

Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme Etkisi: Türkiye Ekonomisinin Toda-Yamamoto Yaklaşımıyla Analizi

The Effect of Financial Development on Economic Growth: Analysis of the Turkish Economy with the Toda-Yamamoto Approach

Burcu ZENGİN ^a

^aAnkara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Ankara, Türkiye. burcu.zengin@hbv.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ

ÖZET

Anahtar Kelimeler:

Ekonomik Büyüme
Finansal Gelişmişlik Endeksi
Finansal Kurum Gelişmişliği Endeksi
Finansal Piyasa Gelişmişliği Endeksi
Toda-Yamamoto Analizi

Gönderilme Tarihi 24 Temmuz 2023
Revizyon Tarihi 5 Eylül 2023
Kabul Tarihi 20 Eylül 2023

Makale Kategorisi:

Araştırma Makalesi

Amaç - Çalışmanın amacı, gelişmekte olan ülkelerden biri olan Türkiye'nin finansal gelişme ile ekonomik büyümesi arasındaki etkileşimin belirlenmesi ve buna yönelik politika önerileri getirilmesidir.

Yöntem - Çalışmada, 1980-2020 yılları arasındaki IMF'nin yayınladığı finansal gelişmişlik endeksi, finansal kurum gelişmişlik endeksi, finansal piyasa gelişmişlik endeksi ile ekonomik büyümesi arasındaki nedensellik ilişkisi Toda-Yamamoto analizi ile incelenmiştir. Çalışmanın, kurum, piyasaların ve bütün finansal sistemin büyüme etkisini ayrı ayrı ele almasının literatüre katkı yapacağı düşünülmektedir.

Bulgular - Analiz sonucunda, finansal gelişmişlik endeksi ve finansal kurum gelişmişliği endeksinin büyüme ile çift taraflı ve ayrıca ekonomik büyümeden finansal piyasaların gelişmişliğine yönelik tek taraflı bir nedensellik ilişkisi içerisinde olduğu belirlenmiştir. Kontrol değişkenleri olan, yurtdışı tasarrufların, doğrudan yabancı yatırımların, enflasyonun, ekonomik katma değer, ticaretin de büyüme ile çift taraflı bir nedensellik ilişkisinin olduğu görülmüştür.

Tartışma - Uygulama sonucunda elde edilen veriler gözönüne alındığında, Türkiye'de finansal gelişme ile ekonomik büyümenin birbirlerini etkilediği ve birlikte hareket ettiği görülmektedir. Bu nedenle, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için, özellikle finansal kurumların güçlendirilmesi, finansal araçların çeşitlendirilmesi, erişilebilir ve kontrollü bir sistemin kurulması yoluyla finansal gelişmenin sağlanması gerekmektedir.

ARTICLE INFO

ABSTRACT

Keywords:

Economic Growth
Financial Development Index
Financial Institution Development Index
Financial Market Development Index
Toda-Yamamoto Analysis

Received 24 July 2023
Revised 5 September 2023
Accepted 20 September 2023

Article Classification:

Research Article

Purpose - The aim of the study is to determine the interaction between financial development and economic growth of Turkey, which is one of the developing countries, and to propose policy recommendations for this.

Design/methodology/approach - In the study, causality relationship between the financial development index, financial institution development index, financial market development index, and economic growth published by IMF between the years 1980-2020 was examined by Toda-Yamamoto analysis. It is thought that the study will contribute to literature by considering the effects of institutions, markets, and entire financial system on growth separately.

Findings - As a result of the analysis, it has been determined that the financial development index and the financial institution development index are in a bilateral causality relationship with growth, and also a unilateral causality relationship from economic growth to the development of financial markets. It has been observed that there is a bilateral causality relationship with growth, which are control variables, domestic savings, foreign direct investments, inflation, economic added value, and trade.

Discussion - Considering the data obtained as a result of the application, it is seen that financial development and economic growth affect each other and act together in Turkey. Therefore, for sustainable economic growth, financial development must be ensured, especially by strengthening financial institutions, diversifying financial instruments, and establishing an accessible and controlled system.

Önerilen Atıf/Suggested Citation

Zengin, B. (2023). Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme Etkisi: Türkiye Ekonomisinin Toda-Yamamoto Yaklaşımıyla Analizi, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 15 (3), 2331-2346.

1. Giriş

Kalkınmanın yapı taşı olarak görülen ekonomik büyümenin uzun dönemli ve istikrarlı olmasını sağlayan en önemli etken, sermaye birikiminin doğru kullanılması, beşeri sermayenin ve kaynakların verimli yatırımlarda buluşması ve bu ekosistemin gelişmiş bir finansal sistemle desteklenmesidir. Türkiye'nin de aralarında olduğu gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümeyi sürdürülebilir kılmakta zorlanmaktadır. Bu noktada, gelişmekte olan ülkelerin ortak sorunu olan orta gelir tuzağına dikkat çekilmelidir. Bu kavram, ülkelerin belirli bir gelir düzeyi sonrası yapısal sorunları nedeniyle üst gelir grubuna çıkamaması olarak ifade edilmektedir. Tasarrufların yetersizliği, yatırımların verimli bir şekilde yapılamaması, kaynakların etkin dağıtılmaması gibi sebeplerle ülkeler bir noktada sıkışıp kalmaktadır (Aiyar vd., 2018:9). Türkiye'deki büyüme ivmesinin 2012 yılı sonrası düşmesi, ülkenin orta gelir tuzağında olduğuna dair kaygıları arttırmıştır. Bu nedenle, Türkiye'nin büyüme stratejisinin iyi belirlenmesi ve yaşanan sorunlar için çözüm önerilerinin getirilmesi önem kazanmıştır. Bu noktada, genel geçer bir kabul olarak görülen finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme yaratacağı savının gerçeği yansıtıp yansıtmadığı belirlenmelidir. Böylece, finansal gelişmenin artması adına finansal kurum ve piyasalarda yapılacak düzenlemelere karar verilmesi ve bu yönde tedbirler alınması planlanmaktadır. Çalışma, bu amaca yönelik olarak finansal gelişmişliğin, finansal kurum gelişmişliğinin ve finansal piyasa gelişmişliğinin ekonomik büyümeye etkisini incelemektedir.

Finansal sistemin gelişmesi, finansal kurum ve piyasalardaki gelişmişlikle birlikte ortaya çıkmaktadır. Bunun için, finansal kurumların ve piyasaların derinliğinin, etkinliğinin ve bu finansal hizmetlere erişimin arttırılması gerekmektedir. Bu şekilde ulaşılan finansal sistem gelişmişliğinin ülkelerin ekonomik büyümelerini olumlu etkileyeceğine dair kanıtlar sunan birçok çalışma bulunmaktadır. Modern büyüme hipotezlerine göre, finansal gelişme, sağladığı finansal araçlardaki genişleme, çeşitlendirme, finansal kurumlardaki istikrar nedeniyle ekonomik büyümenin itici gücü haline gelmiştir (McKinnon (1973); Shaw (1973); Tadesse ve Abafia (2019); Nguyen vd. (2022)). Tam aksini savunan ekonomistler ise, finansal sistemin aşırı genişlemesinin, genel verimliliğin düşmesine ve böylece ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olacağı düşünülmektedir. Ekonominin "aşırı ısınması" olarak değerlendirilen bu durumu vurgulayan yazında, finansal derinlik ve ekonomik krizlerin etkileşimi üzerinde özellikle durulmaktadır (Rousseau ve Watchel (2011); Peprah vd. (2019)). Son yıllardaki çalışmalar ise, gelişmekte olan ülkelere büyüme olumlu etkinin devam ettiğini, ancak gelişmiş ülkelere bu durumun tersine işlediğini gösteren kanıtlara yer verilmiştir (Sahay vd. (2015); Poghosyan (2022)).

Çalışmanın amacı, finansal gelişme ile büyüme ilişkisini Türkiye özelinde inceleyerek, literatürde ülkeler ve zaman bazında farklılaşan sonuçlara katkı sunmaktır. Büyüme eğrisinin çan şeklinde olduğu ve belirli bir eşik değer sonrası finansal gelişmişlik düzeyindeki artışın ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği şeklindeki güncel yazına ithafen, Türkiye'nin büyüme eğrisinin neresinde durduğuna dair bir değerlendirme yapılması ve büyüme stratejisi ile ilgili gerekli tedbirlere yer verilmesi planlanmaktadır. Çalışmada, gelişmekte olan ülkelere biri olan ve bankacılık temelli bir finansal sisteme sahip olan Türkiye'nin finansal kurumlarının veya piyasalarının gelişmesi ve bunların birleşimini ifade eden finansal sisteminin gelişmesi ile ekonomik büyümesi arasındaki etkileşimin derinlemesine incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu nedenle, IMF tarafından belirlenen finansal gelişmişlik endeksi ile Dünya Bankası tarafından belirlenen kişi başına gelir düzeyi ve kontrol değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkisi, bu konuda nispeten yeni bir yaklaşım olan Toda-Yamamoto yöntemi kullanılarak değerlendirilmiştir. Bu analiz ile Türkiye özelinde ekonomik büyüme etkisi yaratacak finansal sistem düzenlemelerinin belirlenmesi ve finansal gelişmişliği etkileyecek finansal kurum ve piyasalarda yapılacak düzenlemelerle ilgili fikir sahibi olunması sağlanacaktır. Çalışmada IMF'nin geliştirdiği Finansal Gelişmişlik Endeksi ve endeksin alt göstergeleri olan Finansal Kurum Endeksi ile Finansal Piyasa Endeksi üzerinden üç farklı analiz yapılmasının, çalışmanın literatüre katkısını arttıracığı düşünülmektedir.

