0,000	2,787	0,002
$P_{\hat{\epsilon}}^c$	87,992	0,000	64,932	0,007
Kbdgsyhb				
$Z_{\hat{\epsilon}}^c$	3,578	0,000	3,366	0,000
$P_{\hat{\epsilon}}^c$	72,011	0,001	70,107	0,002
Fgb				
$Z_{\hat{\epsilon}}^c$	8,629	0,000	4,732	0,000
$P_{\hat{\epsilon}}^c$	117,183	0,000	82,329	0,000
Ykb				
$Z_{\hat{\epsilon}}^c$	3,849	0,000	5,086	0,000
$P_{\hat{\epsilon}}^c$	74,430	0,000	85,498	0,000
Gpgsyhb				
$Z_{\hat{\epsilon}}^c$	6,944	0,000	7,952	0,000
$P_{\hat{\epsilon}}^c$	102,113	0,000	111,129	0,000

**Not:**  $P_{\hat{\epsilon}}^c$  bireysel ADF testinin olasılık değerlerine dayanan Fisher tipi bir test istatistiğidir.  $Z_{\hat{\epsilon}}^c$  ise büyük kesitli örneklem için standardize edilmiş bir Choi tipi istatistiktir. Maksimum ortak faktör sayısı 2 olarak alınmıştır.

Yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testlerinden elde edilen ortak sonuçlar tüm değişkenlerin birim kök içermediğini yani durağan olduğunu göstermektedir. Kullanılan göstergelerin ampirik özellikleri durağan değişkenlerin kullanılması yolu ile bir panel VAR modeli kurulabilmesi için gerekli şartın

sağlandığını kanıtlamaktadır. İstikrarlı bir panel VAR modelinin kurulabilmesi için ilk önce optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Optimal gecikme uzunluğunun seçilmesindeki amaç gecikme uzunluğunun çok kısa olması durumunda model dinamiklerinin sağlanamaması ve ihmal edilmiş değişkenin yol açtığı sapmaların ve gerektiğinden uzun seçilmesi durumunda serbestlik derecesi kaybı ve aşırı parametre tahmini problemlerinin önüne geçebilmektir.

### 3.4.3. Optimal Gecikme Uzunluğunun Seçilmesi

Panel VAR modelinin optimal gecikme uzunluğu Hansen (1982) J-istatistiğine dayanan GMM modelleri (Generalized Method of Moments, Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi) için Andrews ve Lu (2001) tarafından önerilen model seçim kriterleri dikkate alınarak 1 olarak belirlenmiştir. Andrews ve Lu (2001) tarafından önerilen model en küçük MBIC, MAIC ve MQIC değerlerine sahip olduğu için tercih edilmektedir. Gecikme uzunluğunun aşırı kısa belirlenmesi ihmal edilmiş değişken sorunlarına yol açarken, gecikme uzunluğunun gerektiğinden fazla belirlenmesi ise serbestlik derecesi kayıpları ve aşırı parametre tahminlerine neden olabilmektedir.

**Tablo 6.** Panel VAR Modeli Optimal Gecikme Uzunluğunun Seçilmesi

Gecikme Sayısı	CD	J	J p-değeri	MBIC	MAIC	MQIC
1	0,9253	59,3123	0,9078	-373,3118	-90,6876	-203,5448
2	0,9668	29,7328	0,9899	-258,6833	-70,2672	-145,5053
3	0,8415	19,1618	0,7892	-125,0461	-30,8381	-68,45717

Gecikme derecesi seçim kriterinde değişkenlerin ilk 3 gecikmesi Panel Var modelinde kullanılmaktadır. En küçük MBIC, MAIC ve MQIC değerlerine sahip olmasından dolayı panel VAR modelinde optimal gecikme uzunluğu 1 olarak seçilmektedir.

### 3.4.4. Panel VAR Modeli Sonuçları

Çalışmada kullanılan serilerin ampirik özellikleri durağan değişkenlerin kullanılması yolu ile bir panel VAR modeli kurulmasına olanak sağlamaktadır.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Panel VAR modelinin sonuçları Ek 5'te verilmiştir.

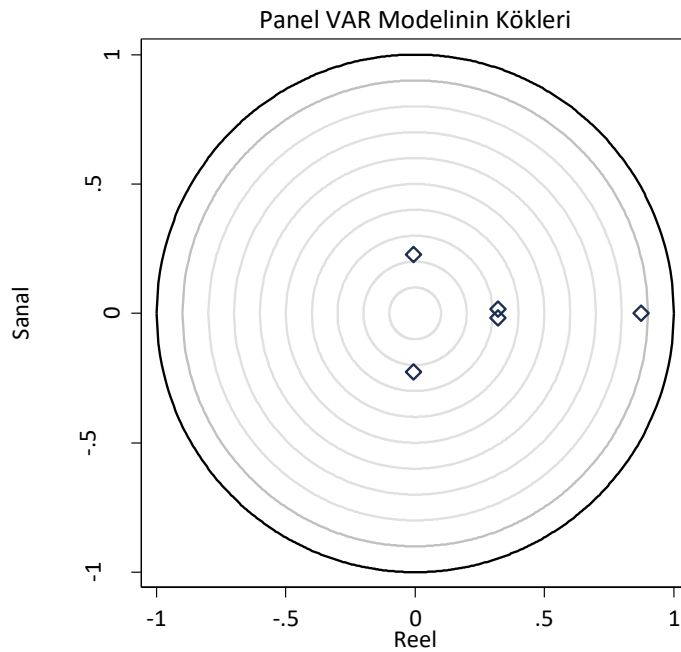
Panel VAR modelinin sonuçlarının güvenilir olduğunun kabul edilmesi için Panel VAR modelinin istikrarlı olması gerekmektedir. İstikrarlılık şartının sağlanabilmesi için modelin köklerinin değerinin 1'den küçük olması diğer bir ifadeyle modelin köklerinin birim çemberin içerisinde yer alması gerekmektedir.

**Tablo 7.** Panel VAR Model İstikrar Testi Sonuçları

Kökler		
Reel	Sanal	Modül
0,8739	0	0,8739
0,3200	0,0169	0,3205
0,3200	- 0,0169	0,3205
- 0,0052	- 0,2274	0,2274
- 0,0052	0,2274	0,2274

Tablo 7'de istikrar testi sonuçlarında görünen modelin köklerine ait istatistiklerin değerinin 1'den küçük olması ve Şekil 2'de köklerin hepsinin birim çemberin içerisinde yer alması panel VAR modelinin istikrarlı olduğunu göstermektedir.

**Şekil 2.** Panel Var Modelinin Kökleri



### 3.4.5. Panel VAR-Granger Nedensellik Testi

Granger nedensellik analizi değişkenler arasındaki ilişkinin ve bu ilişkinin yönünün belirlenmesi için Granger (1969) tarafından geliştirilmiştir. Granger nedensellik testinde H0 hipotezi seçilmiş değişkenler arasında Granger nedenselliğinin olmadığı yöndedir. Değişkenler arasındaki nedensellik testinin sonuçları Tablo 8’de gösterilmiştir.

**Tablo 8:** Panel VAR-Granger Nedensellik Wald Testi Sonuçları

Değişkenler		chi2	df	p-değeri
Kbdgsyhb	⇒ Endef	99,502	1	0,000
Fgb		187,035	1	0,000
Ykb		3,74	1	0,053
Gpgsyhb		276,837	1	0,000
Endef	⇒ Kbdgsyhb	63,542	1	0,000
Fgb		90,922	1	0,000
Ykb		387,593	1	0,000
Gpgsyhb		609,046	1	0,000
Endef	⇒ Fgb	4,012	1	0,045
Kbdgsyhb		5,434	1	0,020
Ykb		415,001	1	0,000
Gpgsyhb		328,145	1	0,000
Enfdef	⇒ Ykb	26,584	1	0,000
Kbdgsyhb		2,053	1	0,152
Fgb		104,965	1	0,000
Gpgsyhb		0,861	1	0,353
Enfdef	⇒ Gpgsyhb	24,014	1	0,000
Kbdgsyhb		29,126	1	0,000
Fgb		116,096	1	0,000
Ykb		556,223	1	0,000

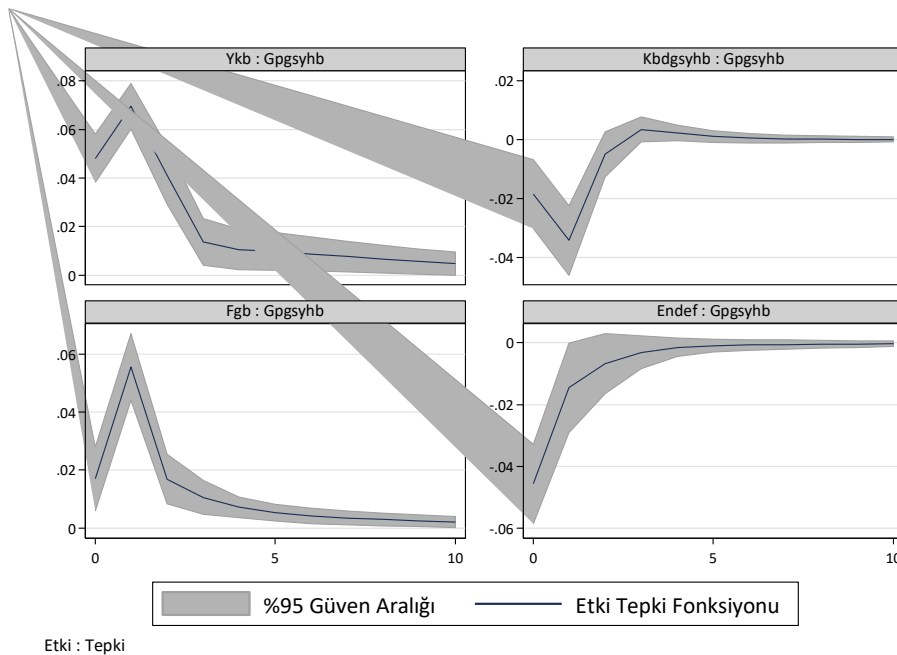
**Not:** H0: Seçilmiş değişkenler arasında Granger nedenselliği yoktur.

Granger nedensellik testi sonuçları kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı değişkeninden yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranına doğru ve geniş paranın GSYH'ya oranının büyüme oranından yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkenine doğru Granger nedenselliğinin olmadığını göstermektedir. Yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkeninden GSYH deflatörüne doğru %10 anlamlılık düzeyinde, GSYH deflatörü değişkeninden finansal gelişme endeksinin büyüme oranına doğru kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranından finansal gelişme endeksinin büyüme oranına doğru ise %5 anlamlılık düzeyinde Granger nedenselliğinin varlığı kabul edilerek H0 hipotezi reddedilmektedir. Diğer tüm değişken arasında ise çift yönlü Granger nedenselliği vardır.

### 3.4.6. Panel VAR Etki-Tepki Fonksiyonları

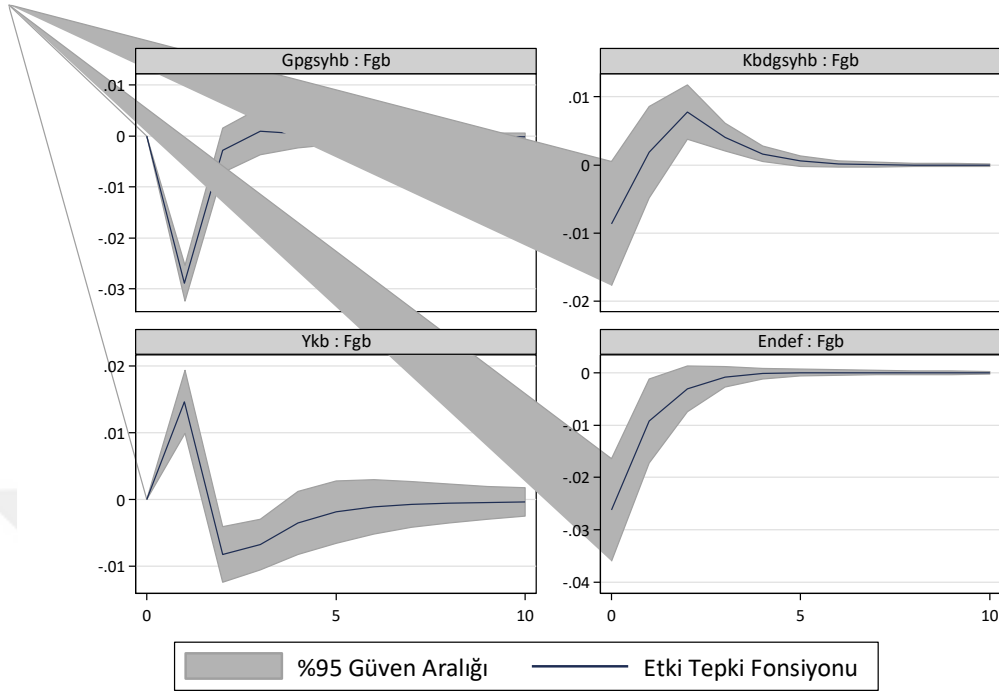
Etki- tepki fonksiyonları panel VAR modeline dayanan ve her bir içsel değişkendeki bir standart sapmalılık şok karşısında diğer değişkenlerin bu şoklardan nasıl etkilendiğini göstermektedir. Fonksiyonlarda gösterilen tüm grafikler şok sonrası 10 dönem için tahmin edilmiştir. Grafikte görülen gri gölgeli alanlar %95 oranında güven aralıklarını, siyah çizgiler ise şokların değişkenler üzerindeki etkilerini yansıtmaktadır. Güven aralıkları 1000 bootstrap sonucu elde edilmektedir.

**Şekil 3.** Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin Geniş paranın GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkenine etkisi



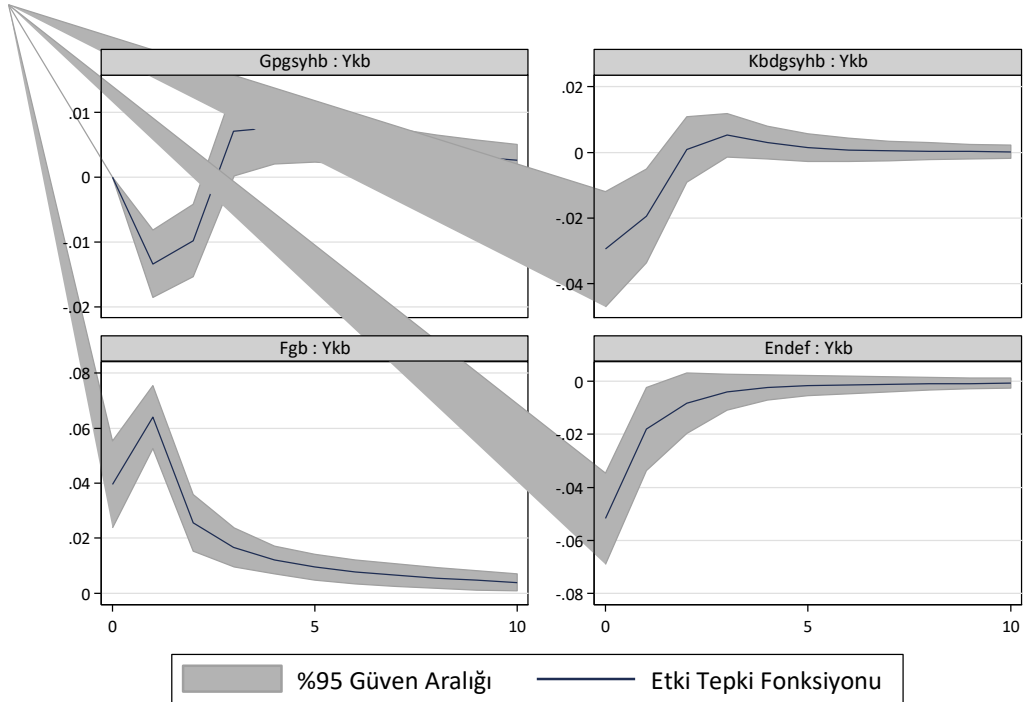
Etki : Tepki

**Şekil 4.** Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin Finansal gelişme endeksinin büyüme oranı değişkenine etkisi