2. Kavramsal Çerçeve

2.1. Finansal Gelişmişlik Tanımı ve Göstergeleri

Tanımlanması ve ölçülmesi zor olsa da finansal gelişme, ülkelerin finans piyasalarının çeşitlenmesi ve derinleşmesi ile finansal kurumlarının etkin bir şekilde çalışmasını ifade eden geniş bir kavramdır. Dünya Ekonomik Forumu'nun 2011 yılındaki Finansal Gelişim Raporu'na göre, finansal gelişme etkili finansal aracılık ve piyasaların yanı sıra sermaye ve finansal hizmetlere derin ve geniş erişime yol açan faktörler,

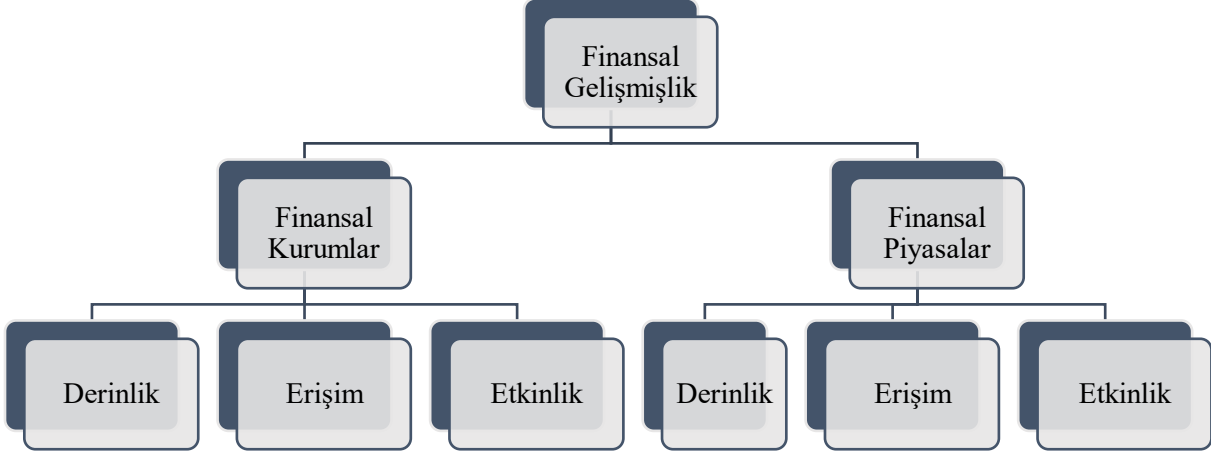
politikalar ve kurumlar olarak tanımlanmaktadır (WEF, 2011:13). Buna göre, ülkelerin finansal piyasalarındaki ve kurumlarındaki farklılıklar finansal gelişmişliklerindeki ayrıma yol açmaktadır. Daha çeşitli ve derin finansal piyasalara ve daha kurumsal ve yapıcı düzenlemelerle yönlendirme yapmayı amaçlayan finansal kurumlara sahip olan ülkelerin daha yüksek finansal gelişmişlik seviyesine sahip olduğu bilinmektedir. Finansal olarak gelişmiş ülkeler, beş temel finansal işlevin uygulanmasında yarattıkları farklılıkla ön plana geçmektedir. Bu finansal işlevler; (i) olası yatırımlar hakkında bilgi üreterek değerlendirme yapılması ve bu değerlendirme sonucunda bu yatırımlara sermaye tahsis edilmesi, (ii) bireyler ve firmaların izlenerek kurumsal yönetimin uygulanması, (iii) ticaretin, çeşitlendirmenin ve risk yönetiminin kolaylaştırılması, (iv) tasarrufların harekete geçirilmesi ve bir araya getirilerek etkin yatırımlara yönlendirilmesi, (v) mal, hizmet, finansal araçların ticaretinin kolaylaştırılması olarak sıralanmıştır (Cihak vd., 2012:5; Stulz, 2001:190). Bu finansal hizmetlerin sağlanmasındaki kalite farkı, ülkelerin ayrışmasına neden olmaktadır. Finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işleminin genel ekonomiye etkileri, bu sistemin önemini ortaya çıkarmaktadır.

Finansal gelişmişlik, genel bir kabul olarak ülkelerin büyüme ve kalkınma düzeyine olan olumlu katkısı nedeniyle istenen bir durum olarak görülmektedir. Ancak, yapılan çalışmalardan bu katkıyı destekleyenleri olmasına karşın tam tersi sonuçlar elde edenleri de bulunmaktadır. Finans literatüründe, finansal gelişmenin ülkelerin ekonomik büyümelerine olan olumlu etkilerinin vurgulandığı çalışmalar olmasına karşın olumsuz etkilerine dikkat çeken çalışmalar da yer almaktadır. Son dönemlerdeki çalışmalarda ise, bu etkilerin ülkeler bazında karmaşık sonuçları ele alınarak, finansal gelişmişlikleri farklı olan ülkelerin ekonomik büyüme düzeylerine olan etkilerin değişimi üzerinde durulmuştur. Bu etkiler negatif olabileceği gibi pozitif de olabilmektedir. Buna göre, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre, yükselen ekonomiye sahip olup olmamalarına göre bu etkiler değişebilmektedir.

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye yol açtığını savunan çalışmalar, finans literatüründe büyük bir yer tutmaktadır. Finansal gelişme, tasarrufların verimli yatırımlara dönüşümünü sağlayarak kaynak dağılımında etkinlik yaratmaktadır. Tasarruf sahiplerine portföy çeşitlendirme fırsatı verirken, yatırımcıların etkin bir şekilde kaynağa ulaşımını sağlamakta ve riskin bölüşülmesine imkan vermektedir. Finansal sistemler arasındaki bilgi akışını güçlendiren gelişmiş bir sistem, kıt kaynakların verimli bir şekilde kullanılmasına olanak tanımaktadır (Güneş, 2013:74). Gelişmiş bir finansal sistem, gelişmiş bir finansal piyasa ve gelişmiş bir finansal kurum temelinde ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, ülkelerin finansal sistemlerinin gelişmişlik düzeyleri incelenirken piyasa ve kurumlarındaki etkinlik, çeşitlilik ve derinlik incelenmektedir. IMF'nin finansal sistemleri değerlendirmek adına belirlediği kriterler de buna yönelik seçilmiştir. IMF'nin belirlediği kriterlere aşağıda yer verilmiştir (Cihak vd., 2012:2):

- Finansal piyasalar ve kurumların büyüklüğü, derinliği
- Bireylerin piyasalardan ve kurumlardan ne düzeyde yararlanabildiği, erişimleri
- Finansal kurum ve piyasaların finansal hizmet sağlamadaki etkinlikleri, verimlilikleri
- Finansal kurum ve piyasaların istikrarı

IMF'nin belirlediği Finansal Gelişmişlik Endeksinin üzerine kurulduğu temel Şekil 1'de gösterildiği gibidir. Bu kriterlere göre, ülkelerin yıllık finansal gelişmeleri değerlendirilmekte ve değişimlerine göre ülkeler bazında öneriler getirilmektedir.



Kaynak: Sahay vd., 2015:12; Svirydzenka, 2016:5.

Şekil 1. IMF Finansal Gelişmişlik Endeksi

Finansal Gelişmişlik Endeksinin alt göstergeleri olan Finansal Kurum Endeksi ve Finansal Piyasa Endeksinin değerlendirilme sırasında sistemin derinliği, erişimin kolaylığı ve etkinliği incelenmektedir. Bu noktada, finansal kurumun derinliği için özel sektöre verilen krediler, emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta primleri; finansal kuruma erişim için kişi başına banka şubesi, ATM sayısı; finansal kurumun etkinliği için net faiz marjı, faiz dışı gelir, varlıkların ve özsermayenin getirisi verileri analiz edilmiştir. Finansal piyasaların derinliği için borsa kapitalizasyon oranları, uluslararası borçlanma senetleri, işlem gören hisse senetleri; finansal piyasalara erişim için 10 en büyük şirketin piyasa kapitalizasyon oranları, borç verenlerin sayısı; finansal piyasa etkinliği için ise borsada işlem gören değer/borsa kapitalizasyon verileri incelenmiştir (Svirydzenka, 2016:10).

Dünya Ekonomik Forumu'nun belirlediği finansal gelişme ölçütleri ise yedi temelde değerlendirilmektedir. Finansal sistemlerin uzun vadeli gelişimine katkıda bulunan faktörlerin değerlendirilmesinde bütüncül bir bakış açısı benimseyen bu endeks aşağıda özetlenmiştir (WEF, 2011:13):

- Finans sektörü liberalizasyonunu, kurumsal yönetişimi, yasal ve düzenleyici konuları ve sözleşme uygulamalarını kapsayan kurumsal ortam
- İnsan sermayesini, vergileri, altyapıyı ve iş yapma maliyetlerini dikkate alan iş ortamı
- Para birimi krizleri, sistemik bankacılık krizleri ve ülke borç krizleri riskini kapsayan finansal istikrar
- Büyüklüğü, verimi ölçen bankacılık finansal hizmetleri
- Halka arz ve birleşme ve satın alma faaliyetlerini, sigortayı ve menkul kıymetleştirmeyi içeren bankacılık dışı finansal hizmetler
- Döviz ve türev piyasaları ile hisse senedi ve tahvil piyasası gelişimini içeren bankacılık dışı finansal hizmetler
- Ticari ve perakende erişimi değerlendiren finansal erişim

Politika yapıcılarının sağladığı istikrarlı ortam, finansal araçların sağladığı finansal hizmetler ve bireylerin ve firmaların finansa erişimlerinin sağlandığı bir sistem, gelişmiş bir finansal sistemden beklenen özelliklerdir. Finansal liberalizasyonun genellikle daha yüksek derecede finansal derinliğe izin vermesi nedeniyle tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında daha fazla finansal aracılığa dönüştüğü ve verimli bir kaynak akışı sağladığı düşünülmektedir (Firzgerald, 2006:3). Bu noktada, finans sektörünün liberalizasyonu üzerinde farklı görüşler olduğu da belirtilmelidir. Özellikle 2008 krizi öncesi dönemde finansal liberalizasyon finansal gelişim ve ekonomik büyümenin katalizörü olarak görülürken, kriz sonrasında serbestleşmenin yanı sıra belirli düzenlemelerin de sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesi için gerekli olduğu görüşü hakim olmuştur. Güçlü kurumların eşlik ettiği, gelişmiş hukuk sistemlerine sahip ülkelerin finansal olarak kırılganlıklarının daha düşük olacağına dair birçok çalışma bulunmaktadır (Moyo ve Le Roux, 2019:481). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çok çalışma bulunmasına karşın, literatürde bu konuda

hakim bir görüş günümüzde de bulunmamakta ve ampirik sonuçlar farklılaşmaktadır. Çalışmanın, Türkiye için bu konunun derinlemesine analiz edilmesi ile açığa kavuşması amaçlanmaktadır.