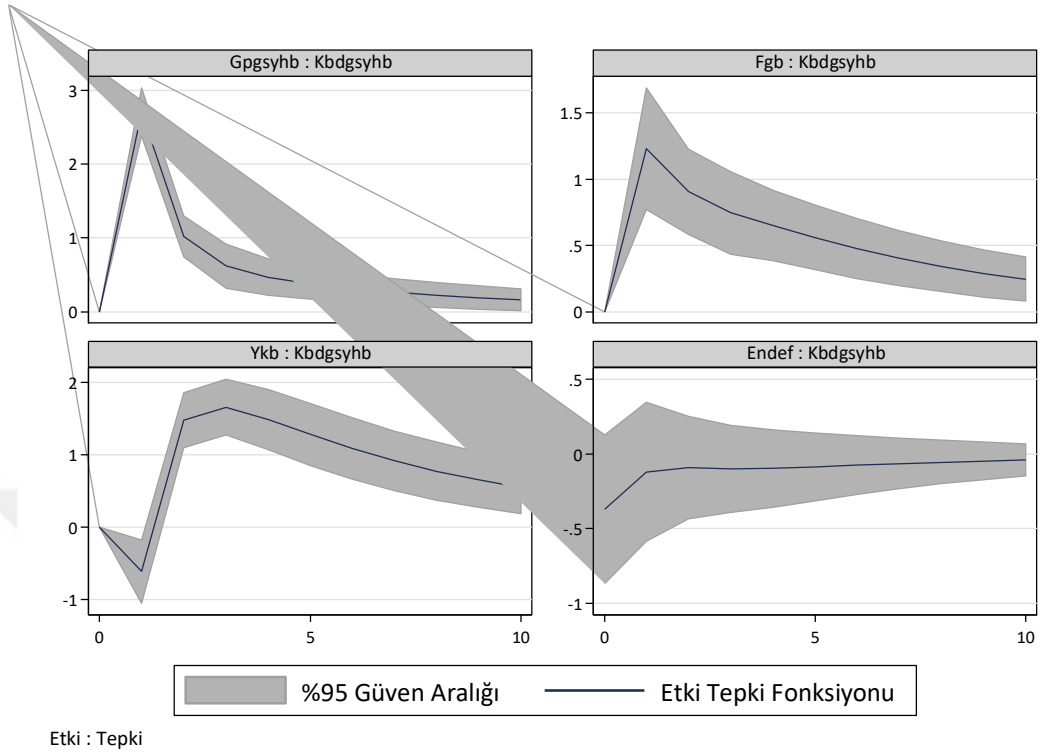
Etki : Tepki

**Şekil 5.** Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin Yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkenine etkisi

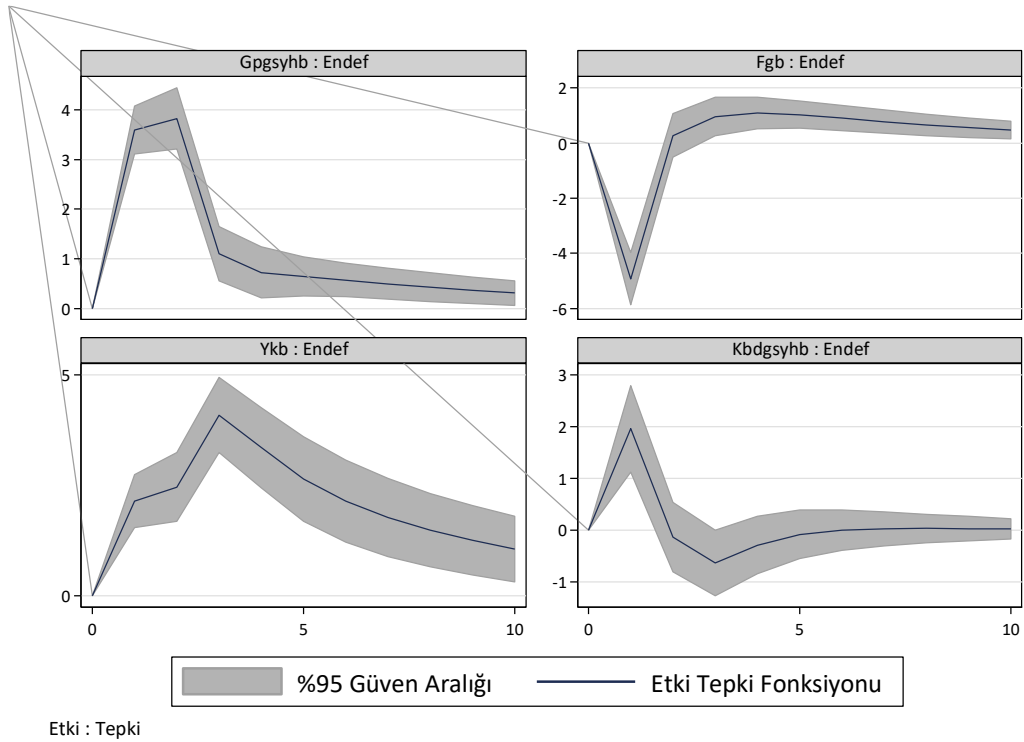


Etki : Tepki

**Şekil 6.** Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin Kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılabın büyüme oranı değişkenine etkisi



**Şekil 7.** Panel VAR Etki-Tepki fonksiyonları: Değişkenlerin GSYH deflatörü değişkenine etkisi



Kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı ve GSYH deflatörü değişkenlerinin tepkileri incelendiğinde geniş paranın GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkeninde meydana gelen 1 birimlik şoka kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı değişkeni 1.dönemde maksimum tepki vermekte ve 5.dönemden itibaren şokların etkileri ortadan kalkmaktadır. GSYH deflatörü değişkeni de pozitif tepki göstererek 2.dönemde maksimum tepki vermektedir ve şoklar 3.dönem itibariyle giderek azalmaktadır. Yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkeninde meydana gelen şoklara kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı değişkeninin tepkisi ilk dönemde negatif olmasına rağmen 2.dönem itibariyle pozitif dönmektedir. 3.dönemde maksimuma ulaşan şoklar 4.dönem itibariyle giderek etkisini kaybetmektedir. GSYH deflatörü değişkeni ise yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı'nda meydana gelen şoklara pozitif tepkiler vermektedir. 3.dönemde maksimuma ulaşan tepkiler daha sonra azalma göstermektedir. Finansal gelişme endeksinin büyüme oranı değişkeninde meydana gelen 1 birimlik şoka ise kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı değişkeninin tepkisi pozitif ve anlamlıdır. Şokların etkisi 2.dönem itibariyle etkisini kaybederek sönme eğilimi göstermektedir. GSYH deflatörü değişkeninin tepkisi ise 1.dönemde negatif olmasına karşılık 2.dönem itibariyle pozitif dönmektedir. Bu sonuçlar doğrultusunda geniş paranın GSYH'ya oranının büyümesinin kişi başına düşen GSYH büyüme oranını artırırken enflasyon üzerinde de ilk dönemlerde artırıcı etkileri olmaktadır. Ekonomiye aktarılan para miktarı arttıkça enflasyon oranı da artış göstermektedir. Yurt içi kredi büyümesinin artması ilk dönemlerde GSYH için negatif etkiler yaratsa da ilerleyen dönemlerde bu etki pozitif dönüşerek kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı için artırıcı etki yaratmaktadır. Yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranı değişkeninin artışı ise enflasyon için artırıcı etki yaratmaktadır. Finansal gelişmişlik düzeyinin artması hem GSYH bazında hem de enflasyon üzerinde olumlu etkiler göstermektedir. GSYH artışla seyrederken enflasyonda ilk dönemde azalma görülmektedir. Finansal gelişmenin ekonomik büyüme ve enflasyon üzerindeki etkilerini inceleyen diğer çalışmalara bakıldığı zaman Boyd vd. (1996), Calderon ve Liu (2003), Khan vd. (2006), Hasan vd. (2009), Rousseau ve Yılmazkuday (2009), Kim ve Lin (2010), Bittencourt (2011), Rousseau vd. (2011), Ghildiyal vd. (2015), Wang (2019), Williams (2019), Sugiyanto ve Yolanda (2020) çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşarak finansal gelişmenin seçili

lkelerde ekonomik büyümeye yol açtığını, finansal gelişme ve enflasyon arasında ise negatif bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir.



## SONUÇ

Finansal sistemin gelişmişliği ekonomide meydana gelen tasarrufların yatırımlara ne kadar etkin dönüştürüldüğünü göstermekte ve bir ülke ekonomisi için reel sektörün ihtiyaç duyduğu fonlara daha hızlı erişim imkanı sağlayabildiği anlamına gelmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların reel sektöre etkili bir biçimde aktarılması gelişmekte olan ülkelerin hedefledikleri büyüme oranlarına ulaşabilmek için oldukça önemlidir. Finans sisteminin ekonomik büyümeyi doğrudan etkileyebilmesi finansal gelişmişlik kavramının da daha dikkatle incelenmesi gerektiğini göstermektedir. Finansal gelişmişlik düzeyi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler çapında bakıldığında zaman farklılıklar göstermekte ve ülkelerin kültürel, finansal altyapı, ekonomik, sosyal, politik, kurumsal yapıları nedeniyle de spesifik hal alabilmektedir. Finansal gelişmişlik düzeylerinin farklılıklar göstermesine karşı literatürde yaygın olarak kabul edilmiş düşünce ülkenin ekonomik büyümesinin sağlanması ve ekonomik istikrarın sürdürülebilmesi açısından finansal gelişmişlik düzeyinin yüksek olmasıdır.

Asya ülkeleri üzerine finansal gelişmenin ekonomik büyüme ve enflasyona etkilerini konu alan bu çalışmada yöntem olarak panel VAR modeli kullanılmış ve 1998-2018 dönemi için dengeli panel veriler aracılığıyla 20 ülke için analiz yapılmıştır. Analize 20 ülkenin dahil edilmesindeki kısıt dengeli panel verilerin 20 ülke ile sınırlı olmasındadır. Analizde finansal gelişme ile ekonomik büyüme ve enflasyon arasındaki ilişkinin derinlemesine incelenebilmesi için öncelikle yatay kesit bağımlılığı testi yapılmıştır. Serilerde yatay kesit bağımlılığına rastlandığı için ikinci nesil panel birim kök testleri aracılığıyla serilerin durağanlıkları test edilmiştir. Panel birim kök testleri uygulandıktan sonra model dinamiklerinin sağlanabilmesi için gecikme uzunluğu belirlenmiştir. Kurulan modelin istikrarlılığının test edilmesi için model istikrar testi ve köklerin grafiği vasıtasıyla modelin istikrarlı olduğu kabul edilmiştir. Değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenebilmesi için uygulanan panel Granger nedensellik analizi değişkenler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu (Kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı değişkeninden yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranına doğru ve geniş paranın GSYH'ya oranının büyüme oranından yurt içi kredilerin GSYH'ya oranının büyüme oranına doğru hariç) belirlemiştir. Bu ilişkinin yönünü belirleyebilmek için etki-tepki fonksiyonu uygulanmış ve geniş paranın GSYH'ye oranının büyümesinin kişi başına

düşen GSYH büyüme oranına pozitif ve artırıcı etkileri olduğu, enflasyon üzerinde de ilk dönemlerde artırıcı etkilerle seyrederek finansal gelişmenin sağlanmasıyla bu etkinin sıfırlandığı gözlemlenmektedir. Yurt içi kredi büyümesinin artış göstermesi ilk dönemlerde GSYH üzerinde negatif ve azaltıcı etkiler yaratsa da ilerleyen dönemlerde etki pozitif dönüşerek GSYH'ye artırıcı etki etmektedir. Yurt içi kredi büyümesinin enflasyon üzerinde artırıcı etkileri gözlemlenmektedir. Finansal gelişmişlik düzeyinin artması hem GSYH hem de enflasyon için olumlu etkilerle seyrederek GSYH için artırıcı enflasyon için ise azaltıcı etkiler yaratmaktadır.

Sonuçlar finansal gelişmişlik düzeyinin yükselmesinin ekonomik büyümenin sağlanmasında etkili olduğunu göstermektedir. Asya ülkeleri için uzun dönemli finansal gelişmenin sağlanmasının GSYH üzerinde pozitif etkiler yaratarak büyümeye destek olduğu, enflasyon oranları üzerinde ise istenen etkileri yaratarak enflasyonu düşürücü katkılar sağladığı sonucuna varılmıştır. Bu sonuçlar gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmişlik düzeyinin desteklenmesinin ekonomik büyümenin istikrarlı devam ettirilebilmesi ve ekonomik büyümenin artırılması için gerekli olduğunu göstermektedir. Finansal gelişme özellikle atıl halde kalan tasarrufların ekonomiye kanalize edilmesi reel sektörün ihtiyaç duyduğu finansal kaynaklara ulaşmasına ve ekonomide kısa dönemde artı değer oluşturularak büyümenin sağlanmasında aktif rol oynamaktadır. Seçilen ülkelerin birçoğunun gelişmekte olan ülkeler olması sonuçların finansal gelişmenin desteklenmesinin bu ülkelerin ekonomik büyüme oranlarının artırılmasında etkili olacağını kanıtlamaktadır. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda politika yapıcıların finansal gelişmeyi destekleyen politikalara ağırlık vermesinin ekonomik yapının istikrarının artırılması için ve ekonomik büyümenin sağlanması için önemli olduğu görülmektedir. Ekonomik istikrarın azalmasına yol açan enflasyon oranlarındaki artışın önüne geçebilmek için de finansal gelişmişlik düzeyinin artırılması gerekli bir unsurdur.

Bu sonuçlar doğrultusunda ekonomik büyümenin sağlanabilmesi ve artırılması için finansal gelişme ve finansal derinleşme düzeylerinin artırılmasının önemli olduğu kabul edilmektedir. Finansal sistemin işleyişinin temin edilmesi, finansal aracı kurumların bu sistemde geniş hizmet ve ürün çeşitliliği ile faaliyet göstermesi, ekonomik yapıda gerçekleştirilecek risklerin analiz edilerek fon arz edenlerin ve fon talep edenlerin gerekli bilgilerle temin olunması hem finans sisteminin işleyişinin sağlanmasında hem de ekonomik büyümenin temin edilmesinde önemli etken

olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde fonların belirli merkezlerde toplanması ve fona ihtiyaç duyan yatırımcıların bu fonlara erişememesi ekonomik daralmanın ve büyümenin sağlanamamasının temel nedenlerindedir. Atıl halde kalan tasarrufların enflasyon oranlarından etkilenecek değer kaybetmemesi için ve tasarruf sahiplerinin yatırımlarını değerlendirmekte istekli olmasının sağlanması için finansal gelişmenin sağlanarak aracı kurumların faaliyetinin iyileştirilmesi gerekmektedir. Finansal sistemin iyi işlediği bir ekonomide ekonomik kalkınma sorununun önüne geçebilmek ve enflasyon oranlarını kontrol altına alabilmek çok daha olağan bir durumdur. İyi işleyen bir finansal sistemin yabancı yatırımcılar için de cazip imkânlar sunması ülkeye finansman akışını temin ettiği için reel sektöre aktarılması beklenen fon miktarında da artışa neden olabilmektedir. Ekonomik yapıyı etkileyen kararlarda bu olguya dikkat edilmesi, finansal sistemin gelişimini destekleyen politikaların uygulanması, merkez bankasının aldığı kararlarda bankalar ve sermaye piyasaları gibi aracı kurumların faaliyetini istikrarlı devam ettirebilmesi için olanaklar tanınması ekonomik büyümenin devam ettirilmesi açısından oldukça önemlidir.