2.2. Finansal Gelişmişlik - Ekonomik Büyüme İlişkisi

Finansal gelişme ve büyüme ilişkisinin analizi için, öncelikle kavramlar arasındaki doğrudan ve dolaylı bağlantıların irdelenmesi gerekmektedir. Finansal gelişmenin temel yapıtaşlarından olan finansal piyasaların gelişmesinin ekonomiye etkisindeki en önemli nokta, piyasaların yatırımcılar ve tasarruf sahiplerini biraraya getirme fonksiyonudur. Bu sayede, firmadaki farklı menfaat sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarının yönetilmesi sağlanmakta ve yatırımcılara likidite ve portföylerini çeşitlendirme fırsatı sunulmaktadır. Bilgi alışverişinde kilit bir rol oynayan piyasalar, firmaların finansman ve yatırım tercihlerini etkilemektedir. (Demirgüç-Kunt ve Maksimovic, 1996:342). Riskin paylaşımını sağlayan piyasalar, firmaların finansmanlarında ve yatırım kararlarında daha özgür kararlar almasını ve fırsatlardan olabildiğince yararlanılması sağlamaktadır.

Finansal gelişmenin temelini oluşturan bir diğer yapıtaşı ise, finansal kurumların gelişmesidir. Finansal kurumların fonksiyonlarının iyileştirilmesi ve etkinliklerinin artırılması, bireylerin, firmaların, yatırımcıların, tasarruf sahiplerinin güvenliğini sağlamaktadır. İstikrarın devamı için gerekli bir koşul olan bu durum, gelişmiş bir finansal sistemin özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki büyümenin itici gücü olma etkisinin yanı sıra aşırı risklerden kaçınılması ve gelecekteki yatırımlar için bir piyasa disiplininin sağlanması aşamasındaki olumlu etkileri yönünden de önemlidir (WB, 2020:9). Finansal kurumların iyileştirilmesi aşamasında güçlü bir finansal yapının varlığı önemlidir. Girişimcilerin ve yatırımcıların haklarının korunması adına sınırları kesin bir dille çizilmiş hukuk sistemleri, aşamalı finansman olanağı, finansal araçların da yer aldığı finans sektörünün istikrarı, özel sermaye finansmanı olasılığı gibi özellikler finansal gelişmişliğin önünü açmaktadır. Finansal araçların ve piyasanın iyi işlediği bir finansal yapı ile birlikte, verimli bir kaynak dağılımı oluşturulmaktadır. Böylece, zayıf bir finansal yapının neden olduğu yüksek sermaye maliyetlerinden kaçınılarak girişimcilerin firmalara yatırım yapması ve bu firmaların doğru yatırımlarla ekonomiyi büyütmesi sağlanmaktadır. Finansal istikrarın yarattığı ortamlarla, belirsiz ortamlardan, siyasi müdahalelerden, kriz eğilimli ekonomilerden uzaklaşmaktadır. (Demirgüç-Kunt ve Levine, 2001:158-180).

Levine (2005), finansal kurum ve piyasaların ekonomik büyümeyi hızlandırabileceği birçok kanal belirtmiştir. Levine, finansal gelişme ve ekonomik büyüme için bu şartların sağlanması gerektiğini ifade etmiştir: (i) olası yatırımlar hakkında önden bilgi edinilmesi ve böylece tasarrufların en verimli yatırımlara yönlendirilmesi; (ii) yatırımların izlenmesi ve kurumsal yönetimin uygulanması; (iii) ticaret, çeşitlendirme ve risk yönetimi ile likiditeyi artırma, riski azaltma; (iv) tasarruf sahiplerini harekete geçirerek birikimlerin tek bir havuzda toplanması; (v) ödeme araçlarının çeşitlendirilmesi, araçların zenginleştirilmesi ile birlikte sağlanan kolay mal ve hizmet alışverişi.

İşlem maliyetlerini düşüren finansal düzenlemeler uzmanlaşmayı, teknolojik yeniliği ve büyümeyi teşvik etmektedir. Tasarrufların biraraya toplanması ile işlem maliyetlerinin üstesinden gelinerek tasarruf sahiplerinin bilgi asimetrisi nedeniyle yaşadığı hak mahrumiyeti duygusunun ortadan kaldırılması sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu şekilde, daha etkili olan finansal sistemlerin tasarrufları arttırarak ve ölçek ekonomilerinden yararlanarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilemesi beklenmektedir. Sermaye birikimi üzerindeki doğrudan olumlu etkisinin yanı sıra kaynak tahsisini iyileştirmesi ve teknolojik yenilikleri arttırması da beklenen sonuçlardandır (Levine, 2005:23). Ödeme kanallarının zenginleştirilmesi, araçların çeşitlendirilmesi ile finansal kurumların etkinliğinin artması halinde, finansal bilgi ve işlemlerin elde edilmesiyle ilgili maliyetler azalmakta, kredi tahsisi verimli hale gelmektedir. Bu şekilde, finansal kaynak tahsisinin etkinliğinin artması ile ekonomik büyüme sağlanmaktadır (Merton ve Bodie, 1995:20; Fitzgerald, 2006:5).

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ile ilgili yapılan çalışmalar birbirinden farklılaşmaktadır. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olumlu etkileri üzerinde duran çalışmalar olduğu gibi tam tersi bir etkinin olduğunu ve ekonomik büyümenin finansal gelişmeden olumsuz etkilendiğini belirten çalışmalar da bulunmaktadır. Ayrıca, ülkelerin uyguladığı ekonomik sistemler nedeniyle ülkeler bazında farklı sonuçların bulunduğu çalışmalar da özellikle son günlerde çok gündemdedir.

Finansal gelişmenin sağladığı finansal araçlardaki genişleme, çeşitlendirme, finansal kurumlardaki istikrar nedeniyle ekonomik büyümeye olumlu etkileri olduğunu ileri süren çalışmaların ana savları aslında çok bilindiklerdir. Arz yönlü bu hipotezlerde, finansal gelişmenin sürdürülebilir bir ekonomik büyüme sağladığı ifade edilmektedir. Bu hipotezi savunan çalışmaların başında, McKinnon (1973) ve Shaw'un (1973) yaptığı çalışmalar gelmektedir. Modern büyüme modellerini destekleyen çalışmalar, finansal gelişme, sermaye birikimi ve liberalizasyonun ekonomik büyümede önemli olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmalarda vurgulanan finansal gelişme ve serbestleşmenin getireceği faiz artışı ile birlikte tasarruf birikiminin doğru ve etkin yatırımlara kaynak olacağı ve bunun da ekonomik büyümenin itici gücü haline geleceğidir. Literatürde bu çalışmayı destekleyen birçok çalışma bulunmaktadır (Hsueh vd. (2013), Jung (2017), Guru ve Yadav (2018), Tadesse ve Abafia (2019), Nguyen vd. (2022)). Hsueh vd. (2013), Granger nedensellik analizi ile inceledikleri çalışmalarında on Asya ülkesinin finansal gelişmeleri ile ekonomik büyümeleri arasında ilişki bulunduğu ifade edilmiştir. Özellikle Çin'de farklı finansal gelişme değişkenlerinin büyümeye etkili olduğunun belirlendiği çalışmada, ülkelerin daha fazla kaynak sağlamak adına yeni finansal araçlar, kurumlar ve kuruluşlar yaratarak finansal sektörlerini geliştirmeye odaklanmaları gerektiği vurgulanmıştır. Güney Kore'yi ele alan Jung (2017), finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik bulmuştur. Guru ve Yadav (2018) ise, BRICS ülkeleri nezdinde genişlettikleri çalışmalarında finansal gelişmeyi değerlendirmek adına bankacılık göstergeleri olarak kredi/mevduat oranlarını ve özel sektöre verilen yurtiçi kredileri; borsa gelişim göstergeleri olarak işlem gören payların değeri ile devir hızı oranlarını dikkate almışlardır. Buna göre, genel olarak finansal gelişme göstergelerinin ekonomik büyüme üzerine olumlu etkisi üzerinde durulurken, vurgulanan asıl nokta bu değişkenlerin eşgüdümlü etkisidir. Kanıtlar, bankacılık ve borsa gelişim göstergelerinin birbirlerini teşvik ederek ekonomik büyüme üzerinde tamamlayıcı bir etkisi olduğunu göstermektedir. Tadesse ve Abafia (2019) çalışmalarında, Etiyopya ekonomisindeki büyüme ve finansal gelişme arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkiyi incelemişlerdir. Granger nedensellik testiyle ilişkinin yönüne de karar verildiği çalışmada, kısa ve uzun dönemde finansal gelişmenin arz yönlü hipotezleri destekleyici şekilde ekonomiyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulguları destekleyen çalışmalardan biri olan Nguyen vd.'nin (2022) çalışmasında, 22 gelişmekte olan ülkeyi ele almış, ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki doğrusal ilişki vurgulanmıştır. İki değişken arasında çift yönlü bir nedensellik olduğunun belirtildiği çalışmada, bu iki değişkenin birbirinden ayrılamayan, entegre göstergeler olduğu değerlendirilmesine yer verilmiştir.