## KAYNAKÇA

- Abrigo, M. R. ve Love, I. (2016), "Estimation Of Panel Vector Autoregression İn Stata", *The Stata Journal*, C: 16, No: 3, ss. 778-804.
- Acosta, P. A. Baerg, N. R. ve Mandelman, F. S. (2009), "Financial Development, Remittances and Real Exchange Rate Appreciation", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, C: 94, No: 1, ss. 1-12.
- Afşar, A. (2007), "Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, C: 36, No: 2007, ss. 188-198.
- Ağır, H. (2009), "Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi", Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı Doktora Tezi.
- Ahmed, A. D. (2013), "Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment", *Economic Modelling*, C: 30, No: 2013, ss. 261-273.
- Akinboade, O. A. ve Kinfack, E. C. (2013), "Interest Rate Reforms, Financial Deepening And Economic Growth İn Cameroon: An Empirical Investigation", *Applied Economics*, C: 45, No: 2013, ss. 3574-3586.
- Alimi, R. S. (2014), "DOLS Cointegration Vector Estimation of the Effect of Inflation and Financial Deepening on Output Growth in Nigeria", *Munich Personal RePEc Archive*, C: 2014, No: 57182, ss. 1-15.
- Alkan, G. (2015), *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Alrabadi, D. W. H. ve Kharabsheh, B.A. (2016), "Financial Deepening and Economic Growth: The Case of Jordan", *Journal of Accounting and Finance*, C: 16, No: 6, ss. 158-166.
- Andrews, D. W. (2005), "Cross-section regression with common shocks", *Econometrica*, C: 73, No: 5, ss. 1551-1585.
- Ani, W. U. Ugwunta, D. O. ve Okanya, O. (2013), "The Effect of Foreign Exchange Reforms on Financial Deepening: Evidence from Nigeria", *American Journal of Business and Management*, C: 2, No: 3, ss. 204-209.
- Apergis, N. Filippidis, I. ve Economidou, C. (2007), "Financial Deepening and Economic Growth Linkages: A Panel Data Analysis", *Review of World Economics*, C: 143, No: 1, ss. 179-198.
- Ardıç, O. P. ve Damar, E. (2006), "Financial Sector Deepening and Economic Growth: Evidence From Turkey", *Munich Personal RePEc Archive*, C: 2006, No:4077, ss. 1-25.
- Arestis, P. and Demetriades, P. (1999), "Financial Liberalization: The Experience of Developing Countries", *Eastern Economic Journal*, C: 25, No: 4, ss. 441-457.
- Arestis, P. Nissanke, M. ve Stein, H. (2005), "Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization Theory", *Eastern Economic Journal*, C: 31, No: 2, ss. 245-263.
- Arestis, P. ve Caner, A. (2004), "Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence", *Levy Economics Institute Working Paper*, C: 2004, No: 411, ss. 1-28.

- Arestis, P. ve Demetriades, P. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Assesing The Evidence", *Economic Journal*, C: 107, No: 442, ss. 783-799.
- Arratibel, O. Furceri, D. Martin, R. ve Zdzienicka, A. (2011), "The Effect Of Nominal Exchange Rate Volatility On Real Macroeconomic Performance In The CEE Countries", *Economic Systems*, C: 35, No: 2, ss. 261-277.
- Asaleye, A. J. Lawal, A. I. Popoola, O. Alege, P. O. ve Oyetade, O. O. (2019), "Financial Integration, Employment and Wages Nexus: Evidence from Nigeria", *Montenegrin Journal of Economics*, C: 15, No: 1, ss. 141-154.
- Asongu, S. A. (2014), "Correcting Inflation with Financial Dynamic Fundamentals: Which Adjustments Matter in Africa?", *Journal of African Business*, C: 15, No: 1, ss. 64-73.
- Atamtürk, B. (2007), "Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C: 13, No: 2, ss. 75-89.
- Aydın, Y. (2016), *Finansal Piyasalar ve Kurumlar Teori ve Türkiye Uygulamasına Güncel Bakış*, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Bai, J. ve Ng, S. (2004), "A PANIC attack on unit roots and cointegration", *Econometrica*, C: 72, No: 4, ss. 1127-1177.
- Bakang, M. L.N. (2015), "Effects Of Financial Deepening On Economic Growth In Kenya", *International Journal of Business and Commerce*, C: 4, No: 7, ss. 1-50.
- Baltagi, B. H. (2013), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons Ltd, Birleşik Krallık.
- Bandura, W. N. (2020), "Inflation and Finance-Growth Nexus in Sub-Saharan Africa", *Journal of African Business*, C: 2020, ss. 1-13.
- Başoğlu, U. Ceylan, A. ve Parasız, İ. (2009), *Finans Teori Kurum Uygulama*, Ekin Basın Yayın Dağıtım, Bursa.
- Bekaert, G. ve Harvey, C. R. (1998), "Capital Markets: an Engine for Economic Growth", *Journal of World Affairs*, C: 5, No: 1, ss 33-53.
- Bennaceur, S. ve Ghazouani, S. (2005), "Does Inflation Impact on Financial Sector Performance in the MENA Region?", *Review of Middle East Economics and Finance*, C: 3, No: 3, ss. 219-229.
- Bittencourt, M. (2011), "Inflation and financial development: Evidence from Brazil", *Economic Modelling*, C: 28, No: 1-2, ss. 91-99.
- Black, B. Gospel, H. ve Pendleton, A. (2007), "Finance, Corporate Governance, and the Employment Relationship", *Industrial Relations*, C:46, No: 3, ss. 643-650.
- Boustanifar, H. (2014), "Finance and Employment: Evidence from U.S. Banking Reforms", *Journal of Banking & Finance*, C: 46, No: 2014, ss. 343-354.
- Boyd, J. H. Levine, R. ve Smith, B. D. (1996), "Inflation and Financial Market Performance", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department*, C: 9617, No: 1996, ss. 1-39.
- Breusch, T. S. ve Pagan, A. R. (1980), "The Lagrange Multiplier Test And Its Applications To Model Specification In Econometrics", *The review of economic studies*, C: 47, No: 1, ss. 239-253.

- Bui, T. N. (2020), "How Does Financial Development Affect the Employment? Evidence From ASEAN Countries", *Journal of Management Information and Decision Sciences*, C: 23, No: 1, ss. 1-6.
- Bunda, İ., Desquilbet, J., B. (2008), The Bank Liquidity Smile Across Exchange Rate Regimes, *International Economic Journal*, 22 (3), 361-386.
- Calderon, C, Liu, L. (2003), "The direction of causality between financial development and economic growth", *Journal of Development Economics*, C: 72, No: 1, ss. 321-334.
- Çavuşoğlu, B. İbrahim, S. S. ve Özdeşer, H. (2019), "Testing The Relationship Between Financial Sector Output, Employment and Economic Growth in North Cyprus", *Financial Innovation*, C: 5, No: 36, ss. 1-11.
- Chen, G. ve Chen, S. (2016), "Financial Development, Labor Participation, and Employment in Urban China", *Emerging Markets Finance & Trade*, C: 52, No: 3, ss. 754-764.
- Chimobi, O. P. (2010), "Inflation and Economic Growth in Nigeria", *Journal of Sustainable Development*, C: 3, No: 2, 159-166.
- Chmelarova, V. ve Nath, H. K. (2010), "Relative Price Convergence Among US Cities: Does The Choice Numeraire City Matter?", *Journal of Macroeconomics*, C: 32, No: 1, ss. 405-414.
- Čihák, M. Demirgüç-Kunt, A. Feyen, E. ve Levine, R. (2013), "Financial development in 205 economies, 1960 to 2010", *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, C: 2013, No: 18946, ss. 1-53.
- Conti, V. ve Hamoui, R. (1993), *Financial Markets Liberalisation and the Role of Banks*, Cambridge University Press. Cambridge.
- Cooper, R. Gong, G. ve Yan, P. (2018), "Costly Labour Adjustment: General Equilibrium Effects Of China's Employment Regulations And Financial Reforms", *The Economic Journal*, C: 128, No: 613, ss. 1879-1922.
- Çetinkaya, Ş. (2012), "Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü", *Sakarya İktisat Dergisi*, C: 1, No: 2, ss. 46-63.
- Denizer, C. Celasun, O. ve Dong, H. (1999), *Capital Flows, Macroeconomic Management, And The Financial System: Turkey, 1989-1997*, The World Bank Policy Research Working Paper Series, Yayın No: 2141.
- Eğilmez, M., Kumcu, E. (2010), *Ekonomi Politikası*, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Erdem, E. (2016), *Para Banka ve Finansal Sistem*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Erdoğan, M. (2008), "Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C: 20, No: 3, ss. 1-20.
- Erdoğan, S. (2005), "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C: 9, No: 2005, ss. 34-54.
- Erim, N. ve Türk, A. (2005), "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C: 10, No: 2, ss. 21-45.

- Ertürk, H. (2010). “Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Risk Yönetimi”, *Denetim*, C:4, No: 2010, ss. 62-70.
- Eschenbach, F. (2004), “Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature”, *Tinbergen Institute Discussion Paper*, C: 39, No:2, ss. 1-43.
- Esen, E. ve Yıldırım, K. (2020), “Post Keynesyen Ekonominin Metodolojik Temelleri”, *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, C: 7, No: 1, ss. 147-160.
- Esen, O. (1998), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, C: 13, No: 145, ss. 23-30.
- Eser, K. (1993), “Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği”, *Ekonomik Yaklaşım*, C: 4, No: 10, ss. 83-100.
- Fernandes, F. S. Kontonikas, A. ve Tsoukas, S. (2019), “On the Real Effect of Financial Pressure: Evidence From Firm-Level Employment During the Euro-Area Crisis”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, C: 81, No: 3, ss. 617-646.
- Fidan, M. M. (2011). “Kobi Kredi Piyasasında Asimetrik Bilgi ve Ahlaki Tehlike: Laleli Örneği”, *Maliye ve Finans Yazıları*, C: 1, No: 90, ss. 41-57.
- Frame, W. S. ve White, L. J. (2004). “Empirical studies of financial innovation: lots of talk, little action?”, *Journal of economic literature*, C: 42 No: 1, ss. 116-144.
- Fry, M, J. (1989), “Financial Development: Theories And Recent Experience”, *Oxford Review of Economic Policy*, C: 5, No: 4, ss. 13–28.
- Fry, M, J. (1997), “In Favour of Financial Liberalisation”, *The Economic Journal*, C: 107, No: 442, ss. 754-770.
- Ghate, P. B. (1992), “Interaction Between the Formal and Informal Financial Sectors: The Asian Experience”, *World Development*, C: 20, No: 6, ss. 859–872.
- Ghildiyal, V. Pokhriyal, A. K. ve Mohan, A. (2015), “Impact Of Financial Deepening On Economic Growth In Indian Perspective: ARDL Bound Testing Approach To Cointegration”, *Asian Development Policy Review*, C: 3, No: 3, ss. 49-60.
- Gibson, H. D. ve Tsakalotos, E. (1994), “The Scope and Limits of Financial Liberalization in Developing Countries: A Critical Survey”. *The Journal of Development Studies*, C: 30, No:13, ss. 578-628.
- Grabel, I. (1995), “Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation Of Financial Liberalization Programmes In The Third World”, *International Review of Applied Economics*, C: 9, No: 2, ss. 127-149.
- Granger, C. W. (1969), “Investigating Causal Relations By Econometric Models And Cross-Spectral Methods”, *Econometrica: journal of the Econometric Society*, C: 37, No: 3, ss. 424-438.
- Gries, T. Kraft, M. ve Meierrieks, D. (2011), “Financial deepening, tradeopenness and economic growth in Latin America and the Caribbean”, *Applied Economics*, C: 43, No: 30, s. 4729-4739.
- Grilli, V. ve Roubini, N. (1993). Financial Liberalisation And Exchange Rate Volatility, *Cambridge University Press*, C: 1993, 89-108.

- Guevera, M. J. (2017), "Financial Deepening, Interest Rate Spread And Economic Growth: New Evidence From Sub-Sahara Africa", *International Journal of Business, Economics and Management*, C:4, No: 3, ss. 52-64.
- Gur, N. (2015), "Financial Integration, Financial Dependence and Employment Growth", *International Journal of Economics and Financial Issues*, C: 5, No: 2, ss. 493-500.
- Günel, M. (2006). *Para Banka ve Finansal Sistem*, Yeni Dönem Yayıncılık, Ankara
- Gündem, F. (2008). "Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği", Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Gündoğdu, A. (2012), "Türk Sermaye Piyasasında Yapılandırılmış Yeni Bir Finansal Ürün: Varant", *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, C: 4, No:1, ss. 57-65.
- Hajilee, M. ve Al Nasser, O. M. (2017), "Financial Depth and Exchange Rate Volatility: A Multicountry Analysis", *The American Economist*, C: 62, No:1, ss. 19-30.
- Hakim, L. ve Dahalan, J. (2016), "Financial Deepening And Interest Rate Relationship In Facing The ASEAN Economic Community 2015: VECM And Panel Data Approach", *Quantitative Economics Journal*, C: 5, No: 2, ss. 64-74.
- Hamdi, H. Sbia, R. ve Taş, B. K. O. (2014), "Financial Deepening and Economic Growth in Gulf Cooperation Council Countries", *International Economic Journal*, C: 28, No: 3, ss. 459-473.
- Hasan, I. Wachtel, P. ve Zhou, M. (2009), Institutional development, financial deepening and economic growth: Evidence from China, *Journal of Banking & Finance*, C: 33, No: 1, ss. 157-170.
- Hasanov, F. ve Huseynov, F. (2013), "Bank credits and non-oil economic growth: Evidence from Azerbaijan", *International Review of Economics & Finance*, C: 27, No: 2013, ss. 597-610.
- Huang, Y. ve Singh, R. (2011), "Financial Deepening, Property Rights and Poverty: Evidence From Sub-Saharan Africa", *IMF Working Papers*, C:11, No: 196, ss. 1-31.
- Hurlin, C. (2010). What Would Nelson and Plosser Find Had They Used Panel Unit Root Tests?. *Applied Economics*, C: 42, No: 12, ss. 1515-1531.
- Hurlin, C., Mignon, V. (2007), Second Generation Panel Unit Root Tests, (Çevrimiçi) <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00159842/>, 25 Haziran 2021.
- Im, K. S. Pesaran, M. H. ve Shin, Y. (2003), "Testing For Unit Roots In Heterogeneous Panels", *Journal of econometrics*, C: 115, No: 1, ss. 53-74.
- Kananurak, U. Sirisankanan, A. (2020), "Financial Development and Self-Employment", *International Journal of Development Issues*, C: 19, No: 3, ss. 339-357.
- Kar, M. ve Ağır, H. (2005), "Finansal Derinleşme Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme", *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, C: 42, No: 496, ss. 10-24.
- Karan, M., B. (2013). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi*, Gazi yayınları, Ankara.

- Keho, Y. (2010), "Effect of Financial Development on Economic Growth: Does Inflation Matter? Time Series Evidence from the UEMOA Countries", *International Economic Journal*, C: 24, No: 3, ss. 343-355.
- Khan, M. S. Senhadji, A. S. ve Smith, B. D. (2006), "Inflation and Financial Depth", *Macroeconomic Dynamics*, C: 10, No: 2, ss. 165-182.
- Kıran, B. (2010), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Hacmi ve Gelir Volatilitesi", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, C: 11, No: 1, ss. 98-108.
- Kim, D. H. ve Lin, S. C. (2010), "Dynamic Relationship Between İnflation And Financial Development", *Macroeconomic Dynamics*, C: 14, No: 3, ss. 343-364.
- King, R. G. ve Levine, R. (1993). "Finance and growth: Schumpeter Might Be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, C: 108, No: 3, ss. 717-737.
- Kregel, J. (2008), Financial Liberalization and Domestic Policy Space: Theory and Practice with Reference to Latin America, Arestis, P., Paula, L., F. içinde, *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*, ss. 9-25, Palgrave Macmillan, London.
- Lee, C. C. ve Wong, S. Y. (2005), "Inflationary Threshold Effects In The Relationship Between Financial Development And Economic Growth: Evidence From Taiwan And Japan", *Journal Of Economic Development*, C: 30, No: 1, ss. 49-69.
- Levine, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *University of Virginia Journal of Economic Literature*, C: 35, No: 2, ss. 688-726.
- Levy-Yeyati, E. ve Sturzenegger, F. (2001), "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", *UTDT, CIF Working Paper*, C: 2, No: 1, ss. 1-42.
- Leybourne, S. J. (1995), "Testing For Unit Roots Using Forward And Reverse Dickey-Fuller Regressions", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, C: 57, No: 4, ss. 559-571.
- Loayza, N. Ouazad, A. ve Ranciere, R. (2017), "Financial Development, Growth, and Crisis: Is There a Trade-Off?", *World Bank Policy Research Working Paper*, C: 8237, 289-311.
- Lu, X. Guo, K. Dong, Z. Wang, X. (2017), "Financial development and relationships involvement among money supply, economic growth and inflation: a comparative study from the U.S. and China", *Applied Economics*, C: 49, No: 10, ss. 1032-1045.
- Lynch, D. (1996), "Measuring financial sector development: a study of selected Asia-Pacific countries", *The Developing Economies*, C: 34, No: 1, ss. 1-27.
- Lyoboyi, M. (2013), "Bank and Non-Bank Financial Deepening and Economic Growth: The Nigerian Experience (1981–2010)", *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, C: 42, No: 3, ss. 247-272.
- Marashdeh, H. A. ve Al-Malkawi, H. A. (2014), "Financial Deepening and Economic Growth in Saudi Arabia", *Journal of Emerging Market Finance*, C: 13, No: 2, ss. 139–154.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington D.C.