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği genel kabul görmüş kanısının tam tersini savunan çalışmalar da bulunmaktadır. Rousseau ve Watchel (2011) çalışmalarında, finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki olumlu etkisini belirleyen çalışmalardan farklı bir sonuç bulunmuştur. Buna göre, aşırı finansal derinleşmenin veya çok hızlı bir kredi büyümesinin enflasyona ve bankacılık sistemlerinin zayıflamasına yol açarak büyümeyi engelleyen finansal krizlere neden olmaktadır. Aşırı finansal derinleşmeye mali sektör reformu ve düzenlemesi için uygun politikaların eşlik etmesi gerektiği özellikle vurgulanmıştır. Finansal sistemin aşırı genişlemesinin, finansal kaynakların daha az verimli faaliyetlere tahsisine ve genel verimliliğin düşmesine ve böylece ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olacağı düşünülmektedir. Buna göre, ekonominin "ısınmaması" olarak adlandırılan bu durum ülkelerin istemediği bir resesyon doğurabilmektedir. Bu nedenle finans sektörünün genişlemesinin özellikle Merkez Bankaları kontrolünde olması gerektiği üzerinde durulmaktadır. Finansal derinlik ve ekonomik krizlerin etkileşimi üzerinde özellikle duran bir diğer çalışma, Arcand vd. (2015) çalışmasıdır. Finansal istikrarı korumanın maliyetinin finansal gelişmenin getirisinden daha yüksek olması nedeniyle kriz olasılığının giderek artması finansal gelişmenin bir noktadan sonra istenmeyen bir olgu haline gelmesine neden olmaktadır. Ayrıca, çalışmada ekonomiler geliştikçe kredi piyasalarının ekonomik kalkınma için daha az önemli hale geldiği ve piyasa temelli finansal gelişmenin daha önemli hale geldiği ifade edilmektedir. Bu nedenle, finansal derinliğin büyüme üzerindeki etkisinin ekonomik gelişme düzeyindeki değişim ile azaldığı ve bu bulguların "finansın kaybolan etkisi"¹ ile tutarlı olduğu belirtilmiştir. Arcand vd. (2015), ampirik çalışmalarında özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'nın %100'üne ulaşması halinde finansın kaybolan etkisinin ortaya çıktığını ve büyüme üzerindeki olumlu etkinin tersine

¹ Finansın kaybolan etkisi, literatürde finansın ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisinin zamanla ve ülkelerin gelişmişlik düzeylerine bağlı olarak etkisiz hale gelmesidir. Zamanla bu etki, tersine dönerek finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği bir hale dönüşebilir. Finansal gelişme ve üretkenlik artışı arasındaki ilişkinin ters U şeklinde olduğu ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği çalışmalarda sıklıkla vurgulanmıştır. (Gründler, 2015:2,3).

dönmeye başladığını bulmuşlardır. Bu bulgular eşik değer üzerinde çalışan diğer çalışmalara ilham olmuştur. Buna göre, Peprah vd. (2019)'nin Gana'yı incelediği çalışmasında finansal gelişmeler ve işçi dövizlerinin artması halinde ekonomik büyümenin artacağı hipotezinden yola çıkmış olmasına rağmen bir eşik değer belirlemiştir. Buna göre, Gana'nın finans sektörünün %70'in üzerinde gelişmesi sonucunda ekonomik büyümenin aşağı çekileceği bulgusuna ulaşılmıştır. Eşik değer sadece ülkelerin değişkenleri üzerinden değil, farklı ülkelerdeki gösterge değerler üzerinden incelendiği çalışmalar da bulunmaktadır. Cecchetti ve Kharroubi (2012) ve Gründler (2015) çalışmalarında, ekonomik büyümenin gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmeden olumlu etkilenmesine karşın, gelişmiş ülkelerde tam tersi olumsuz etkilenmesine dair kanıtlar bulmuştur. Gelişmişlik düzeyinin bir eşik değer olarak kabul edilmesi ile birlikte, sonuçların karmaşık hale geldiği çalışmalar da literatürde hızla çoğalmıştır.

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin, ülkelerin ekonomik sistemlerindeki farklılıklara, borsalarının ve kurumlarının hali hazırdaki durumlarına göre farklılaşabildiğini öne süren çalışmalar da bulunmaktadır. Günümüzde giderek artan oranlarda, yukarıda açıklanan çalışmaların farklı sonuçlarını bir mantık dizisinde bir araya getirebilmek adına bu yola başvurulmaktadır. Aynı çalışmayı farklı ülkeler üzerinde deneyen yazarların çalışmalarındaki farklı bulgular bu duruma yol açmıştır. Bu çalışmalardan biri olan Gregorio ve Guidotti (1992)'nin çalışmasında finansal gelişmenin büyüme performansını olumlu etkilediği belirtilmesine karşın, Latin Amerika ülkelerinin (1970-1980) arası ekonomik durumuna ayrı bir parantez açılmıştır. Ampirik bulgular, düzensiz bir finansal gelişme ve serbestleşmenin bu ülkelerde ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermektedir. Düzensiz ve kontrolsüz bir finansal gelişmenin sonuçlarına dikkat çekilen çalışmada, büyümeyi daha güçlü bir şekilde etkilemesi için finansal gelişmenin yatırımların etkinliğinin sağlanarak gerçekleştirilmesi, gerektiği vurgulanmıştır. Bunlardan biri de, bu alanda yapılan çalışmaları meta analiz yöntemiyle derleyen Valickova'nın (2014) çalışmasıdır. Bu çalışmanın sonuçlarında, bölgelere ve zaman dilimlerine göre farklılaşan sonuçlara yer verilmiştir. Buna göre, aralarındaki etki 1980 sonrası dönemde ve daha yoksul ülkelerde zayıflamaktadır. Ayrıca, ekonomik büyümenin borsa odaklı ekonomik sistemlerde banka odaklı sistemlerden daha güçlü bir şekilde finansal gelişme ile bağlantılı olduğu sonucuna da ulaşılmıştır. Demirgüç-Kunt ve Levine (2001), finansal olarak gelişmiş kabul edilen ülkelerin farklı finansal yapıya sahip olmalarının finansal gelişmişliklerini etkilemediği Japonya, Almanya, ABD ve İngiltere örnekleri üzerinden değerlendirilmiştir. Buna göre, borsa veya bankacılık temelli sistemlerle finansal gelişmişliğin direkt bir bağlantısı olmasa da, bu yapı finansal gelişme üzerinde dolaylı bir teşvik veya engelleme şeklinde bir etki yaratabilir. Bu nedenle, politika yapıcılarının finansal yapı üzerindeki değişiklikleri dolaylı bir finansal gelişme etkisi oluşmasına neden olabilir. Ülkelerin finansal gelişme, finansal yapı ve ekonomik büyümeleri arasındaki ilişkinin birbirlerinden farklılaştığını ifade eden bir diğer çalışma ise Luintel vd. (2008)'ne aittir. Çalışmada, finansal yapı ve finansal gelişimin çıktısı seviyeleri ve ekonomik büyüme için önemli olduğu sonucu belirtilirken, çıkan sonuçların karmaşık olduğu vurgulanmıştır. Buna göre, finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisinin ülkelerin gelişmişlik düzeyleri arttıkça azaldığı yönünde sınırlı sayılabilecek bulgulara ulaşılmıştır. Bu karışık sonuçları vurgulayan başka çalışmalar da bulunmaktadır. Sahay vd. (2015) ve Poghosyan (2022) çalışmalarında, IMF'nin belirlediği finansal gelişme endeksi ve ekonomik çıktılarının büyümesi arasındaki ilişkinin çan şekline benzetilebileceğini ve bu pozitif ilişkinin bir maksimum noktadan sonra negatife dönebileceğini vurgulamaktadır. İki çalışma da farklı ülke örnekleri üzerinden yaptığı değerlendirmede, gelişmekte olan ülkelerin çoğunun finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği kısımda bulunduğunu göstermektedir. Bunun aksine gelişmiş ülkeler ise, çan eğrisinin maksimum noktasından sonraki kısımda yer almakta ve ekonomik büyümeleri finansal gelişmeden (özellikle finansal derinleşmeden) olumsuz etkilenmektedir. Çok hızlı bir finansal gelişmenin ve daha iyi düzenlemelerin yapılamadığı sistemlerin finansal istikrarsızlığa neden olduğu ifade edilmiştir. Bütün ülkelere uyumlu bir tek sistemin olmadığını özellikle vurgulandığı çalışmalarda, finansal sistemin derinliğinin, erişiminin ve etkinliğinin hedef alındığı ülkeye özgü önlemler alınması gerektiği belirtilmiştir. Çalışma dönemine ve incelenen ülke gruplarının yapısına bağlı olarak büyüme ve finansal gelişme ilişkisi değişebilmektedir. Bu konuyu özellikle vurgulayan Peia ve Roszbach (2014), genel olarak finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasında çift taraflı bir nedensellik ilişkisi bulsa da ülkelere göre bu sonucun değişebildiğini belirtmiştir. Ülkelerin finansal gelişiminin piyasalar mı yoksa bankacılık kaynaklı olup olmadığına, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre bulgular değişiklik göstermektedir. Cizo vd. (2020), AB ülkelerinin çoğunda bu ilişkinin arz yönlü olduğu ve büyümenin finansal gelişmeden olumlu etkilendiğini ifade ederken; diğer ülkelerde karşılıklı bir etkileşim olduğunu belirtmiştir. Guptha ve Rao'nun (2018) BRICS

ülkelerini değerlendirdiği çalışmasında fazla fonların harekete geçirilmesi ile yapılan yatırımların ekonomik büyümeye etkilerini incelenmiş ve temel bileşen analizi ile derinlik, etkinlik ve istikrar olmak üzere üç faktörlü bir endeks oluşturulmuştur. Toda-Yamamoto nedensellik analizi ile finansal kurumların veya bankaların büyümeyi desteklediği bulgusuna ulaşılmasına rağmen, finansal piyasaların ve finansal kurum ile piyasaları bir araya getiren finansal sistemin büyümeye etkisinde karmaşık sonuçlar elde edilmiştir.

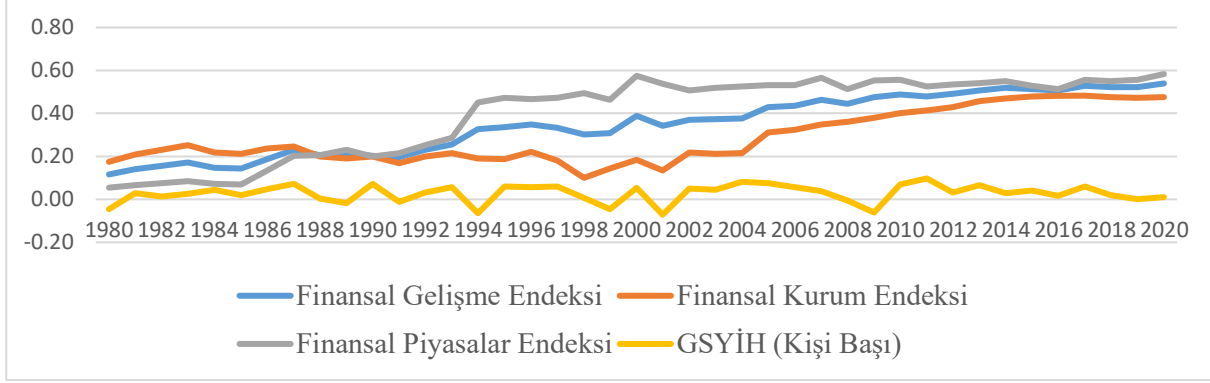
Türkiye’de yapılan çalışmalarda da literatürdeki çalışmalarla uyumlu olarak farklı sonuçlar elde edilmiştir. Türkiye özelinde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini belirleyen çalışmalar başı çekmektedir. Arz yönlü bu hipotezi destekleyen Erataş-Sönmez ve Sağlam (2019), Türkiye’nin de aralarında olduğu gelişmekte olan ülkeleri değerlendirmiş ve finansal gelişmenin halihazırda finansal derinleşmeye izin veren sistem sayesinde bu ülkelerde ekonomik büyümeyi sürdürülebilir kıldığı üzerinde durulmuştur. Buna göre, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için, politika yapımcıların finansal piyasaların ve kurumların yani tüm finansal sistemin etkinliğinin artırılması ve derinleştirilmesi gerekmektedir. Eyüboğlu ve Akan (2022) ise, Türkiye’deki gerekli düzenlemelerin yapıldığı bir finansal sistemin ve derinliği, çeşitliliği ve likiditesi yüksek bir finansal piyasanın önemli olduğunu ampirik bulgularla kanıtlamıştır. Buna göre, finansal şoklara karşı direncinin artması ile finansal istikrarın sağlanması, Türkiye’nin ekonomik olarak büyümesine neden olacaktır. Türkiye için, bahsi geçen iki değişkenin birbirlerine etkilerinin olmadığı bulgusuna ulaşan çalışmalar da bulunmaktadır. Bunlardan biri olan Güneş (2013) para arzının milli gelire oranı ve finansal piyasalarda çalışan işgücü üzerinden değerlendirilen finansal gelişmenin büyümeye neden olduğu sonucuna ulaşamamıştır. Türkoğlu (2016) ise finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin çift taraflı olduğunu ve sermaye birikimi sayesinde bu iki unsurun birbirini etkileyerek birlikte gelişme gösterdiğini belirtmiştir. Çalışmalarda ele alınan ülkelerin ve zamanların farklılaşmasıyla birlikte sonuçların da değişebildiği görülmektedir. Güncel çalışmaların birçoğunda elde edilen bu savı destekleyen Çeştepe ve Tatar (2022) çalışmalarında, Endonezya için finansal gelişmeden büyümeye doğru bir nedensellik, Türkiye için çift taraflı bir nedensellik belirlenirken, diğer kırsal beşli ülkeleri için herhangi bir nedensellik bulunamamıştır. Aslan ve Korap (2006) ise Türkiye için uzun dönemli ilişkiyi kabul etmelerine karşın, nedenselliğin finansal gelişmişlik göstergelerinin farklılaşmasına göre değişebileceğini ifade etmektedirler. Bölükoğlu (2021), aralarında Türkiye’nin de bulunduğu 100 ülkenin ele alındığı çalışmasında finansal gelişmenin düzeyine göre ilişki değişmektedir. Finansal gelişmenin düşük olduğu hallerde ilişki doğrusal, finansal gelişmenin yüksek olduğu hallerde bu ilişki karmaşık bir duruma gelmektedir.

3. Türkiye’nin Tarihsel Olarak Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişmişlik Düzeyi

1980 sonrası küreselleşmenin etkisiyle birlikte tüm dünyada finansal serbestleşme ve liberalizasyon yaşanmıştır. Bu durumun etkilediği gelişmekte olan ülkeler de büyüme stratejilerini buna yönelik belirlemişlerdir. Bu ülkelerden biri olan Türkiye, finansal serbestleşme ile birlikte, kalkınma planları eşliğinde ithal ikameci büyüme politikasını terk ederek dış ticaret ve finansal gelişmelere bağlı bir büyüme politikasına geçmiştir. Türkiye ekonomisinin son 40 yıllık süreci incelendiğinde, Türkiye ekonomisinin krizlerden (1990, 1994, 2000, 2001, 2008, 2018) etkilendiği dönemlerde küçüldüğü, ürettiği çıktılarının ve katma değerinin bu dönemlerde negatif bir hal aldığı görülmektedir. Türkiye ekonomisinin yaşadığı krizler küresel sebeplerden kaynaklanabildiği gibi, ekonominin yapısal sorunlarından da kaynaklanmaktadır. Türkiye’nin cari açık ve kamu açıklarının yol açtığı ekonomik dengesizlikleri sürdürülemez hale geldiğinde, riskler ve ekonominin kırılganlığı çok artmıştır. Gelişmekte olan ülkeleri etkileyen bir sermaye çıkışı yaşanması durumunda, Türkiye bu kırılganlığı nedeniyle krizi en ağır yaşayan ülkelerden biri haline gelmektedir. Bu durum, tasarruf oranlarının görece düşüklüğü, uzun vadeli kaynak temininde yaşanan sorunlar, toplam faktör verimliliğinde yaşanan durgunluklar, döviz talebindeki dengesizlikler, bankacılık sektörünün yetersiz sermaye oranları, düzenleme eksiklikleri gibi nedenlerle ekonomik olarak darboğazlar yaratmaktadır. Özellikle Covid-19 sonrası dönemde yaşanan kredi ve talep teşvikli büyüme stratejisi sonucunda üretkenlik artışının yavaşlaması ve yüksek özel sektör borcunu ve cari açığı izleyen yüksek enflasyon ve işsizlik sorunu istikrarsızlıkların derinleşmesine neden olmuştur (Turan, 2011:56-60; Kalkınma Bakanlığı, 2018: 5; Ertuğrul ve Şelçuk, 2001:27; WB, 2023).

Türkiye ekonomisinin son 40 yılda yaşadığı değişim Grafik 1’de gösterilmiştir. Kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasıladaki büyüme oranları ile IMF’nin ülkeler için belirlediği finansal gelişmişlik endeksi, alt gösterge olarak finansal kurum endeksi ve finansal piyasa endeksi kullanılmıştır. Bu süreçteki yaşanan krizler GSYH’daki düşüşler ile kendisini göstermektedir. Finansal gelişme endeksinin değişimi incelendiğinde,

özellikle 2000-2001 krizi döneminde büyüme ile çok benzer bir eğim izlese de genel olarak yükselme trendinde olduğu gözlenmektedir. Finansal kurum endeksi büyüme eğrisine daha yakın bir değişimi ifade etse de, finansal piyasa endeksinde yaşanan değişim daha yüksek olmuştur. 1985 sonrası BIST'in faaliyete başlaması ile birlikte Türkiye'deki finansal piyasaların gelişimi başlamış, 1990'lardan sonra ise yükselen bir ivmeyle finansal gelişim hız kazanmıştır.



Kaynak: WB ve IMF verilerinden yararlanılarak yapılmıştır.

Şekil 2. Türkiye Ekonomisinde Büyüme ve Finansal Gelişmişlik Endekslerinin Değişimi (1980-2020)

Finansal Gelişmişlik Endeksinde Türkiye'nin durumunu değerlendirebilmek ve finansal gelişmişlik adına nasıl bir konumda olduğunu görebilmek adına dünya ortalamaları, gelişmiş-gelişmekte olan ve az gelişmiş ülke ortalamaları ile birlikte incelemek gerekmektedir. Buna göre, Türkiye dünya ortalamasından yüksekte ve gelişmiş ülke ekonomisi ortalamalarına da yaklaşık sonuçlara sahiptir. Finansal sistemdeki kurumların derinliğinin, finansal piyasalara erişimin ortalamalara göre epey düşük olması ve finansal piyasalardaki etkinliğin ortalamanın üstünde olması dikkat çekmektedir. Bankacılık temelli bir finansal sisteme sahip olmasına karşın, Türkiye'nin finansal kurum derinliğinin ortalamadan düşük olması düşündürücüdür. Finansal kurumların derinliğinin özel sektöre verilen krediler, emeklilik fonları, yatırım fonları ve sigorta prim verileri üzerinden hesaplandığı bilinmektedir. Tasarruf birikiminde sorun yaşanması, emeklilik fonları, yatırım fonları ve sigortacılık konusunda daha emekleme aşamasında olması nedeniyle bu sonuca ulaşılmıştır. Bu nedenle, tasarruf kültürünün yerleşmesi, fon sahiplerinin haklarının korunması ve teşvik edilmesi konusunda düzenlemeler yapılması önerilmektedir. Ayrıca, finansal piyasalara erişim kolaylaştırılmalı, hisse senedi ve tahvil piyasasına ihraçların önü açılmalı ve bu şekilde piyasa kapitalizasyon oranları ile ölçülen finansal piyasa erişim endeksi yükseltilmelidir. Belirtilen bu değerlendirmeler Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1. Finansal Gelişmişlik Endeksi (Türkiye ve Dünya Ortalamaları)