- McKinnon, R. (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Meçik, O. ve Karabacak, M. (2011), “Türkiye’de enflasyon, finansal derinleşme ve büyüme ilişkisi”, *Anadolu International Conferance in Economics II*, C: 2011, No: 15-17, ss. 1-51.
- Merton, R. C. ve Bodie, Z. (1995), “A conceptual framework for analyzing the financial system” *The global financial system: A functional perspective*, C: 1995, No: 3-31, ss. 1-38.
- Mishkin, F. S. (2011). *Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadi*, 3D Yayınevi, Ankara.
- Mohan, R. (2006). “Economic Growth, Financial Deepening And Financial İnclusion”, *Reserve Bank of India Bulletin*, C: 2006, No: 1305, ss. 1305-1320.
- Moradi, J., Nematollahi, M. (2013), “Investment, Employment and Financial Performance Evidence from Cooperative Enterprises of Fars province”, *International Journal of Research in Business and Social Science*, C:2, No: 2, ss. 1-15.
- Morgül, T. (2013). *Türkiye’de Finansal Piyasalar*, Türkiye Temsilciliği İşletme Bölümü, Yalova.
- Nachega, J. C. (2006), “Financial Liberalization, Money Demand, and Inflation in Uganda”, *IMF Working Paper*, C: 1, No: 118, ss. 1-44.
- Obamuyi, M. Demehin, A. (2012), “Interest Rate Reforms And Financial deepening In Nigeria”, *The International Journal of Business and Finance Research*, C: 6, No: 2, ss. 81-90.
- Obansa, S. A., J. Okoroafor, O. K. D. Aluko, O. O. ve Eze, M. (2013), “Percieved Relationship between Exchange Rate, Interest Rate and Economic Growth in Nigeria: 1970-2010”, *American Journal of Humanities and Social Sciences*, C: 1, No: 3, ss. 116-124.
- Odhiambo, N. M. (2009a), “Finance-Growth Nexus and Inflation Dynamics in Kenya: An Empirical Investigation”, *Savings and Development*, C: 33, No: 1, ss. 7-25.
- Odhiambo, N. M. (2009b), “Interest Rate Reforms, Financial Deepening and Economic Growth in Kenya: An Empirical Investigation”, *The Journal of Developing Areas*, C: 43, No: 1, ss. 295-313.
- Odhiambo, N. M. (2012), “The Impact of Inflation on Financial Sector Development: Experience from Zambia”, *The Journal of Applied Business Research*, C: 28, No: 6, ss. 1497-1508.
- Ogoun, S. ve Adumein, G. W. (2020), “Towards Exchange Rate And Financial Deepening: A Dependency Determination”, *Journal of Economics and Finance*, C: 11, No: 1, ss. 37-49.
- Oksay, S. (2000), “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi”, *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi*, C: 3, No: 14, ss. 55-62.
- Oruç, S. Turgut, A. (2014). *Finansal Derinleşme Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010)*, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C: 31, N: 1, 109-118.

- Oulton, N. ve Barriell, M. S. (2017), “Effects Of Financial Crises On Productivity, Capital and Employment”, *Review of Income and Wealth*, C: 63, No: 1, ss. 90-112.
- Ouma, O., J. (2014), “Effects Of Real Interest Rate On The Financial Deepening In Kenya, University Of Nairobi, Doktora Tezi.
- Öçal, T., Çolak, Ö. F. (1999). *Finansal sistem ve bankalar*, Nobel Yayın, Ankara.
- Özbilen, Ş. (2000), Finansal Deregülasyonun Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Finans Dünyası*, C: 131, No: 2000, ss. 72-76.
- Özgen, F. B. ve Güloğlu, B. (2004), “Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi”, *METU Studies in Development*, C: 31, No:1, ss. 93-114.
- Öztürk, N. Barışık, S. Darıcı, H. K. (2010), “Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, C: 6, No: 12, ss. 95-119.
- Öztürk, S. Çoltu, S. (2018), “Finansal Derinleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi 2001-2016 Yılları Türkiye Örneği”, *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, C: 17, No: 4, ss. 1516-1535.
- Pantula, S. G. Gonzalez-Farias, G. ve Fuller, W. A. (1994), “A Comparison Of Unit-Root Test Criteria”, *Journal of Business & Economic Statistics*, C: 12, No: 4, ss. 449-459.
- Parasız, İ. (2009). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Pesaran, M. H. (2004), “General Diagnostic Tests For Cross Section Dependence İn Panels”, *Institute for the Study of Labor (IZA)*, C: 2004, No: 1240, ss. 1-39.
- Pesaran, M. H. (2007), “A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence”, *Journal of Applied Econometrics*, C: 22, No: 2, ss. 265–312.
- Pesaran, M. H. Ullah, A. ve Yamagata, T. (2008), “A Bias-Adjusted LM Test Of Error Cross-Section Independence”, *The Econometrics Journal*, C: 11, No: 1, ss. 105-127.
- Pradhan, R. P. (2010), “Financial Deepening, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Are They Cointegrated”, *International Journal of Financial Research*, C: 1, No: 1, ss. 37-43.
- Rioja, F. ve Valev, N. (2004), “Finance And The Sources Of Growth At Various Stages Of Economic Development”, *Economic Inquiry*, C: 42, No: 1, ss. 127-140.
- Rousseau, P. L. ve Wachtel, P. (2002), “Inflation Thresholds And The Finance–Growth Nexus”, *Journal of International Money and Finance*, C: 21, No: 6, ss. 777-793.
- Rousseau, P., L. ve Yılmazkuday, H. (2009), “Inflation, Financial Development And Growth: A Trilateral Analysis”, *Economic System*, C: 33, No: 4, ss. 310-324.
- Rousseau., P., L. ve Wachtel, P. (2011), “What Is Happening To The Impact Of Financial Deepening On Economic Growth?”, *Economic Inquiry*, C: 49, No: 1, ss. 276-288.
- Safdar, L. (2014), “Financial Deepening And Economic Growth İn Pakistan: An Application Of Cointegration And VECM Approach”, *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research İn Business*, C: 5, No: 12, ss. 368-382.

- Seo, J. Y. (2017), "A Study of Effective Financial Support for SMEs to Improve Economic and Employment Conditions: Evidence from OECD Countries", *Managerial And Decision Economics*, C: 38, No: 3, ss. 432-442.
- Shah, S. Z. ve Bhutta, N. T. (2014), "Does financial deepening create financial crises?", *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, C: 5, No: 7, ss. 115-120.
- Siemer, M. (2019), "Employment Effects Of Financial Constraints During The Great Recession", *The Review of Economics and Statistics*, C: 101, No: 1, ss. 16–29.
- Solo, V. (1984), "The Order Of Differencing In ARIMA Models", *Journal of the American Statistical Association*, C: 79, No: 388, ss. 916-921.
- Sugiyanto, C. ve Yolanda, Z. (2020), "The Effect Of Financial Deepening On Economic Growth, Inequality, And Poverty: Evidence From 73 Countries", *South East European Journal of Economics and Business*, C: 15, No: 2, ss. 15-27.
- Sundararajan, V. (1987), "The Debt-Equity Ratio of Firms and the Effectiveness of Interest Rate Policy: Analysis with a Dynamic Model of Saving, Investment, and Growth in Korea", *Staff Papers*, C: 34, No: 2, ss. 260-310.
- Şengönül, A. Altıok, M. ve Gürbüz, R. (2007), "Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri", *İktisat İşletme ve Finans*, C: 22, No: 252, ss. 27-48.
- Şıklar, İ. Çakmak, A. ve Yavuz, S. (2000). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- Tan, K. G. Gopalan, S. ve Le, P. A. N. (2017), "Financial Deepening and Economic Growth in Transition Economies of Southeast Asia: A Geweke Causality Analysis", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, C: 20, No: 3, ss. 1-25.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı*, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.
- Taylor, L. (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for The Third World*, Basic Book, New York.
- Tiryaki, G. (2012). *Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında)*, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 289, İstanbul.
- Tokucu, E. Kaya, Z. ve Akça, M. (2017), "Ortodoks İktisada Karşı Bir Alternatif Olarak Post-Keynesyen İktisat", *Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C: 1, No: 1, ss. 89-95.
- Türkiye Bankalar Birliği, (2003). *Bankalarımız 2002*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 232, İstanbul.
- Wang, A. (2019), "An empirical study on the relationship between China's financial development and economic growth based on sensor technology", *EURASIP Journal On Wireless Communications And Networking*, C: 2019, No: 1, ss. 1-6.
- Williams, K. (2019), "Do political institutions improve the diminishing effect of financial deepening on growth? Evidence from developing countries", *Journal of Economics and Business*, C: 103, No: 2019, ss. 13-24.

Yao, W. Wu, H. ve Kinugasa, T. (2015), “Financial Deepening, Asset Price Inflation, and Economic Convergence: Empirical Analysis Based on China’s Experience”, *Emerging Markets Finance & Trade*, C: 51, No: 1, ss. 275-284.

Yay, G. G. (2012). *Para ve Finans Teori – Politika*, İstanbul Üniversitesi Bilgi Yayınları, İstanbul.

Yeldan, E. (2002), “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, *Praksis*, C: 7, No: 2, ss. 19-34.

Yetiz, F., Şimşek, K. (2017), “Finansal Derinleşmede Bankacılık Sisteminin Rolü”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, C: 2017, No: 26, ss. 1-29.

Zhang, D. (2021), “Does a Designed Financial System Impact Polluting Firms”, *Finance Research Letters*, C: 38, No: 2021, ss. 1-7.



## EKLER

### EK 1: Büyüme Üzerine Literatür Taraması

Yazarlar	Veriler ve Kaynak	Yöntem ve Dönem	Sonuçlar
Ahmed, A., D. (2013)	Kişi başına düşen GSYH, nüfus artışı, yatırım oranı, Finansal kalkınma göstergesi, enflasyon, hükümet harcamaları, birincil ve ikincil okullaşmanın beşeri sermayede payı, Chin-ito endeksi, FLB2/FLB3, yurtiçi sermaye akışı oranı, gayri safi yurtiçi sabit sermaye, ticaret açıklığı, likit yükümlülükler, özel sektöre kredi ayırma oranı; Dünya Kalkınma Göstergeleri, IMF V.T, Uluslararası Finansal İstatistikler	Panel Veri Analizi, GMM tahmincisi, 1981-2009	SSA ülkelerinde finansal liberalleşmenin gelir artışıyla negatif ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Kurumsallaşmanın ve beşeri sermaye gelişiminin finansal gelişme ve büyüme üzerinde etkili olduğu söylenmektedir.
Alrabadi ve Kharabsheh (2016)	K.b.d. GSYH büyüme oranı, bankaların özel sektöre verdiği toplam kredinin GSYH'ye oranı, toplam mevduatların GSYH'ye oranı, M2/GSYH, enflasyon, tüketici fiyatları endeksi, açıklık endeksi, toplam ihracat ve ithalatın GSYH'ye oranı, hükümet harcamaları; Ürdün Merkez Bankası	Zaman Serisi, Granger Nedensellik Testi, J-J Eşbütünlüşme Analizi, Vektör Otoregresif Model, Toda-Yamamoto Analizi, 1992-2004	Ürdün ekonomisi için finansal derinleşmenin kısa vadede büyüme üzerinde anlamlı etkisinin olmadığını, uzun vadede kontrol değişkenlerden bağımsız anlamlı bir ilişki olduğunu söylenmektedir. Özel sektöre verilen kredi miktarı ölçüldüğünde büyüme ve finansal derinleşme arasında iki yönlü nedensellik ilişkisinin olduğu, M2 olarak bakıldığında ise büyümeden derinleşmeye tek yönlü bir ilişki olduğunu söylemektedir.

Apergis vd. (2007)	Finansal sistemin likit yükümlülükleri, M3/GSYH, bank kredileri, özel sektöre kredileri; Dünya Kalkınma Göstergeleri, Dünya Bankası	Panel Veri Analizi, Pedroni Yöntemi, 1975-2000	Finansal derinleşme, büyüme ve kontrol değişkenleri arasında tek bir uzun vadeli denge ilişkisinin varlığı, finansal derinleşme ve büyüme arasında iki yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı kanısına gelmişlerdir.
Ardıç ve Damar (2006)	K.B.D. GSYH, nüfus artışı, eğitim, sağlık, ticari açıklık, toplam mevduatların GSYH'ye oranı, toplam kredilerin GSYH'ye oranı, ticari banka varlıklarının GSYH'ye oranı; Türkiye İstatistik Kurumu	Dinamik Panel Veri Analizi, Geleneksel OLS ve GMM tahmincisi, 1996-2001	Sonuçlar finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir negatif ilişki olduğunu göstermektedir. Analiz için incelenen dönemde küresel mali krizin etkilerinin ağırlıklı olarak mevcut olması finansal derinleşme ve büyüme ilişkisinin negatife dönmesindeki en büyük araçtır. Analiz döneminde bankacılık sektörünün fonlarını hükumete kanalize ederek Hazine Müsteşarlığına finansman sağlam zorunda olması bankacılık sektörünün büyümesini engellemiştir.
Bakang (2015)	Likit yükümlülükler, özel sektöre krediler oranı, ticari-merkez bankası varlıkları, ticari banka mevduatları; Kenya Milli İstatistik Bürosu	Zaman Serisi Yöntemi, Johansen Jeluisus Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi, Vektör Hata Düzeltme Modeli, 2000-2013 Ç1: Ç4	Yazar elde edilen bulguları 4 gruba ayırmıştır. İlki ticari bankaların likit yükümlülüklerinin Kenya'daki GSYİH büyümesi üzerindeki etkilerini belirlemektir. Bulgular, finans sektörünün büyüklüğünü ölçen likit yükümlülüklerin GSYİH üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. İkinci amaç, özel sektöre verilen kredinin Kenya'daki GSYİH büyümesi üzerindeki etkisini belirlemektir. Ampirik bulgular, finans sektörünün faaliyetini özel sektörde tasarruf sahiplerinden yatırımcılara kanalize etmek suretiyle ölçen özel sektöre verilen kredinin, çalışma döneminde ekonominin büyümesini olumlu ve önemli ölçüde etkilediğini göstermiştir. Üçüncü amaç, ticari merkez bankası varlıklarının Kenya'daki GSYİH büyümesi üzerindeki etkilerini belirlemektir. Bu göstergenin ekonomik

			büyüme üzerinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür. Dördüncü hedef, ticari banka mevduatlarının Kenya'daki GSYİH büyümesi üzerindeki etkisini belirlemektir. Bankacılık sektörünün likiditesini gösteren ticari banka mevduatları, çalışma döneminde ekonomik büyümeyi olumlu ve önemli ölçüde etkilemiştir.
Calderon ve Liu (2003)	M2/GSYH, özel sektöre ayrılan kredilerin GSYH'ye oranı, k.b.d. GSYH, toplam nüfusta 15 yaşın üzerindeki ortaokulluların yüzdesi, genel devlet harcamalarının GSYH'ye oranı; UFİ, Dünya Bankası, Summers ve Heston Penn Dünya Tablosu	Geweke Ayrıştırma Testi, Granger Nedensellik Analizi, 1960-1994	109 gelişmekte olan ve sanayileşmiş ülke için yapılan testler finansal kalkınmanın ekonomik büyümeye yol açtığını, finansal kalkınma ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü Granger nedenselliğinin olduğunu, finansal derinleşmenin pozitif etkilerinin gelişmekte olan ülkelere nazaran daha efektif olduğunu, uzun dönemde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye yol açtığını ve finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi hızlı sermaye birikimi ve üretkenlik artışı aracılığıyla desteklediğini ortaya koymaktadır.
Ghildiyal vd. (2015)	K.B.D. GSYH, M2/GSYH, hisse senedi piyasasının kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı, özel sektöre yurtiçi kredi/GSYH, toplam ticaretin GSYH'ye oranı; Hindistan Merkez Bankası	Zaman Serisi Analizi, ARDL Sınır Testi ve Granger Hata Düzeltme Modeli, 1991-2014	Sonuçlar, uzun dönemde finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasında dengeli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Finansal derinleşmenin hem uzun hem de kısa vadede ekonomik büyümeye neden olduğu vurgulanmaktadır. Politika yapımcıların ekonomik büyümeyi artırmak için finansal sistemin gelişimini destekleyen uygulamaları artırmaları, özel sektörün krediye çıkış imkanlarını artırmalı, dış ticareti artırmak için özel çabalar göstermelidirler.
Gries vd. (2011)	Ticari banka varlıklarının, ticari banka ve merkez bankası varlıklarına oranı,	Zaman Serisi analizi, Eşbütünlük testi,	Sonuçlar, finansal ağırlıklı büyümenin olmadığını, çift yönlü finans-büyüme ilişkisinin olduğunu, genel olarak finansal

	likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, mevduat bankalarından özel sektöre kredinin GSYH'ye oranı, banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, reel K.B.D. GSYH, toplam ithalat ve ihracatın GSYH'ye oranı; Finansal Gelişim ve Yapı Veri Tabanı	Granger Nedensellik testi, VAR Modeli, Vektör Hata Düzeltme Modeli, 1960-2004	derinleşme ve büyüme ilişkisinde talep çekişli veya önemsiz bir nedensellik olduğunu, finansal derinleşme ve ticaret değişkenlerinin ilişkisinin tutarlı ekonomik performansa dönüşme potansiyelinin olmadığını ve genel olarak finansal derinleşmenin ekonomide etkinliği sağlayan güç olmadığını göstermektedir. Yazarlar birçok ülkede olduğu gibi 13 Latin Amerika ve Karayip ülkesinde de finansal derinleşmenin etkisiz kaldığını ve finansal derinleşmeye dayalı politikalar yerine kurumlar ve diğer temel büyüme faktörlerini içeren daha dengeli politikaların uygulanmasını önermektedir.
Hamdi vd. (2014)	M2/GSYH, özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı, brüt sabit sermaye oluşumunun GSYH'ye oranı, k.b.d. GSYH; Dünya Bankası, DKG	Panel Veri Analizi, Panel Birim Kök Testi, Hata Düzeltme Testi, Eşbütünleşme Testi, 1980-2012	Finans sektöründe kaydedilen gelişmelerin büyümeyi pozitif yönde etkilediğini, ayrıca finans sektöründeki gelişmelerin ülkelerin petrol gelirlerine bağımlılığın azaltılmasında etkili rol oynayabileceğini de yazarlar sonuçlarına eklemektedirler.
Hasan vd. (2009)	k.b.d. GSYH büyüme oranı, toplam banka kredilerinin GSYH'ye oranı, yurtiçi kaynakları ve finansal olmayan borçların GSYH'ye oranı, ihracatın GSYH'ye oranı, ortaokul kayıt olma oranları, toplam özel sektör sermaye yatırımı oranları, 10,000 işi başına avukat oranı, firma başına ticari marka başvuruları, göreceli çoğulculuk; Çin Ekonomik Bilgi Ağı Veritabanı	Panel Data Analizi,	Finansal piyasaların gelişmesinin, yasal ortamın, mülkiyet hakları farkındalığının ve politik çoğulculuğun güçlü bir ekonomik büyümeyle bütün oluşturduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Hasanov ve Huseynov (2013)	reel petrol dışı ticaret çıktı oranı, petrol dışı sektörler banka kredilerinin oranı ve döviz kuru; Azerbaycan Merkez Bankası	ARDL sınır testi yaklaşımı ve Engle-Granger iki aşamalı testi	Sonuçlar banka kredilerinin hem uzun vadeli hem de kısa vadeli olarak petrol dışı sektörlerin çıktıları üzerinde olumlu etkileri olduğunu göstermektedir.
Huang ve Singh (2011)	Çalışan sayısı endeksi, yoksulluk açığı, Gini katsayısı, en fakir beşte birlik kesimin geliri, GSYİH üzerinden özel kredi, Finansal serbestleşme, k.b.d. GSYH, enflasyon, hukuk kuralları, ticari açıklık, mülkiyet hakları, bilgi paylaşımı; İMF, Dünya Bankası	Panel Data Analizi, Uygulanabilir Genelleştirilmiş En Küçük Kareler yöntemi, 1992-2006	Finansal derinleşmenin gelir eşitsizliği üzerinde etkili rol oynaya bileceğini ve yoksulluğu azaltabileceğini, daha üçlü mülkiyet haklarının ise bu etkileri güçlendirdiğini söylemektedirler. Yazarlar finansal derinleşmeye faiz oranı ve kredilerin serbestleştirilmesinin, kurumsal reformların, güçlü mülkiyet haklarının ve alacaklı bilgilerine daha güçlü erişimin eşlik etmediği takdirde yoksulların zarar göre bileceğini de belirtmektedirler.
Lyoboyi (2013)	Nominal GSYH, M2, toplam bank kredileri, piyasa kapitalizasyonu, toplam ithalat ve ihracat; Nijerya Merkez Bankası	Eşbütünleşmeye Dayanan Sınır Testi Yaklaşımı, 1981-2010	Bulgular finansal derinleşme ve büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Çift yönlü nedensellik büyümeden banka dışı finansal derinleşmeye de pozitif etkilerin yaranmasını tetiklemektedir.
Marashdeh ve Al-Malkawi (2014)	GSYH, M2/GSYH, hükümet harcamalarının GSYH'ye oranı, Ticari açıklık; İMF, Dünya Ekonomik Görünümü Veritabanı	ARDL Sınır Testi, 1970-2010	Elde edilen sonuçlara göre, uzun vadede finansal derinleşme ve büyüme arasında anlamlı ilişkiye rastlansa da kısa vadede çift yönlü dinamik bir ilişki görülmemektedir. Yazarların geldiği genel sonuç, Suudi Arabistan'da finansal derinleşmenin büyümeyi teşvik ettiği ve arz kral yaklaşımının geçerli olduğu yönündedir.

Öztürk ve Çoltu (2018)	GSYH büyüme oranı, toplam kredi/GSYH, özel sektör kredileri/ GSYH, M2/GSYH; TCMB	Toda-Yamamoto Analizi, Granger Nedensellik Analizi, 2001-2016	Sonuçlar finansal derinleşme ve büyüme arasında uzun dönem ve nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Yazarlar finansal derinleşmenin pozitif etkilerinin artırılması için finans sisteminin geliştirilmesinin, finansal kurum ve araç çeşitliliğinin artırılmasının gerekliliğini vurgulamaktadırlar.
Pradhan (2010)	K.B.D. GSYH, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı, geniş para arzının GSYH'ye oranı; Hindistan Rezerv Bankası, Uluslararası Finans İstatistikleri, Uluslararası Para Fonu	Zaman Serisi analizi, VAR Modeli, Johansen- Jeluisus Eşbütünleşme testi, Granger Nedensellik testi, Granger Hata Düzeltme Modeli, 1970-2007	Sonuç olarak, finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında eşbütünleşme vektörünün olduğu kanıtlanmıştır. Granger Nedensellik testi doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu, finansal gelişmeden doğrudan yabancı yatırımlara doğru tek yönlü nedenselliğin olduğunu göstermektedir. Bulgular finansal derinleşmenin hem doğrusal hem de dolaylı olarak doğrudan yabancı yatırımlara ve ekonomik büyüme katkısı olduğunu söylemektedir.
Rousseau ve Wachtel (2011)	Reel k.b.d. GSYH, ortaokul kayıt oranı, likit yükümlülükler/ GSYH, M3/ GSYH, özel sektör kredileri/ GSYH, devlet harcamaları/ GSYH, dış ticaret/ GSYH, DKG	Panel Veri Analizi, Yatay Kesit Analizi, 1960-2004	Araştırmacılar finansal derinleşme ve büyüme arasındaki ilişkiyi 3 perdede incelemişlerdir. İlk önce bank sektörünü ele almış ve mali krizlerin önüne geçilmesinde finansal derinleşmenin güçlü efekte sahip olduğunu belirtmişlerdir. İkinci olarak Lucas kritiğinin geçerliliğini sınyarak liberalizasyonun finansal derinleşmeni etkilemediğini belirtmişlerdir. Son olarak da finans etkisinin ortadan kalkmasının hisse senedi piyasalarındaki emisyonun büyüme üzerinde etkisinden kaynaklı olup olmadığı test edilmiştir.

Sugiyanto ve Yolanda (2020)	Mevduatların GSYH'ye oranı, likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, özel sektöre yurtiçi kredilerin GSYH'ye oranı, borsa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı, reel k.b.d. GSYH, Gini katsayısı, yoksulluk oranı, emtia ticaretinin GSYH'ye oranı, tüketici fiyatı endeksi, nihai hükümet harcamalarının GSYH'ye; DKG	Panel Veri Analizi, 1991-2015	Finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkileri olduğunu, ancak gelir eşitsizliği ve yoksulluk oranları üzerinde negatif etki bıraktığını söylenmektedir. Finansal derinleşme gelişmiş ekonomilerde büyüme üzerinde önemli etki gösterirken gelişmekte olan ülkeler üzerinde ise gelir eşitsizliği ve yoksulluk oranları üzerinde önemli etkiler göstermektedir.
Tan vd. (2017)	k.b.d. GSYH büyüme oranı, banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, bankaların mevduat hesaplarından ve diğer finansal kuruluşlardan özel sektöre ayrılan kredilerin GSYH'ye oranı, M2/GSYH, özel sektöre yurt içi kredilerin GSYH'ye oranı; DKG	Geweke Ayrıştırma Testi, 1996-2010	Kamboçya, Laos ve Vietnam için yapılan araştırmada Finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi Laos için tetiklediği vurgulanmıştır. Ayrıca, finansal derinleşmenin orta gelirli ülkelere düşük gelirli ülkelere nazaran daha etkili olduğu söylenmektedir.
Wang (2019)	Finansal kurumsallaşma derecesi, Finansal korelasyon oranı, GSYH, GSMH, hükümet harcamaları	Pegaloo Algoritmaları, VAR Modeli, Granger Nedensellik Analizi, 1992-2012	Sonuçlar Çin'de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü Granger nedenselliği olduğunu ve ekonomik büyümenin finansal gelişmeni önemli ölçüde artırabileceğini göstermektedir.
Williams (2019)	k.b.d. GSYH, özel sektöre kredileri, ticaret, yaşam süresi beklentisi, nüfus artışı, enflasyon, hükümet harcamaları;	Panel Veri Analizi, GMM tahminleyicisi, 1970-2014	İlk bulgu yükselen ve gelişmekte olan ekonomiler panelinde kredi piyasasının derinleşmesinin ekonomik büyüme üzerinde negatif etkiye sahip olduğu yönündedir. İkinci ana bulgu ise demokratik kurumların işleyişinin kredi piyasasının

DKG, Finansal Gelişim Yapısı Veritabanı	derinleşmesinin ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkilerini azalttığı yönündedir.
---	---

## Ek 2: Enflasyon Üzerine Literatür Taraması

Alimi (2014)	Özel sektöre yurt içi kredilerin GSYH'ye oranı, reel GSYH, toplam hükümet harcamaları, enflasyon oranı, ticaret açıklığının toplam ihracat ve ithalata oranı; Dünya Bankası, Uluslararası Finansal İstatistikler	VAR Modeli, DOLS Eşbütünleşme Vektörü Tahmini; 1970-2012	Sonuçlar, büyüme üzerindeki enflasyon etkisinin finansal kalkınmadan bağımsız olduğuna, büyüme üzerindeki finansal gelişim etkisinin ise enflasyona bağlı olduğuna dair bir gösterge sunmaktadır. GSYH ve enflasyon değişkenleri arasında kısa vadeli nedensellik ilişkisinin olmadığı görülmektedir. GSYH ve finansal gelişme arasındaysa kısa vadeli çift yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır. Yazar son olarak finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisinin enflasyona bağlı olduğunu söylemektedir.
Asongu (2014)	M2/GSYH, finansal sistem mevduatları, mevduat bankalarından özel sektöre yurtiçi kredi, mevduat bankalarından ve diğer kuruluşlardan özel sektöre yurtiçi kredi, banka mevduatları için banka kredisi, finansal sistem mevduatları üzerinden finansal sistem kredisi, enflasyon; Afrika Kalkınma Göstergeleri, Finansal Gelişim ve Yapı Veri Tabanı	Panel Veri Analizi, Eşbütünleşme Testi, Vektör Hata Düzeltme Modeli, 1980-2010	İlk olarak enflasyon ile finansal sistemin temel unsurları arasında önemli uzun vadeli ilişkilerin varlığı tespit edilmiştir. İkinci olarak, hata düzeltme mekanizması tüm şartnamelerde sabittir, ancak herhangi bir dengesizlik durumunda, enflasyonu uzun vadeli ilişkiye göre ayarlama yalnızca finansal derinlik önemlidir. Son olarak da uzun vadede bankaların parayı krediye dönüştürme kabiliyetindeki kısa vadeli ayarlamalar enflasyonu düzeltmede önemli değildir. Yazara göre bu, büyük olasılıkla fazla likidite sorunlarından kaynaklanmaktadır.

Bandura (2020)	Mevduat bankalarından özel sektöre ayrılan kredilerin GSYH'ye oranı, mevduat bankaları ve diğer finansal kuruluşlardan özel sektöre ayrılan kredilerin GSYH'ye oranı, likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, mevduat bankaları varlıklarının GSYH'ye oranı, enflasyon, ticaret hacmi, brüt sabit sermaye oluşumu, k.b.d. GSYH; Finansal Gelişim ve Yapı Veri Tabanı	Dinamik Olmayan Panel Eşik Yaklaşımı, 1982-2016	Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitiften negatife döndüğü enflasyon eşiği %31 olarak bulunmuştur. Bu oran genel olarak sanayileşmiş ülkelerde elde edilen sonuçlarla kıyaslandığında oldukça yüksektir. Ayrıca, finansal kalkınma mevduat bankaları ve diğer finansal kurumlar tarafından özel kredilerle temsil edildiğinde (GSYH'nin% 'si), ancak finansal kalkınmanın belirlenen eşiğin ötesinde ekonomik büyüme üzerinde daha da yüksek bir olumlu etkisi olduğunda elde edilen %13'lük enflasyon eşiği vardır.
Bennaceur ve Ghazouani (2005)	GSYH üzerinden listelenen tüm hisselerin toplam piyasa değeri, GSYH'nin üzerinde özel sektöre yurtiçi kredi, Bir yıllık dönemde artan tüketici fiyat endeksi oranı, uluslararası dolar cinsinden GSYH, Orta öğretim düzeyinde brüt kayıt oranı, GSYH üzerinden devlet nihai tüketim harcamaları; Arap Para Fonu ve Dünya Bankası Göstergeleri	Panel Veri Analizi ve GMM Tahmincisi, 1979-1999	Ampirik analiz sonuçları, enflasyon ve finansal sektör performansı arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını ve enflasyonun hisse senedi piyasası ve bankacılık sektörü üzerinde önemli bir negatif etkiye sahip olduğunu göstermektedir.
Bittencourt (2011)	M2/GSYH, m3/GSYH, tüketici fiyatı endeksi, GSYH, finansal yurtiçi hasıla, kredilerin GSYH'ye oranı, çalışanlar/ GSYH; Brezilya Coğrafya ve İstatistik	Panel Veri Analizi, GMM tahminleyicisi, 1985-2004	Araştırma sonuçlarına göre enflasyon finansal gelişme önünde engel teşkil etmektedir. Panel veri analizleri enflasyondaki her %10'luk düşüşün gelişmeyi %0,55 oranında artırdığını göstermektedir. Bunun nedeni

	Enstitüsü, Brezilya Merkez Bankası, Uygulamalı Araştırmalar Enstitüsü		belirsizliğin daha az olduğu zamanlarda kredilere çıkış oranlarının artmasıdır.
Boyd vd. (1996)	Likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, yarı likit yükümlülükler, özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı, mevduat bankası varlıklarının mevduat bankası artı merkez bankası varlıklarına oranı, k.b.d. GSYH, enflasyon; ülkelerin büyük borsalarında listelenen yerli şirket hisseleri değerinin GSYH'ye oranı, ülkelerin büyük borsalarında işlem gören yerli hisse senetlerinin toplam değerinin GSYH'ye bölümü, işlem gören yerli hisse senetlerinin toplam değerinin yerli hisse senetlerinin toplam değerine bölümü; DKG, DB, Ülkelerin Merkez Bankaları	Panel Veri Analizi, 1960-1989; 1970-1993	Sonuçlar, enflasyon ve finansal piyasa performansı arasında son derece güçlü negatif korelasyon olduğunu göstermektedir. Enflasyon belirli bir eşiği aştığında özellikle bankacılık ve hisse senedi piyasası faaliyetlerinin miktarında düşüşler yaşanmaktadır. Belirli bir eşiğin üzerindeki enflasyon durumunda enflasyon ve finans piyasası gelişimi arasında ilişki durumunun olmadığı görülmektedir. Yazarlar, kritik (sürekli) enflasyon oranının %15 kadar düşük olabileceğini vurgulamaktadır.
Chimobi (2010)	GSYH, tüketici fiyat endeksi; Nijerya Merkez Bankası	Zaman Serisi, VAR analizi, J-J Eşbütünleşme, Granger Nedensellik Analizi, 1970-2005	Sonuçlar, enflasyon ve ekonomik büyüme arasında uzun dönem ilişkisinin olmadığını, Granger nedensellik testiye 2-ci ve 4-cü gecikmede enflasyondan büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir. Yazar, literatüre ve ampirik bulgulara dayanarak yüksek enflasyonun büyüme üzerinde olumsuz etki yarattığını vurgulamaktadır.
Keho (2010)	M2/GSYH, likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, banka likit	Panel Eşik Yaklaşımı, 1966-2005	Sonuçlar, 7 Afrika ülkesinde finansal derinleşmenin büyümeyi teşvik etmediğini göstermektedir. Finansal

	rezervlerinin banka varlıklarına oranı, özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ye oranı, enflasyon; Batı Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği, Dünya Kalkınma Göstergeleri ve Dünya Ekonomik Görünümü Veri Tabanı		derinleşme büyümeyi yalnızca M2'nin GSYH'ye oranı %36,5 olarak düşünülen eşik düzeyini aştığında etkilemektedir. Modellemede kullanılan ülkelerde ise bu değer ortalama olarak %25 civarındadır. Bu bağlamda, finansal sistemin etkinliğinin genişletilmesi büyümenin teşvik edilmesine neden olacaktır. Sonuçlar enflasyon seviyesi ne olursa olsun finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde etkisiz olduğunu göstermektedir.
Khan vd. (2006)	GSYH, yurt içi kredi/GSYH, borsa kapitalizasyonu/GSYH, özel ve kamu tahvil piyasası kapitalizasyonu/GSYH değişkenlerini; UFİ, İMF	Panel Veri Analizi, sıradan en küçük kareler, 1960-1999	Ekonometrik bulgular finansal derinlik ölçüsüne bağlı olarak enflasyon eşik seviyesinin 3-6 faiz olduğunu söylemektedir. Ayrıca, yıllık enflasyonun oranının %5'den %20'e değişimi seçili ülkelerde GSYH'ni %90 etkilemektedir.
Kim ve Lin (2010)	K.b.d. GSYH, özel sektör kredileri, likit yükümlülükler, banka varlıkları, hükümet harcamaları, ithalat ve ihracatın toplamının GSYH'ye oranı; DKG, DB	Panel Veri Analizi, Otoregresif Dağıtılan Gecikme, 1960-2005	Finansal gelişme ve enflasyon arasında uzun dönemde negatif, kısa dönemde ise pozitif bir ilişki bulunmuştur.
Lee ve Wong (2005)	GSYH büyüme oranı, nüfus artışı hızı, yurtiçi sabit sermaye oluşumunun GSYH'ye oranı, finansal sektörün reel likit yükümlülüklerinin GSYH'ye oranı, reel ihracat oranı, tüketici fiyatı endeksinin GSYH'ye oranı; AREMOS Ekonomik İstatistik Veri Tabanı ve	Panel Veri Analizi ve Otoregresif Eşik Yaklaşımı, 1965 1.Ç-2002 4.Ç; 1970 1.Ç-2001 4.Ç.	Sonuçlar, Tayvan ve Japonya için finans-büyüme ilişkisine enflasyonun etkisinin olduğunu kanıtlar niteliktedir. Tayvan için 1 Japonya için 2 eşik değeri mevcuttur. Ampirik sonuçlar finansal gelişmenin büyümeyi desteklemesi için düşük ve orta enflasyon oranlarının olmasının gerekliliğini söylemektedir. Bu bağlamda, finansal kalkınmanın büyümeyi önemli ölçüde destekleyebileceği eşik düzeyi

	İMF'nin Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı		Tayvan için %7,25, Japonya için %9,66 düzeyinde görünmektedir.
Lu vd. (2017)	Reel GSYH, M2/GSYH, tüketici fiyatı endeksi, finansal gelişme endeksi; Wind Veri Tabanı	VAR Modeli, Granger Nedensellik Analizi, Etki-Tepki fonksiyonu	Sonuçlar, ekonomik finansallaşmanın para arzı, ekonomik büyüme ve enflasyon arasındaki sapma fenomenine iyi bir açıklama getirdiğini ve hayali ekonomi ile reel ekonomi arasındaki etkileşimli ilişkinin gittikçe daha yakın hale geldiğini göstermektedir. Dahası, ABD ekonomisi için reel sektör getirisinin etkinliği yerini hizmet sektöründen sağlanan gelire bırakmıştır. Çin ekonomisi içinse hala sanayileşme döneminden ekonomik finansallaşma kademesine geçiş sürecinin devam ettiği görünüyor.
Nachege (2006)	Enflasyon, döviz değer kaybı, yıllık reel mevduat oranı, reel geniş para, reel GSYH, yurt içi akış, LIBOR oranı; Uluslararası Finans İstatistikleri	Zaman Serisi, VAR Modeli ve J-J Eşbütünleşme testi yaklaşımı, 1982-1998	Sonuçlar, uzun vadede Uganda'da enflasyonun hem parasal hem de diğer faktörlerden etkilendiğini gösteriyor. Para ve finans sektörlerindeki ve ticarete konu olan sektördeki dengesizlikler Uganda'da kalıcı bir enflasyonist etkiye sahiptir. Yabancı menkul kıymet getirilerinde, döviz piyasasında ve ithalat fiyatlarında meydana gelen değişimlerin kısa vadede olumlu enflasyonist etkisi olduğu görülmüştür. Aynı zamanda, pozitif reel faiz oranları, sıkı para büyümesi ve döviz kuru istikrarı gibi belirli politika değişkenlerinin kısa vadede enflasyonu kontrol etmede etkili olabileceği vurgulanmaktadır.

Odhiambo (2009a)	M2, GSYH, tüketici fiyat endeksi; Kenya Merkez Bankası, Uluslararası Finans İstatistikleri	Zaman Serisi, J-J Eşbütünleşme, Granger Nedensellik Analizi, 1969-2006	Yapılan testler ekonomik büyümenin finansal gelişmeye neden olduğunu ve enflasyonun finansal gelişmenin Granger nedeni olduğu durumda ekonomik büyümenin enflasyonun Granger nedeni olduğunu göstermektedir. Ayrıca, Kenya'da finansal gelişmenin sürekliliği büyük ölçüde finans sektörünün talebi tarafından temin edilmektedir.
Odhiambo (2012)	k.b.d. GSYH, M2/GSYH, özel sektöre verilen yurt içi kredi/ GSYH, hükümet harcamaları, tüketici fiyat endeksi, ticaret hacmi; DKG, Dünya Ekonomik Görünümü	ARDL sınır testi, 1972-2009	Ekonometrik sonuçlar, enflasyonla finansal gelişme arasında uzun vadeli bir ilişki olduğunu ve bu ilişkinin belirgin bir şekilde negatif olduğunu göstermektedir. Yazar, sonuçların kısa veya uzun vadeye bakmaksızın geçerli olduğunu söylemektedir.
Rousseau ve Yılmazkuday (2009)	K.b.d. GSYH, ortaokul kayıt oranı, M3/GSYH, likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, enflasyon oranı, tüketici fiyatı endeksi, uluslararası ticaretin GSYH'ye oranı, hükümet harcamalarının GSYH'ye oranı; DB DKG	Solow Büyüme Modeli, 3 taraflı analiz, 1960-2004	Enflasyonun %2-%3 olduğu durumlar ekonomik büyümenin kontrol edilebilmesi için optimal kabul edilmektedir. Enflasyonun %3,96-%18,62 oranında değişimi büyüme oranını %0,08 azaltarak %2,03 oranına düşürmektedir. Yazarların bulgularına göre %18,6 oranından daha fazla enflasyon ve finansal derinleşme ilişkisi 1.75'lik bir eğimle negatif seyretmektedir. Yazarlara göre, fiyat seviyesindeki küçük artışlar enflasyonun %4-%19 aralığında olduğu durumlarda finansal derinleşmenin büyük büyüme etkilerini ortadan kaldırmasına neden olmaktadır.

Rousseau ve Wachtel (2011)	K.b.d. GSYH, ortaokul kayıt oranı, M3-M1/GSYH, toplam kredilerin GSYH'ye oranı; DKG	Panel Veri Analizi, Eşik Değer Yöntemi, 1960-1995	Enflasyonun %13 ile %25 arasında olduğu zaman finansal sistem ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Enflasyonun daha yüksek seyrettiği zamanlarda ise finans sisteminin büyümeyi artırma eğilimi duruyor. Ayrıca, finans enflasyon ilişkisi negatif eğilim içindedir. Enflasyonun düşük olduğu durumlarda finansal gelişme büyümeyi pozitif yönde etkiliyor. Enflasyonun yükseldiği durumlarda ise finans büyüme ilişkisi zayıflıyor.
Yao vd. (2015)	K.b.d. GSYH, karşılıklı finansal ilişkiler oranı, M2/ GSYH, toplam satış hacmi; Çin İstatistik Yıllığı, Çin İstatistik Özeti, Çin Finans ve Bankacılık Almanığı	Panel Veri Analizi, GMM Tahminleyicisi, Büyüme Modeli, 1994-2011	Sonuçlar ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında sistematik bir ilişki olduğunu, finansal gelişmenin büyüme üzerinde açık bir etkisinin olduğunu ve bunun tersinin de geçerli olduğunu göstermektedir. Varlık fiyat enflasyonu reel sektör dışındaki sektörlerde finansal kaynakların şişmesine ve finans büyüme ilişkisinin zayıflamasına neden olmaktadır. Yazarlar varlık fiyat enflasyonunun Çin'deki finans büyüme ayrışmasının temel nedeni olduğunu ve ekonominin gelişmesi önünde yüksek risk taşıdığını vurgulamaktadırlar.

### EK 3: Faiz Üzerine Literatür Taraması

Acosta vd. (2009)	Havalelerin GSYH'ye oranı, banka kredilerinin GSYH'ye oranı, havale ve banka kredilerinin çarpımının GSYH'ye oranı, banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, havale ve banka	Panel Veri Analizi, GMM tahmincisi, 1990-2003	Sonuçlar, bankalar aracılığıyla transfer edilen paraların döviz kurunu artırdığı ve yerel paranın değerinin iç ekonomideki sermaye hareketliliği ve üretime dayalı olduğunu söylemektedir. Daha derin ve sofistike finansal piyasalara sahip ülkeler bankalar aracılığıyla transfer edilen
-------------------	---	---	--

	mevduatlarının çarpımının GSYH'ye oranı, K.B.D. GSYH, M2/GSYH, mal ve hizmetlerin oranı, ticari açıklık, GSYH büyüme oranı; Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu		paraların döviz kurları üzerindeki etkisini azaltmaya yardımcı politikalar yürütmelidir. Ayrıca banka mevduatlarının GSYH'ye oranı %20 olan bir ülkede milli para 1,788 puan değer kazanmaktadır. Bu oran %60 olduğu ülkelerdeyse milli para 0,508 puan değer kaybetmektedir. Ek bankalar aracılığıyla transfer edilen para akışlarının uygulanması reel döviz kurunda yaranan istemsiz artışların kontrol edilmesi için kullanılabilir.
Akinboade ve Kinfaek (2013)	M2/GSYH, banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, özel sektöre kredinin GSYH'ye oranı, yurtiçi kredinin GSYH'ye oranı, yurtiçi kredi içinde özel sektör kredilerinin payı; Orta Afrika Devletleri Ekonomik Topluluğu'ndaki Tüm Ülkelerin Merkez Bankası	Dinamik Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, Eşbütünlük Analizi, Granger Nedensellik testi, 1973-2007	Sonuçlar, Kamerun'da finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, özel kredinin GSYH'ye oranı ve yurtiçi kredi içerisinde özel sektör kredilerinin payı değişkenleri dahilinde anlamlı çıkmıştır. Bu anlamlılığın kendini dördüncü gecikmede göstermesi Kamerun'da finansal serbestleşmenin banka mevduatlarını, özel sektöre krediyi ve özel kredinin toplam yurtiçi krediye oranını iyileştirmediği anlamına geliyor.
Ani vd. (2013)	GSYH'ye oranı, M2/GSYH, banka kredileri ve avanslarının GSYH'ye oranı, döviz kuru, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı, reel faiz oranı, market kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı; Nijerya Merkez Bankası	Zaman Serisi Analizi, Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, 1982-2009	Sonuçlar, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı, borsada işlem gören hisse senetlerinin piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı ve reel faiz oranı finansal derinleşme arasında pozitif ilişki mevcutken, döviz kuru ve finansal derinleşme arasında negatif bir ilişki söz konusudur. İkinci olarak, finansal derinlik göstergelerinden yalnızca reel faiz oranlarının GSYH'ye oranı ve döviz kuru arasında kayda değer bir ilişki tespit edilmiştir. Kanıtlar, Nijerya'daki döviz reformlarının Nijerya finans sektörünün

			derinliği üzerinde istenen olumlu etkiyi sağlayamadığını öne çıkarmıştır.
Arratibel vd. (2011)	Yurtiçi yatırım oranı, açıklık oranı, nüfus artışı, yurtiçi kredilerin GSYH'ye oranı, GSYH büyüme oranı, enflasyon, parasal özgürlük; Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası	Panel Veri Analizi, 1995-2008	Sonuçlar, 1995–2008 döneminde Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri arasında döviz kuru değişkenliklerindeki belirsizliklerin, aslında, ana makroekonomik değişkenlerdeki belirsizliklerle alakalı olduğunu ortaya çıkarmıştır. Daha detaylı söylemek gerekirse, bu dönemin tamamında, düşük nominal döviz kuru değişkenliğinin daha yüksek büyüme, daha yüksek doğrudan yabancı yatırım stokları, daha yüksek cari açıklar ve daha yüksek kredi fazlası ile alakalı olduğu ortaya çıkmaktadır.
Bunda ve Desquilbet (2008)	Kredi faiz oranı, mevduatların M2'ye oranı, kamu harcamalarının GSYH'ye oranı, tüketici fiyat endeksine göre hesaplanmış enflasyon, büyüme oranı; Uluslararası Para Fonu ve Merkez Bankaları	Panel Veri Analizi, 1995-2004	Kredi verme oranı parametre tahmini likidite ölçüsü için seçilen referans rejim altında pozitif ve anlamlı olarak bulunmuştur. Bununla birlikte yüksek faiz oranları bankaları daha fazla kredi vermekten alıkoymaktadır. Mevduatların M2'ye oranı değişkeni seçili rejim altında 4 değişkenle olumlu ilişki içinde seyretmektedir. Bu rejim altında bankaların kredi verme oranının artırılması banka likiditesi için olumsuz etkilere neden olmaktadır. Kamu harcamalarının GSYH'ye oranı değişkeni beklendiği gibi pozitif etkiyle seyretmektedir. Enflasyon oranının bağımsız dalgalanma, yönetilen dalgalı ve yumuşak kur rejimleri altında banka likiditesi üzerinde olumlu etkisi vardır. Ayrıca, döviz kurunun esnekliği katsayısının yükselmesini teşvik etmektedir. Büyüme oranı göstergesi bağımsız dalgalı rejim altında banka likiditesi için pozitif etkiye sahip olduğu görünmektedir.