Endeksler	Türkiye	Tüm Ülkeler	Gelişmiş Ekonomiler	Gelişmekte Olan Ülkeler	Az Gelişmiş Ülkeler
Finansal Gelişmişlik Endeksi	0.50	0.32	0.62	0.33	0.15
Finansal Kurum Erişim Endeksi	0.53	0.35	0.55	0.40	0.18
Finansal Kurum Derinlik Endeksi	0.07	0.28	0.66	0.26	0.10
Finansal Kurum Etkinlik Endeksi	0.59	0.58	0.62	0.61	0.53
Finansal Kurum Endeksi	0.42	0.43	0.69	0.45	0.26
Finansal Piyasa Erişim Endeksi	0.27	0.23	0.55	0.24	0.03
Finansal Piyasa Derinlik Endeksi	0.42	0.22	0.54	0.21	0.05
Finansal Piyasa Etkinlik Endeksi	1.00	0.16	0.47	0.15	0.00
Finansal Piyasa Endeksi	0.56	0.21	0.53	0.20	0.03

Kaynak: IMF veri tabanından alınan değerlerle yapılmıştır.

Çalışmada, IMF'nin veri tabanından alınan bu endeks verileri ile Dünya Bankası'ndan alınan ekonomik büyüme verileri arasındaki ilişki incelenerek, finansal gelişmişliğin büyümenin itici gücü olup olmadığının anlaşılması amaçlanmaktadır. Bu nedenle, Toda-Yamamoto nedensellik analizine başvurularak değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir.

4. Yöntem

Çalışmada, Türkiye özelinde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmektedir. Bu nedenle IMF'nin ülke bazında yayımladığı Finansal Gelişmişlik Endeksi, Finansal Kurum Endeksi ve Finansal Piyasa Endeksinden yararlanılmıştır. Dünya Bankası verilerinden elde edilen kişi başına GSYH büyüme oranları ile gelir ve çıktı artışı değerlendirilirken, literatür incelenerek belirlenen kontrol değişkenleri ile analizin açıklama gücü arttırılmaya çalışılmıştır. Bu kontrol değişkenleri, yurtiçi tasarruflar, doğrudan yabancı yatırımlar, enflasyon, ticaret dengesi ve katma değerdir. En son yayımlanmış (1980-2020 tarihleri arasındaki) verileri Dünya Bankası veri tabanından yararlanılarak analize dahil edilmiştir.

Eviews 12 paket programı yardımıyla yapılan değerlendirmenin değişkenlerine söz konusu literatür taraması sonrası karar verilmiştir. Ekonomik büyüme ile ilgili yazına da dikkat çekilen taramada, milli gelir denklemi üzerinden bir yaklaşım geliştirilmiştir. Bir ülkenin geliri, bir ekonomide bir yılda üretilen malların piyasa değeri, alıcıların ödedikleri miktara ve üretim faktörlerinin elde ettikleri gelir toplamına göre değişebilmektedir. Milli gelir, tüketim harcamalarından, yatırım harcamalarından, hükümet alımlarından ve net ihracat düzeyinden oluşan iktisadi faaliyetler sonucunda oluşmaktadır. Bir diğer taraftan ise, girişimcilerin yarattığı katma değerden ve tasarruf-tüketim ilişkisinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, çalışmada gelir düzeyini etkileyen değişkenler olarak yurtiçi tasarrufların GSYH'ye oranı, yapılan ticaret (ihracat-ithalat) toplamının GSYH'ye oranı, doğrudan yabancı yatırımlar, enflasyon ve bireylerin, işletmelerin ürettiği ekonomik katma değer alınmıştır. Bu değişkenlerin seçilmesi ve modelin oluşturulması sırasında Demirgüç-Kunt ve Levine (1996), Jung (2017), Asteriou ve Spanos (2019), Peprah vd. (2019), Cheng vd. (2021), Bölükoğlu (2021), Nguyen vd. (2022)'nin çalışmalarından yararlanılmıştır. Çalışmada, aşağıdaki hipotezler test edilerek Türkiye için bir değerlendirme yapılması amaçlanmaktadır.

- H₀: Finansal gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi yoktur.
- H₁: Finansal gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi vardır.

İlk değerlendirme finansal gelişmişlik düzeyi ile büyüme arasındaki bağlantıyı ölçmeyi amaçlamaktadır. Sonraki değerlendirmeler ise, finansal gelişmişlik düzeyinin ve büyümenin artışında finansal kurum veya finansal piyasaların gelişiminin nasıl bir etkisi olduğundan yola çıkılarak yapılacaktır. Buna göre, çalışmanın ikinci kısmında incelenecek hipotezler aşağıdaki gibidir.

- H₀: Finansal kurumların / piyasaların gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi yoktur.
- H₁: Finansal kurumların / piyasaların gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi vardır.

Çalışmada, Toda-Yamamoto nedensellik testi bu hipotezler için test edilmiştir. Bu analizin seçilme nedeni, Granger nedensellik testinden farklı olarak değişkenlerin durağan veya değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin olup olmasının dikkate alınmamasıdır. Toda-Yamamoto durağanlık ve eşbütünleşme gibi ön testlerin değişkenler üzerinde kısıt oluşturduğunu ve ön test yanlışlıklarının seriler arasındaki ilişkileri bozduğunu belirtmişlerdir. Bu modelin yeniliği, ön test gerektirmemesi, dolayısıyla birim kök ve eş bütünleşme testleriyle ilişkili olası yanlışlığı önlemesidir (Toda ve Yamamoto, 1995:227; Wolde-Rufael, 2009:1143; Guptha ve Rao, 2018:313). Buna göre Toda-Yamamoto nedensellik testi için modelde uygulanan VAR modeli aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \alpha_{1(i+d)} Y_{t-(i+d)} + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \alpha_{2(i+d)} X_{t-(i+d)} + \epsilon_{1t}$$

$$X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \beta_{1(i+d)} Y_{t-(i+d)} + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \beta_{2(i+d)} X_{t-(i+d)} + \epsilon_{2t}$$

5. Bulgular

Finansal gelişmişlik endeksinin ekonomik büyüme ile karşılıklı etkileşimini değerlendirmeyi amaçlayan çalışmadaki verilerin tanımlayıcı istatistikleri aşağıdaki gibidir:

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

	<i>GSYH</i>	<i>FGE</i>	<i>FKGE</i>	<i>FPGE</i>	<i>YT</i>	<i>DYY</i>	<i>ENF</i>	<i>TIC</i>	<i>EKD</i>
<i>Ortalama</i>	0,027	0,348	0,285	0,398	0,247	0,009	0,390	0,431	0,280
<i>Medyan</i>	0,032	0,349	0,220	0,505	0,245	0,005	0,346	0,462	0,277
<i>Maksimum</i>	0,097	0,539	0,482	0,583	0,384	0,036	1,052	0,626	0,329
<i>Minimum</i>	-0,071	0,116	0,099	0,054	0,169	0,0002	0,062	0,170	0,234
<i>Std. Sapma</i>	0,041	0,136	0,120	0,186	0,044	0,008	0,303	0,110	0,026
<i>Çarpıklık</i>	-0,783	-0,157	0,536	-0,784	0,670	1,252	0,486	-0,313	0,228
<i>Basıklık</i>	2,982	1,629	1,787	1,936	3,961	4,107	1,926	2,428	1,891

Kişi başına GSYH'daki büyüme trendi GSYH; finansal gelişmişlik endeksi FGE; finansal kurum gelişmişlik endeksi FKGE; finansal piyasa gelişmişlik endeksi FPGE; yurtiçi tasarrufların GSYH'ye oranı YT; ticaret (ihracat-ithalat) toplamının GSYH'ye oranı TIC; doğrudan yabancı yatırımları DYY; enflasyonu ENF; ekonomik katma değeri EKD kısaltmalarıyla modele dahil edilmiştir.

Toda- Yamamoto (1995) nedensellik testindeki ilk aşama maksimum entegrasyon derecesinin (dmax) ADF Birim Kök Testinden yararlanılarak belirlenmesidir. Buna göre, her seri için entegrasyon sırası bulunması gerekmektedir. Modelde yer alan FGE, FKGE, FPGE, YT, DYY, ENF, TIC, EKD değişkenlerinin birinci farklarında, kişi başına GSYH değişkeninin ise düzeyde durağan olduğu görülmektedir. Buna göre serilerin maksimum entegrasyon derecesi (dmax) "1" olarak bulunur.