Guevera (2017)	M2/GSYH, yurtiçi kredi arzının GSYH'ye oranı, faiz oranı yayılımı, gayri safi milli tasarrufun GSYH'ye oranı, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı, toplam ihracatın GSYH'ye oranı, enflasyon oranı; Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri Veri Tabanı	Panel Veri Analizi ve Sargan Aşırı Tanımlama Kısıtlaması Testi, 2000-2013	Sonuçlar, finansal derinleşmenin %10 civarında artımının incelenen ülkelerde yaklaşık olarak %4,2'lik marj ile ekonomik büyümeyi artırdığını göstermektedir. Ayrıca, gayri safi milli tasarruf ve ihracatın %10 civarında artırılmasının sırasıyla %2,1 ve %3,9 oranında büyümeyi tetiklediği görülmektedir. Faiz oranlarına geldiği zaman ise, kredi ve mevduat oranları arasındaki farkın %10 civarında genişletilmesi seçili ülkelerde büyüme marjının %3,6 oranında düşmesine neden olmaktadır. Yoksulluk sorunuyla yüz yüze olan Sahra Altı Afrika ülkelerinde finansal piyasa ve kuruluşların etki alanlarını genişletecek politika ve araçlara acil ihtiyaç duyulmaktadır.
Hajilee ve Al Nasser (2017)	Döviz kuru, reel döviz kuru oynaklığı, mevduat bankalarından özel sektöre kredilerin GSYH'ye oranı, toplam banka varlıklarının GSYH'ye oranı, finans sektörü likit yükümlülüklerinin GSYH'ye oranı; Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası Finansal İstatistikler	Dinamik Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, Hata Düzeltme Modeli, 1980-2011	Sonuçlar modelde bulunan ülkelerin çoğunluğunda döviz kuru oynaklığının kısa ve uzun vadeli etkileri olduğunu göstermektedir. 26 ülkeden dokuzunda finansal derinliğin döviz kuruna pozitif etki ettiği, yedisinde ise negatif etki ettiğine kanaat getirilmiştir. Ayrıca sınır testi yaklaşımı aracılığıyla döviz kuru oynaklığının kısa vadede 20 ülkede finansal derinleşmeye önemli etkiler gösterdiği kanıtlanmıştır. Sonuçlar her ülke için uygun finansal derinleşme ve döviz kuru politikalarının seçilmesinin uygunluğunu vurgulamaktadır.
Hakim ve Dahalan (2016)	M2/GSYH, mevduat faizi oranı ve kredi faiz oranı; Dünya Bankası	Vektör Hata Düzeltme Modeli, Panel Data Analizi, 1986-2013	Sonuçlar, Endonezya, Filipinler ve Singapur'un benzer bir modele sahip olduğunu ve kredi faiz oranlarının finansal derinleşmeyi olumsuz etkilediğini, ancak mevduat oranının

			olumlu etkilediğini göstermektedir. Malezya ve Tayland'ın aksine, mevduat faizleri finansal derinliği olumsuz yönde etkilerken, kredi faiz oranları pozitif yönde etkilemektedir. Ayrıca, Güney Doğu Asya ülkeleri için panel veriler kullanıldığında, kredi faiz oranlarının finans sektörünün derinleşmesine negatif etki ettiği, mevduat oranlarının finansal derinleşme üzerinde pozitif etkilerinin olduğu gözlemlenmektedir.
Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2001)	M2/GSYH, enflasyon, reel GSYH büyümesi, açıklık, mali fazlalığın GSYH'ye oranı, net faiz ödemelerinin GSYH'ye oranı, yatırımların GSYH'ye oranı, hükümet harcamalarının büyümesi, toplam ticaret oranı, sivil özgürlükler endeksi, net yurtiçi kredi, ortaokul kayıt oranı, döviz kuru, M2 büyüme oranı; Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası	Levy-Yeyati and Sturzenegger Sınıflandırması ve De Yure Rejimi, 1974-1999	Sonuçlar, sabit döviz kuru rejimleri ile enflasyon arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Uzun vadeli rejimlerde enflasyon ve döviz kuru arasında büyüme ilişkisi görünse de kısa vadeli rejimlerde bu ilişki yok denecek kadar azdır. Döviz kuru rejimlerinin özellikle endüstriyel olmayan ekonomilerde ekonomik performans üzerinde hiçbir etkisinin bulunmadığı da kanıtlar arasında yer almaktadır.
Obamuyi ve Demehin (2012)	M2/GSYH, nominal mevduat oranı, enflasyon oranı, finansal derinleşmenin gecikmeli değeri ( $M2/GSYH_{t-1}$ ), GSYH büyüme oranı, yurtiçi tasarrufun GSYH'ye oranı, döviz kuru, likidite rezerv oranı, finansal politikada düzenlemeden faizin deregülasyonuna geçiş; Nijerya Merkez Bankası	Zaman Serisi analizi, Eşbütünleşme Testi, Vektör Hata Düzeltme Modeli, 1973-2009	Sonuçlar, faiz oranları ve finansal derinleşme arasında uzun vadeli bir ilişki olduğunu kanıtlar niteliktedir. Mali reformların mali piyasalarda rekabete yol açarak tasarrufları artırmak için faiz oranlarını yükselttiğini ve fonları yatırım için uygun hale getirdiğini ve nihayetinde ekonomik büyümeyle sonuçlandığı görülmektedir.

<p>Obansa vd. (2013)</p>	<p>Ekonomik büyüme göstergesi, ekonomik büyümenin gecikmeli değeri, faiz oranı göstergesi, faiz oranı göstergesinin gecikmeli değeri, döviz kuru göstergesi, döviz kuru göstergesinin gecikmeli değeri; Nijerya Merkez Bankası İstatistik Bülteni</p>	<p>Vektör Otoregresif Modeli, Etki-Tepki Analizi, 1970-2010</p>	<p>Sonuçlar, ekonomik büyümenin faiz oranı değişkeniyle pozitif ilişki içerisinde olduğunu, döviz kuru değişkeninse başlarda negatif eğilimli olduğunu göstermektedir. Piyasa işleyişinin güçlendiği zamanlarda döviz kurunun büyümeyi pozitif etkilediği görülmektedir. Ekonomik reformların faiz oranına etkisi olumlu seyretse de düşme eğilimindedir. Yüksek faiz oranları özel sektör yatırımların azalmasına ve büyümenin yavaş seyretmesine neden olmaktadır. Nijerya ekonomisi için döviz kuruna uygulanan deregülasyonun ekonomi için pozitif etkileri mevcuttur. Ancak faiz oranlarının serbestleştirilmesine uygulanan finansal sektör reformları ekonomik büyümeyi teşvik etmede olumsuz olduğu için büyüme için istenen sonucu verememektedir. Faiz oranlarının düzenlenmesi ekonomik büyümenin teşvik edilmesi açısından daha olumlu sonuçlar sağlayabilir.</p>
<p>Odhiambo (2009b)</p>	<p>M2/GSYH, nominal mevduat oranı, beklenen enflasyon, bağımlılık oranı, reel K.B.D. GSYH, Kenya Merkez Bankası, Uluslararası Finansal İstatistikler, IMF tarafından yayımlanan istatistikler, Afrika İstatistik Yıllıkları</p>	<p>Finansal Derinleşme Modeli, Dinamik Granger Nedensellik Modeli, Johansen-Juselius Eşbütünleşme testi, 1968-2004</p>	<p>Sonuçlar, faiz reformlarının derinleşme üzerindeki etkisinin bağımlılık oranı değişkenine duyarlı olduğunu göstermektedir. Finansal model bağımlılık oranı olmadan tahmin edildiğinde faiz oranının katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif görünmektedir. Bağımlılık dahil edilmediyse katsayı anlamsız olarak görünmektedir. Genel olarak faiz oranı reformlarının finansal derinleşmeyi olumlu etkilediği söylenebilir. Nedensellik testi sonuçları Kenya’da finansal derinleşmenin büyüme desteklediğini göstermektedir. Finansal derinleşme ve büyüme arasında zayıf bir çift yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur.</p>

Ogoun ve Adumein (2020)	M2/GSYH, resmi döviz kuru; Borç Yönetim Ofisi, Nijerya Merkez Bankası, İstatistik Bültenleri ve Nijerya Menkul Kıymetler Borsası	Zaman Serisi Analizi, Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, Vektör Hata Düzeltme Modeli, Granger Nedensellik Analizi, 1980-2015	Sonuçlar, döviz kurunun finansal derinleşmeyle önemli bir ilişki içerisinde olduğunu göstermektedir. Döviz kuru ve finansal derinleşme arasında çift yönlü Granger nedenselliği ve eşbütünlüşme vektörü bulunmaktadır. Ülke düzeyinde döviz kurundaki artışın veya ABD dolarına göre bir düşüşün dış ticaret ve iç ekonomi için geniş etkiler barındırmaktadır. Nijerya, mali derinliğini iyileştirmek için orta vadeli bir önlem olarak, ekonominin reel sektöründeki durgunluğun kanıtlandığı gibi, cari döviz kurunu ekonomik gerçeklerine uygun olarak gözden geçirmelidir. Buna, ihracatı için daha fazla değer elde etmeye yönelik birincil ürün-ihracat zincirinden çıkmak için bilinçli bir strateji eşlik etmelidir.
Ouma (2014)	M3/GSYH, reel faiz oranı, reel GSYH'ye bağlı iç borçlanma üzerinden ölçülen maliye ve para politikaları, özel sektöre yurtiçi kredinin GSYH'ye oranı; Dünya Bankası, IMF, Kenya Merkez Bankası	Havuzlanmış Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, 2004-2013 Ç1:Ç4	Sonuçlar, reel faiz oranları ve hükümet politikalarının finansal derinleşme üzerinde etkili olduğunu, finansal aracılığın finansal derinleşme üzerinde çok az etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Reel faiz oranı, para ve maliye politikası ve finansal aracılık arasında 0,997211 düzeyinde güçlü bir pozitif ilişkinin varlığı da söz konusudur. Ayrıca, reel faiz oranları yatırım ve tasarruf oranlarını da etkilemektedir.
Sundararajan (1987)	Reel brüt sabit özel yatırım, kira-ücret oranı, reel özel sektör çıktısı, reel özel sermaye stoku, reel GSYH, reel hane halkları tasarrufları, reel harcanabilir hane halkı geliri, sabit fiyata net kurumsal tasarruf, sabit fiyatlarla sermaye tüketimi ödenekleri,	Büyüme Modeli, 1963-1981	Sonuçlar, toplam sermaye maliyetinin U şeklinde olduğunu, borç-öz sermaye oranı yükseldikçe gelirin önce düştüğünü ve sonra yükseldiğini ve bu ilişkinin faiz oranı politikasının etkinliği üzerinde geniş kapsamlı etkileri olduğunu göstermektedir. Özellikle model simülasyonları, son

	düzenlenmiş piyasada nominal faiz oranı, reel borç-öz sermaye oranı, brüt kurumsal tasarruf, borcun sermayeye oranı, fiziki sermayede yatırımcılara gerçek sermaye maliyeti, nominal GSYH; Kore Merkez Bankası		yıllarda yüksek şirket borçları nedeniyle faiz politikasının etkinliğinin önemli ölçüde zayıfladığını ortaya koymaktadır.
--	--	--	---

#### EK 4: İstihdam Üzerine Literatür Taraması

Asaleye vd. (2019)	GSYH, faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, döviz kuru, istihdam, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımı, ücret, toplam doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırım girişinin nominal GSYH'ye oranı, ücret ve maaşlar için devlet harcamaları; Nijerya Merkez Bankası İstatistik Bülteni ve Milli İstatistik Bürosu	Otoregresif Dağıtılmış Gecikmeler, Vektör Otoregresif Model, Granger Nedensellik Testi	Sonuçlar, uzun vadede istihdam ve finansal entegrasyon arasında negatif ilişki olduğunu göstermektedir. Tahmin hata şokları dikkate alındığında finansal entegrasyon şokunun istihdamda ücrete oranla daha fazla çeşitlilik sergilediğini göstermektedir. Nedensellik testi sonuçlar, finansal entegrasyon ve ücretler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığını, finansal entegrasyondan istihdama tek yönlü bir nedensellik olduğunu göstermektedir. Bulgular, finansal entegrasyonun Nijerya'nın rekabet gücünü zayıflattığını, uzun vadede istihdamın azalmasına neden olan sermaye akışının tersine dönmesine neden olmaktadır.
Black vd. (2007)	sermaye piyasası, birleşme ve satın alma faaliyetinin kapsamıyla belirtildiği şekilde kontroldeki fiili değişikliklerin ölçümü, 5 yıl veya daha fazla görev süresine sahip tam zamanlı erkek çalışanların oranı, tüm çalışanlar için ortalama görev süresi, medyan	Panel Veri Analizi, Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi ve Yatay Kesit Analizi, 1990-1997	Sonuçlar, nedensellik ilişkisinin olmadığını, aksine ters nedenselliğin olduğunu göstermektedir. Ancak, daha kısa görev süresi düzenlemelerinin birleşme ve devralma faaliyetlerini kolaylaştırabileceğini kabul etmemize rağmen, iş görev süresinin, eğitimin veya ödemenin hisse senedi

	işletme görev süresi, bir çalışanın (25-54 yaş) kariyer veya işle ilgili eğitime katılımı, sürekli mesleki eğitimin göreceli önemi, sabitlenmiş ödeme, koşullu ödül sistemlerinin kullanımı, ödeme dağılımı, işsizlik oranı, sendika yoğunluğu; Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri		piyasası ticareti seviyelerinde önemli bir etkiye sahip olacağı makul görünmemektedir.
Boustanifar (2014)	Ücret faturası artışı, istihdam artışı, ücret artışı, firma girdisi artışı, firma çıktısı artışı, iş yaratma oranı, iş yaratma oranı (yaratılan işler), iş yaratma oranı (devam eden işler), iş kapatma oranı, tescilli istihdam artışı, ücret alanların artışı, yatırım büyümesi, işsizlik oranı, deregülasyon indeki, istihdam artışı (sanayi), emek yoğunluğu; Ekonomik Analiz Bürosu, Uzunsal İş Veri Tabanı	Ekonomik Analiz Bürosu, Uzunsal İş Veri Tabanı, 1970-1997	Sonuçlar, bankacılık reformları ve istihdamdaki artışlar arasında pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca, sermayeye benzer şekilde emeğin de finanse edilmesi gerektiği de görünmektedir. Firmalar talepte meydana gelen geçici bir düşüş anında bile yüksek eğitimli çalışanları işte tutmayacaklardır. Bu, finansal durgunlukların istihdam için negatif ilişkiler içerdiğini ve finansal krizlerin neden şiddetli olduğunu açıklayıcı niteliktedir. Krediye erişim oranı kriz önceki dönemdeki duruma dönmediği sürece yeni çalışanların işe alınması pek mümkün olmayacaktır.
Bui (2020)	özel sektöre yurtiçi kredi, işsizlik, hisse senedi piyasası kapitalizasyonu, GSYH, enflasyon; Dünya Bankası	Genelleştirilmiş Zaman Yöntemi (GMM) Tahmincisi, Havuzlanmış Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, Sabit Etki Yöntemi, 2004-2017	Sonuçlar, özel sektöre yurtiçi kredinin istihdam üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir. Hisse senedi piyasası kapitalizasyonununsa istihdam üzerinde negatif etkisi olduğu görünmektedir. ASEAN ülkeleri için artan istihdamla ilişkili olarak mali gelişmeyi de sürdürebilmek için bankacılık sisteminin ekonomiye sermaye arzını iyileştirmesi, hisse senedi piyasasının da daha istikrarlı ve sürdürülebilir