Tablo 3. Augmented Dickey-Fuller Test

	<i>Sabit ve Trendsiz</i>		<i>Sabit Terimli</i>		<i>Sabit Terimli ve Trendli</i>		<i>Entegrasyon Derecesi</i>
	<i>Test İst.</i>	<i>Olas.</i>	<i>Test İst.</i>	<i>Olas.</i>	<i>Test İst.</i>	<i>Olas.</i>	
<i>GSYH (0)</i>	-4,766	0,000*	-6,918	0,000*	-6,827	0,000*	I (0)
<i>FGE (0)</i>	2,016	0,988	-0,998	0,744	-3,367	0,070	
<i>FGE (1)</i>	-6,247	0,000*	-7,272	0,000*	-7,197	0,000*	I (1)
<i>FKGE (0)</i>	-0,533	0,826	-0,352	0,907	-2,338	0,403	
<i>FKGE (1)</i>	-2,500	0,013*	-2,567	0,010*	-2,891	0,017*	I (1)
<i>FPGE (0)</i>	1,200	0,938	-1,629	0,458	-1,319	0,868	
<i>FPGE (1)</i>	-5,939	0,000*	-6,537	0,000*	-6,717	0,000*	I (1)
<i>YT (0)</i>	-0,368	0,545	-2,422	0,142	-2,338	0,404	
<i>YT (1)</i>	-8,493	0,000*	-8,382	0,000*	-8,440	0,000*	I (1)
<i>DYY (0)</i>	-1,218	0,200	-2,201	0,209	-2,727	0,231	
<i>DYY (1)</i>	-5,900	0,000*	-5,832	0,000*	-5,773	0,000*	I (1)
<i>ENF (0)</i>	-1,940	0,051	-1,962	0,301	-2,061	0,550	
<i>ENF (1)</i>	-7,544	0,000*	-7,421	0,000*	-7,267	0,000*	I (1)
<i>TIC (0)</i>	1,037	0,918	-1,957	0,303	-4,671	0,003*	
<i>TIC (1)</i>	-5,610	0,000*	-5,980	0,000*	-5,895	0,000*	I (1)
<i>EKD (0)</i>	0,292	0,765	-2,224	0,201	-2,608	0,278	
<i>EKD (1)</i>	-5,825	0,000*	-5,742	0,000*	-5,621	0,000*	I (1)

Notlar: * Birim kök sıfır hipotezinin %5 seviyesinde reddildiğini göstermektedir.

Modeldeki ikinci aşama ise, gecikme uzunluğunun (k) VAR modeliyle belirlenmesi, bütünleşme derecesi ile gecikme uzunluğunun toplamı ile (k+dmax) VAR modelinin tahminlenmesidir. Bu tahminleme sırasında, finansal gelişmişliğin, finansal kurum gelişmişliğinin ve finansal piyasa gelişmişliğinin ekonomik büyüme ile etkileşimi için 3 ayrı model kurulmuştur. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisi ile ilgili VAR modeline aşağıda yer verilmiştir. Diğer iki modelde FGE yerine finansal kurum gelişmişliğini gösteren FKGE, finansal piyasa gelişmişliğini gösteren FPGE kullanılmış ve VAR modeli bu denklemlere göre kurgulanmıştır.

$$GSYH_t = A_0 + A_1GSYH_{(t-1)} + A_2GSYH_{(t-2)} + A_3GSYH_{(t-3)} + A_4GSYH_{(t-4)} + A_5FGE_{(t-1)} + A_6FGE_{(t-2)} + A_7FGE_{(t-3)} + A_8FGE_{(t-4)} + A_9YT_{(t-1)} + A_{10}YT_{(t-2)} + A_{11}YT_{(t-3)} + A_{12}YT_{(t-4)} + A_{13}DYY_{(t-1)} + A_{14}DYY_{(t-2)} + A_{15}DYY_{(t-3)} + A_{16}DYY_{(t-4)} + A_{17}ENF_{(t-1)} + A_{18}ENF_{(t-2)} + A_{19}ENF_{(t-3)} + A_{20}ENF_{(t-4)} + A_{21}TIC_{(t-1)} + A_{22}TIC_{(t-2)} + A_{23}TIC_{(t-3)} + A_{24}TIC_{(t-4)} + A_{25}EKD_{(t-1)} + A_{26}EKD_{(t-2)} + A_{27}EKD_{(t-3)} + A_{28}EKD_{(t-4)} + A_{29}$$

Toda-Yamamoto modelinde değişkenler arasında karşılıklı etkileşimin de belirlenmesi söz konusudur. Çift taraflı nedensellik ilişkisinin varlığının sorgulandığı bu modelin gösterimi aşağıdaki gibi özetlenebilir:

$$\begin{matrix} \text{GSYH}_t \\ \text{FGE}_t \\ \text{FKGE}_t \\ \text{FPGE}_t \\ \text{YT}_t \\ \text{DYY}_t \\ \text{ENF}_t \\ \text{TIC}_t \\ \text{EKD}_t \end{matrix} = A_0 + A_1 \begin{matrix} \text{GSYH}_{t-1} \\ \text{FGE}_{t-1} \\ \text{FKGE}_{t-1} \\ \text{FPGE}_{t-1} \\ \text{YT}_{t-1} \\ \text{DYY}_{t-1} \\ \text{ENF}_{t-1} \\ \text{TIC}_{t-1} \\ \text{EKD}_{t-1} \end{matrix} + A_2 \begin{matrix} \text{GSYH}_{t-2} \\ \text{FGE}_{t-2} \\ \text{FKGE}_{t-2} \\ \text{FPGE}_{t-2} \\ \text{YT}_{t-2} \\ \text{DYY}_{t-2} \\ \text{ENF}_{t-2} \\ \text{TIC}_{t-2} \\ \text{EKD}_{t-2} \end{matrix} + A_3 \begin{matrix} \text{GSYH}_{t-3} \\ \text{FGE}_{t-3} \\ \text{FKGE}_{t-3} \\ \text{FPGE}_{t-3} \\ \text{YT}_{t-3} \\ \text{DYY}_{t-3} \\ \text{ENF}_{t-3} \\ \text{TIC}_{t-3} \\ \text{EKD}_{t-3} \end{matrix} + A_4 \begin{matrix} \text{GSYH}_{t-4} \\ \text{FGE}_{t-4} \\ \text{FKGE}_{t-4} \\ \text{FPGE}_{t-4} \\ \text{YT}_{t-4} \\ \text{DYY}_{t-4} \\ \text{ENF}_{t-4} \\ \text{TIC}_{t-4} \\ \text{EKD}_{t-4} \end{matrix} + \begin{matrix} \epsilon \text{GSYH}_t \\ \epsilon \text{FGE}_t \\ \epsilon \text{FKGE}_t \\ \epsilon \text{FPGE}_t \\ \epsilon \text{YT}_t \\ \epsilon \text{DYY}_t \\ \epsilon \text{ENF}_t \\ \epsilon \text{TIC}_t \\ \epsilon \text{EKD}_t \end{matrix}$$

Kriterlerden alınan gecikme uzunluğundan VAR modelinin sırası (k) tanımlanmaktadır. Yapılan analizlerde her üç modelin de gecikme uzunluğu "3" olarak belirlenmiştir. Belirlenme kriterleri ve gecikme uzunlukları aşağıdaki tabloda ifade edilmektedir.

Tablo 4. VAR Modeli Gecikme Uzunluklarına Ait Kriter Değerlerinin Seçimi

1. Model: Finansal Gelişmişlik Endeksi (FGE) – Ekonomik Büyüme (GSYH) İlişkisi						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	482.4779	NA	3.19e-20	-25.02515	-24.72349	-24.91783
1	649.2567	263.3348	6.79e-23	-31.22403	-28.81075*	-30.36541
2	704.5686	66.95661	6.39e-23	-31.55624	-27.03133	-29.94632
3*	792.5531	74.09217*	1.88e-23*	-33.60806*	-26.97152	-31.24683*
2. Model: Finansal Kurum Gelişmişlik Endeksi (FKGE) – Ekonomik Büyüme (GSYH) İlişkisi						
0	473.9576	NA	5.00e-20	-24.57671	-24.27505	-24.46938
1	639.4275	261.2683	1.14e-22	-30.70671	-28.29342*	-29.84808
2	700.9034	74.41829*	7.75e-23	-31.36334	-26.83843	-29.75341
3*	768.8449	57.21386	6.56e-23*	-32.36026*	-25.72372	-29.99903*
3. Model: Finansal Kurum Gelişmişlik Endeksi (FPGE) – Ekonomik Büyüme (GSYH) İlişkisi						
0	459.1715	NA	1.09e-19	-23.79850	-23.49684	-23.69117
1	636.1522	279.4431*	1.35e-22	-30.53433	-28.12104*	-29.67570
2	690.1378	65.35107	1.37e-22	-30.79673	-26.27182	-29.18680
3*	765.1326	63.15348	7.98e-23*	-32.16487*	-25.52834	-29.80365*

Vektör Otoregresyon (VAR) modeli bütünleşme derecesi ile gecikme uzunluğunun toplamı (k+dm_{ax}) aracılığıyla VAR modelinin tahminlenmesidir. Analiz sonucunda (k+dm_{ax})=(3+1=4) ile bir Toda-Yamamoto modeli kurulmuştur.

LM Otokorelasyon Testi ile değişkenlerde otokorelasyon olup olmadığı belirlenmiştir. Modelin otokorelasyon probleminin olmadığını gösteren LM Otokorelasyon Testinde p değeri 0,116 olarak bulunmuştur. (0,116 > 0,05). Ayrıca AR polinomlarının ters kökleri incelenmiş ve köklerin birim çember içinde olduğu tespit edilmiştir. Böylece VAR modelinin kararlılık koşulunu sağladığı tespit edilmiştir.

Tablo 5. Toda-Yamamoto Nedensellik Test Sonuçları

H ₀ Hipotezi	Ki-Kare İst.	Olas.	Nedensellik
FGE, GSYH'nin nedeni değildir.	12,27008	0,00651*	Nedensellik vardır.
GSYH, FGE'nin nedeni değildir.	73,33061	0,00000*	Nedensellik vardır.
FKGE, GSYH'nin nedeni değildir.	12,31797	0,00211*	Nedensellik vardır.
GSYH, FKGE'nin nedeni değildir.	158,1273	0,00000*	Nedensellik vardır.
FPGE, GSYH'nin nedeni değildir.	1,09084	0,77928	Nedensellik yoktur.
GSYH, FPGE'nin nedeni değildir.	8,774142	0,03245*	Nedensellik vardır.
YT, GSYH'nin nedeni değildir.	13,9092	0,00303*	Nedensellik vardır.
GSYH, YT'nin nedeni değildir.	86,24215	0,00000*	Nedensellik vardır.
DYY, GSYH'nin nedeni değildir.	15,08721	0,00174*	Nedensellik vardır.
GSYH, DYY'nin nedeni değildir.	12,94609	0,00475*	Nedensellik vardır.
ENF, GSYH'nin nedeni değildir.	13,55430	0,00357*	Nedensellik vardır.
GSYH, ENF'nin nedeni değildir.	89,80759	0,00000*	Nedensellik vardır.
TIC, GSYH'nin nedeni değildir.	21,32458	0,00000*	Nedensellik vardır.
GSYH, TIC'nin nedeni değildir.	25,23886	0,00000*	Nedensellik vardır.
EKD, GSYH'nin nedeni değildir.	13,96617	0,00295*	Nedensellik vardır.
GSYH, EKD'nin nedeni değildir.	39,56394	0,00000*	Nedensellik vardır.