			gelişmesi için yeniden yapılandırılması gerektiği yazar tarafından belirtilmektedir.
Çavuşoğlu vd. (2019)	Finansal sektör çıktısı, reel GSYH, istihdam; Devlet Planlama Teşkilatı	Yapısal Kırılmalar ve Vektör Hata Düzeltme, 1977-2013	Sonuçlar, Türkiye’de olduğu gibi Kuzey Kıbrıs’ta da mali krizden kaynaklanan mali çalkantı büyümeyi etkileyerek ekonomiyi durgunluğa sürüklemiştir. Kuzey Kıbrıs dünya siyasi faaliyetlerinden izole edilmiş olsa da aslında küresel kriz etkileriyle içsel olarak bağlantılı olduğu görünmektedir.
Chen ve Chen (2016)	yıl cinsinden yaş, yaşların karesi, eğitimi tamamlama yılı, 26-64yaş arası insanlar için eğitimi tamamlama yılı, cinsiyet, hastalık oranı, şehirlere göre endeksler, işsizlik oranı, serbest meslek oranı, finansal derinleşme derecesi, merkez bölgesinde finansal derinleşme derecesi, batı bölgesinde finansal derinleşme derecesi, bölge finansal verimlilik derecesi, merkez bölgesinde finansal verimlilik derecesi, batı bölgesinde finansal verimlilik derecesi, işgücü piyasasına bireysel katılım, çalışan işçilerin oranı; Carolina Nüfus Merkezi, Ulusal Beslenme ve Gıda Güvenliği Enstitüsü	Panel Veri Analizi, Rastgele Efekt Yöntemi, 1991-2011	Sonuçlar, Finansal derinleşmenin işgücüne katılım oranını azalttığını göstermektedir. Özellikle, batı bölgesinde bu durum daha belirgindir. Ancak, Merkez bölgesinde finansal derinleşme sayesinde işgücüne katılım oranı artım göstermektedir. İşgücüne katılım oranı azalan bir oranla yaşla birlikte artmaktadır. Cinsiyet, sağlık ve okul tamamlama yıllarının da istihdam üzerinde olumlu etkileri vardır. İşgücüne katılım oranları kırsal kesimlerde şehir içi alanlara oranda düşüktür, ayrıca merkez bölgesinde batı bölgesine nazaran düşüktür. Finansal gelişmenin işgücüne katılım ve istihdam oranlarını daha verimli artırabilmesi için merkez ve batı bölgesinde ekonomik temeli ve politik uygulanabilirliği artıran mali politikaların uygulanması gerekli görünmektedir.
Cooper vd. (2018)	özel tesisler katma değeri, gelir, istihdam, sermaye, sermayenin istihdama oranı, katma değer	Sıradan En Küçük Kareler ve Simüle	Sonuçlar, artan kıdem tazminatı politikası fabrika büyüklüğü, istihdam, üretkenlik ve çıktı üzerinde büyük bir etkiye sahiptir. Düşük bir iskonto faktörü tahmin edildiği zaman

	istihdama oranı, katma değer sermayeye oranı, gelirin istihdama oranı, gelirin sermayeye oranı, 1998-2007	Edilmiş Anlar Yöntemi, 1998-2007	kıdem tazminatındaki artış orta ölçekli firmanın büyümesinde bir artışa neden olur. Bu politika, aynı zamanda, işgücü hizmetlerinin kesitsel dağılımının daha az verimli olduğunun göstergesi olan, istihdam payı ile ortalama işgücü verimliliği arasında daha yüksek bir kovaryansa yol açar. İkincisi, kredi piyasasının serbestleştirilmesi, tesisler gelecekteki ring maliyetlerini daha az indirdiğinde tesis büyüklüğünde bir azalmaya neden olacaktır.
Fernandes vd. (2019)	İstihdam, banka mevduatları, firma ölçüsü, özel sektör kredileri, iş akışı, likit yükümlülükler, net borçlar, duyarlılık; AMADEUS Veri Tabanı	Panel Veri Analizi, Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi; 1999-2016 Ç1:Ç4	Sonuçlar, finansal baskının firmaların istihdam kararlarını olumsuz etkilediğini göstermektedir. Bu etki, Euro bölgesi krizi sırasında (2010-2011) seçili 11 ülkede diğer ülkelere kıyasla daha etkin görünmektedir. Finansal baskının kriz sırasında çevre ekonomilerde faaliyet gösteren bankaya bağımlı, küçük ve özel şirketler için hem istatistiksel hem de nicel olarak daha önemli olduğu görünmektedir. Bulgular, birçok hassasiyet kontrolüne karşı sağlamdır. Bulguların önemli politika sonuçları kredi mevcudiyetini artırmayı ve çevredeki daha küçük firmaların karşılaştığı finansal kısıtlamaları hafifletmeyi amaçlayan politika girişimlerinin, Euro bölgesinin ekonomik kalkınmasını desteklemek için gerekli olduğunu öne sürüyor.
Gur (2015)	Chinn-ito endeksi, dış finansal bağımlılık, beşeri sermaye, girdi oranı, işçi yönetmeliği, portföy öz kaynak varlıklarının ve borçlarının stoku, doğrudan yabancı yatırımlar, dış borç varlık ve yükümlülüklerinin stoku,	Panel Veri Analizi ve Yatay Kesit Yöntemi, 1980-1989	. Sonuçlar, finansal entegrasyonun de jure ölçüsü kullanıldığında finansal entegrasyonun istihdamı finansal sisteme bağımlı endüstrilerde daha fazla artırmaktadır. Finansal entegrasyon kullanılmadığında bulguların daha zayıf olduğu görünmektedir. Uluslararası portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımların finansal bağımlı endüstrilerde

	mevduat bankaları ve diğerleri tarafından özel kredinin payı, endüstri sözleşmesi yoğunluğunun temsili, işin yeniden tahsisi; Endüstriyel İstatistikler ve Birleşmiş Milletler Endüstriyel Gelişim Organizasyonu		istihdam artışında büyük etkisinin olduğu görünmektedir. Finansal entegrasyonun olmadığı ve finansal derinleşme ve kurumsallaşmanın etkisinin zayıf olduğu durumlarda finans istihdam ilişkisinin negatife döndüğü de görünmektedir.
Kananurak ve Sirisankanan (2020)	K.B.D. GSYH, ticari açıklık, vergi gelirleri, hükümet harcamaları, doğrudan yabancı yatırımlar, finans piyasası endeksi, finansal kurumsallaşma endeksi, hükümet kararlarının etkinliği, finansal kurumsallaşma ve finans piyasası endeksinin çarpımı, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu, Asya Kalkınma Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı	Panel Veri Analizi ve Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi, 2000-2017	Sonuçlar, finansal kurumsallaşmanın serbest meslek üzerinde önemli ölçüde olumsuz etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Finans piyasası endeksinin serbest meslek üzerindeki etkisi istatistiksel açıdan anlam ifade etmemektedir. Ayrıca, hükümet politikalarının etkinliğinin serbest meslek üzerinde negatif etkileri olduğunu ortaya koymaktadır. Düşük gelirli ülkelerde serbest meslek çalışanlarının diğer ülkelere nazaran daha fazla olduğunu görünmektedir. Serbest mesleğin yatırımları azalttığı ve gelir eşitsizliğini artırdığı için bu etkilerin ortadan kalkması için finansal derinleşme politikalarının uygulanmasının yaygınlaşması gerekmektedir. Düşük ve orta-düşük gelirli ülkelerdeki politika yapıcılar, düzenlemelerin azaltılması ve kurumsal iyileştirme gibi diğer kurumsal politikaların yanı sıra FD'yi kilit bir politika olarak uygulamalıdır.

Moradi ve Nematollahi (2013)	istihdam, yatırım, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç, varlıkların getirisi oranları; 11 alt sektör şirketi	Sınıflandırılmış Rasgele Örneklem Yöntemi, 2006-2011	Sonuçlar, kooperatif şirketlerde yatırım ve istihdam arasında anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Yatırım bazlı bakıldığı zaman kooperatif şirketlere yatırımların artımı istihdam artımını desteklemektedir. Kooperatif şirketlerinin farklı sektörlerdeki yatırımları bazında performansları arasında anlamlı bir fark olduğunu göstermektedir. Toplamda daha yüksek yatırıma sahip şirketler düşük ve orta olanlara nazaran daha fazla varlık getirisine sahip olmaktadır ve tarım ve sanayi gibi alanlarda yatırımların artmasının daha yüksek verimlilikle sonuçlanacağı görünmektedir. Sonuçlar sanayi sektöründe istihdamın artmasının toplam istihdamı pozitif yönde etkileyerek tarım ve kooperatif şirketlerine yatırımları teşvik edeceğini göstermektedir. Üretim ve hizmet sektörlerine yatırım yapmak ve küçük işletmeleri destekleyerek kademeli olarak büyümesini sağlamak ekonomik ve istihdam açısından daha yüksek verime yol açacaktır.
Oulton ve Barriel (2017)	Döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, hisse senedi piyasası, yurt içi borç, yurt dışı borç, bank sektörü; Rogoff Veri Tabanı, Konferans Kurulunun Toplam Ekonomi Veri Tabanı	Panel Veri Analizi, 1954-2010	Sonuçlar, bankacılık krizlerinin kısa vadede büyüme oranları üzerinde, uzun vadede ise işgücü verimliliği üzerinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi vardır. Krizlerin devam ettiği her yıl işgücü verimliliğinin büyüme oranı 0,55 puan azalmaktadır. Latin Amerika ülkeleri, etkilerin boyutu ve önemi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Latin Amerika hariç tutulursa, bankacılık krizlerinin işgücü verimliliği ve TFP üzerindeki uzun vadeli etkisi önemsiz görünmektedir ve işçi başına sermaye için önemi yüzde 10 düzeyindedir. Örneğe yalnızca gelişmiş ülkeler dahil edilirse, bankacılık krizlerinin işçi başına GSYİH, işçi başına sermaye veya TFP

			<p>üzerinde önemli bir uzun vadeli etkisi yoktur, ancak bankacılık krizlerinin kişi başına GSYİH üzerinde oldukça önemli bir etkisi olduğu da görülmektedir, krizin her yılı için GSYH yaklaşık yüzde 1,8 oranında azalmaktadır; bu, işçi başına GSYİH üzerindeki etkiden (yüzde 1,1) önemli ölçüde daha büyüktür.</p>
Seo (2017)	devlet kredisi, KOBİ'lere verilen teminat miktarı, bankalar tarafından KOBİ'lere verilen krediler, OECD ülkelerinde kredi verme durumu, öz sermaye finansmanı, net sermaye stoku, İstihdam/GSYH; OECD Veri Tabanı	Panel Veri Analizi yöntemi, 2007-2013	<p>Sonuçlar, hükümetlerin KOBİ'lere sağladığı 5 mali desteğin ekonomik büyümeyi ve istihdamı nasıl etkilediğini analiz etmektedir. Hükümetlerin ekonomik büyüme ve istihdamı desteklemek için kullandığı en iyi finansal destek türü döngüsellik azaltmak için atılan adımlardır. İkincisi ilişki bankacılığının desteklenmesidir. Üçüncüsü, az sermaye yoğun ülkelerde sermayeye bağlantılı finansmanın kullanılarak ekonomik büyüme ve istihdamın iyileşmesinin desteklenmesidir. Dördüncüsü, çalışmada incelenen 11 OECD ülkesi için Kobi kredilerinin döngüsellik oranını azaltmak için dinamik kredi kaybı karşılıklarının belirsizlik dönemlerine karşı hazırlanmasıdır. Son olarak, çalışma hisse senedi piyasası aracılığıyla hisse senedi bağlantılı finansman yöntemlerini uygulama ihtiyacının özellikle gelişmekte olan ülkelerde acil olduğunu ortaya koyuyor.</p>
Siemer (2019)	İstihdam, toplam ücret faturası, konum sektörü, sıfır olmayan istihdamın ilk yılı, işveren kimlik numarası, müşterek vergi yükümlülüğü; Boylamsal Veri Tabanı	Kontrol Arasındaki Farklar Arası Regresyon Analizi; 2007-2009 Ç4:Ç3	<p>2007–2009 durgunluğu sırasında finansal kısıtlamaların küçük ve genç firmalarda istihdam artışını önemli ölçüde azalttığını ve küçük firmalar için bulguların genç firmalar tarafından yönlendirildiği görülmektedir. Sonuçlar ayrıca, giriş ve çıkış marjlarının finansal kısıtlamaların etkilerini anlamak için önemli olduğunu göstermektedir. Bulgular,</p>

			politika yapıcıların politika tasarımında küçük firmalar ve özellikle genç firmalar için iş koşullarını ciddi şekilde dikkate almasının önemli olduğunu göstermektedir.
Zhang (2021)	İstihdam, işlemden geçirmek, kayıt tutma, firma yaşı, firma büyüklüğü, tobin, sabit sermaye yatırımı, soyut yatırım, kirlilik yatırımı, ücret/çalışan oranı; Çin Borsa Ticaret Veri Tabanı	Kontrol Arasındaki Farklar Arası Regresyon Analizi, 2010-2017	Sonuçlar, çevre kirliliğine neden olan firmaların yeşil kredi politikasının uygulandığı durumda istihdamda azalmaya gitmek zorunda kalacaklarını göstermektedir. Çevreyi kirleten firmalar bu düşüşü yüksek finansal maliyetlere ve karşılaştıkları finansal kısıtlamalarla ilişkilendireceklerdir. Bu bağlamda, istihdamdaki azalma çevreyi kirleten firmaların sabit sermaye yatırımı ve soyut yatırımlarının azaltılmasıyla devam edecektir. İstihdamdaki azalmanın bir diğer negatif etkisiyse sermaye yoğun firmaların ve yüksek ücretleri firmaların karşılaştıkları şokun yeşil kredi politikasından daha etkili olmasıyla alakalıdır. Yazar çalışmasında politika yapıcıları için yeşil kredi politikasının ve kirlilik kontrolünün istihdamda ciddi azalmalara neden olarak işgücü piyasasında şok yaratacağını göstermek istemiştir.

**EK 5: Panel Var Modeli Sonuçları**

Model/ Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	z	P >  z	[% 95 Güven Aralıkları]	
Endef						
Endef L1.	0,3232	0,0427	7,56	0,000	0,2395	0,4070
Kbdgsyhb L1.	0,4634	0,0464	9,98	0,000	0,3723	0,5544
Fgb L1.	-54,9831	4,0203	-13,68	0,000	-62,8629	-47,1033
Ykb L1.	1,8078	0,9348	1,93	0,053	-0,0244	3,6400
Gpgsyhb L1.	38,5381	2,3162	16,64	0,000	33,9984	43,0777
Kbdgsyhb						
Endef L1.	0,1534	0,0192	7,97	0,000	0,1156	0,1911
Kbdgsyhb L1.	0,5234	0,0352	14,84	0,000	0,4542	0,5925
Fgb L1.	15,382	1,6132	9,54	0,000	12,2206	18,5444
Ykb L1.	-14,3623	0,7295	-19,69	0,000	-15,7922	-12,9325
Gpgsyhb L1.	29,4115	1,1917	24,68	0,000	27,0757	31,7474
Fgb						
Endef L1.	-0,0008	0,0004	-2	0,045	-0,0016	-1,8E-05
Kbdgsyhb L1.	0,0012	0,0005	2,33	0,020	0,0002	0,0023
Fgb L1.	0,1605	0,0277	5,78	0,000	0,1061	0,2149
Ykb L1.	0,2244	0,0110	20,37	0,000	0,2028	0,2460
Gpgsyhb L1.	-0,3303	0,0182	-18,11	0,000	-0,3660	-0,2945
Ykb						
Endef L1.	0,0030	0,0005	5,16	0,000	0,0018	0,0041
Kbdgsyhb L1.	0,0010	0,0007	1,43	0,152	-0,0003	0,0023
Fgb L1.	0,3103	0,0302	10,25	0,000	0,2509	0,3696
Ykb L1.	0,5708	0,0359	15,86	0,000	0,5002	0,6413
Gpgsyhb L1.	-0,0313	0,0337	-0,93	0,353	-0,0975	0,0348
Gpgsyhb						
Endef L1.	0,0026	0,0005	4,9	0,000	0,0015	0,0037

Kbdgsyhb L1.	-0,0034	0,0006	-5,4	0,000	-0,0047	-0,0022
Fgb L1.	0,3493	0,0324	10,77	0,000	0,2857	0,4128
Ykb L1.	0,5314	0,0225	23,58	0,000	0,4872	0,5755
Gpgsyhb L1.	-0,0745	0,0313	-2,38	0,017	-0,1359	-0,0131

**Not:** VAR modelinde değişkenlerin sıralaması: (Endef, Kbdgsyhb, Fgb, Ykb, Gpgsyhb)