Notlar: * Sıfır hipotezinin %5 seviyesinde reddedildiğini göstermektedir.

Değişkenler arasında nedensellik ilişkisi olmadığını belirten H₀ hipotezinin reddedilmesi ile değişkenler arasında nedensellik ilişkisi olduğu kabul edilir. Dolayısıyla ekonomik büyüme ile finansal gelişmişlik endeksinin ve finansal kurum gelişmişlik endeksinin çift taraflı nedensellik ilişkisi içerisinde olduğu belirlenmiştir. Ancak, finansal piyasa gelişmişlik endeksi ile ekonomik büyüme arasında tek taraflı bir nedensellik ilişkisi olduğu, bu ilişkinin yönünün de büyümeden finansal sistem gelişmişliğine doğru olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, kontrol değişkenleri olarak ele alınan, yurtiçi tasarrufların, doğrudan yabancı yatırımların, ticaretin, ekonomik katma değer, enflasyonun ekonomik büyüme ile çift taraflı nedensellik ilişkisi içerisinde olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

6. Sonuç ve Tartışma

Çalışmada, Türkiye için Toda-Yamamoto yöntemi uygulanarak, ekonomik büyüme ve finansal gelişmişliğin karşılıklı etkileşimi değerlendirilmeye çalışılmıştır. Ampirik bulgular, ekonomik büyümenin finansal gelişmişlik endeksi ile çift taraflı nedenselliğe sahip olduğunu göstermektedir. Çalışmada, arz yönlü hipotezleri destekleyerek finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi sağladığı savı ile birlikte, talep yönlü hipotezleri destekleyerek ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi sağladığı savı da ileri sürülmüştür. Bu bulgular, finans literatürü ile uyumlu sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Peia ve Roszbach (2015), Türkoğlu (2016), Nguyen vd. (2022), Çeştepe ve Tatar (2022), çift taraflı nedenselliği destekleyen bulgular bulmuştur. Buna göre, finansal olarak gelişmiş ülkeler kaynakları etkin kullanarak, verimli yatırımlara dönüştürerek ekonomik büyüme sağlamak ve döngüsel olarak bu büyüme finansal piyasaların ve kurumların çeşitlenmesine, derinleşmesine ve erişimin arttırılarak finansal gelişmeye yol açmaktadır. Türkiye gibi bankacılık sektörünün finansal aracılık sistemini domine ettiği, finansal sistem gelişimini finansal kurumların gelişimiyle sağlayan ülkelerde beklenildiği üzere, ampirik sonuçlar sistem gelişimi ile benzeşmekte ve finansal kurum gelişiminin ekonomik büyüme ile çift taraflı nedensellik ilişkisi içinde olduğunu göstermektedir. Finansal piyasalar için ise ekonomik büyümeden finansal piyasaların gelişmişliğine doğru tek yönlü bir nedensellik bulunmuştur. Ekonomik büyüme yatırımcıların finansal sisteme güvenmesini, sağlayarak, tasarruf arz edenlerle talep edenlerin çeşitli finansal araçlarla piyasalarda bir araya gelmesinin ve bu şekilde finansal piyasaların gelişmesinin önünü açmaktadır. Yabancı sermayenin de, ekonomik olarak istikrarlı bir finansal sisteme sahip ülkelere yatırım yapmayı seçmesi de bu etkiyi güçlendirmektedir. Çalışmada ele alınan kontrol değişkenleri olan yurtiçi tasarrufların, doğrudan yabancı yatırımların, mal ve hizmet ticaretinin, ekonomik katma değer ve enflasyonun ekonomik büyüme ile çift taraflı nedensellik ilişkisi içerisinde olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Buna göre, bu değerlerde yaşanan bir değişimin ekonomik büyüme üzerinde bir etkisi olduğu gibi tam tersi ekonomik büyüme üzerindeki bir değişimin bu değerler üzerinde de bir etkisi bulunmaktadır.

Finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme için arzu edilen bir durum olduğu genel finans literatüründe kabul görse de son yıllarda yapılan ampirik çalışmalar karmaşık sonuçlar bulmuşlardır. Günümüzde gelişmekte olan ülkelerin finansal gelişmesinin sürdürülebilir ve dengeli bir büyüme etkisi yaratması için belirli düzenlemelerin yapılması gerektiği bilinmektedir. Finansın kalkınmadaki olumlu etkisinin ortaya çıkması için, gelişmekte olan ülkelere biri olan Türkiye'nin de bu konuda belirli adımlar atması gerekmektedir. Çalışmadaki ampirik bulguların da gösterdiği gibi, Türkiye'deki finansal gelişmişlik ekonomik büyüme ile birbirini besleyen bir yapıdadır. Bu nedenle finansal gelişmişliğin ekonomik büyümenin itici gücü olması adına yapılması gerekenler; finansal araçların ve araçların çeşitlenmesi, piyasaların derinleşmesi, finansal hizmetlerin doğru verilmesi, finansal kurumların yatırımcıyı koruyacak şekilde düzenlenmesi, hukuksal altyapının gündemi takip ederek farklılaşan çağa ve finansal araçlara uyum sağlaması, finansa erişimi az olan kesimlerin teşvik edilmesi, atıl fonların verimli yatırımlara dönüştürülmesi için fon fazlası olanlarla fon arzu edenleri biraraya getirecek yeni aracılık hizmetlerinin ve yeni finansal araçların kullanımının kolaylaşması, ülkemizde henüz gelişme aşamasında olan emeklilik fonları, sigortacılık faaliyetleri gibi tasarruf kaynaklarının güçlendirilmesi ve kolay anlaşılır ve uygulanır bir hale getirilmesi, paya dayalı kitle fonlama gibi alternatif finansman kaynaklarına doğru gelişen finansal sistemin teşvik edilmesidir. Bu noktada birçok yazarın dikkat çektiği konu, finansın çok fazla derinleşmesi, finansal araçların ve araçların kontrolsüz çeşitlenmesi, finansal hizmetlerin doğru verilmemesi ve dolayısıyla yanlış bir finansal genişlemenin yaşanıp yaşanmamasıdır (Arcand vd., 2015:109). Aslında, buradaki temel konu finansın çok büyümesi değil, yanlış şekilde, kontrolsüz ve kuralsız bir genişlemenin ülkelerin finansal sistemlerinde risklere ve kırımlara yol açmasıdır. Finansal gelişmişliğin ülke ekonomilerinin büyümesine olan olumlu etkisini görmezden gelmek yerine bu konuda kalıcı çözümler üretilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için kontrollü bir finansal kurum, finansal piyasa ve bütün olarak finansal sistem gelişmesi önerilmektedir. Bu çalışmanın en önemli kısıtı, araştırma sonuçlarının Türkiye ile sınırlandırılmış olmasıdır. Çalışmanın gelişmekte olan ülkelerdeki finansal gelişim ve büyüme arasındaki etkileşimi doğru değerlendirebilmek adına, doğrulanan araştırma modelinin, gelecekteki muhtemel araştırmalarda farklı ülkeler bazında uygulanması ve sınanması ile literatüre önemli katkılar sağlayacağı değerlendirilmektedir.

Kaynakça

- Aiyar, S., Duval, R., Puy, D., Wu, Y., & Zhang, L. (2018). Growth Slowdowns and the Middle-Income Trap, *Japan & The World Economy*, 48, 22-37. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2018.07.001>.
- Arcand, J., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too Much Finance?, *J Econ Growth*, 20, 105-148. doi:10.1007/s10887-015-9115-2. DOI:10.1007/s10887-015-9115-2
- Aslan, Ö. & Korap, L. (2006). Türkiye'de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi, *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, 1-20.
- Asteriou, D. & Spanos, K. (2019). The Relationship between Financial Development and Economic Growth during the Recent Crisis: Evidence from the EU, *Finance Research Letters*, 28, 238-245. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.05.011>.
- Bölükoğlu, A. (2021). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Doğrusal Olmayan İlişki: IMF Finansal Gelişmişlik Endeksi ile Yeni Bulgular, *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 2021, 6(2), 385-402, DOI: 10.30784/epfad.962307
- Cecchetti, S. & Kharroubi, E. (2012). Reassessing the Impact of Finance on Growth, *BIS Working Paper*, No 381. <https://www.bis.org/publ/work381.pdf>
- Cheng, C., Chien, M., & Lee, C. (2021). ICT Diffusion, Financial Development, and Economic Growth: An International Cross-Country Analysis, *Economic Modelling*, 94, 662-671. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.008>.
- Cihak, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). Benchmarking Financial Systems Around the World, *The World Bank Policy Research Working Paper*, 6175. <https://documents.worldbank.org/pt/publication/documents-reports/documentdetail/868131468326381955/benchmarking-financial-systems-around-the-world>.

- Cizo, E., Lavrinenko, O., & Ignatjeva, S. (2020). Analysis of the Relationship Between Financial Development and Economic Growth in the EU Countries, *Insights into Regional Development*, 2020, 2(3), 645 - 660. DOI: 10.9770/ird.2020.2.3(3).
- Çeştepe, H. & Tatar, H. (2022). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Kırılgan Beşli Ülkeleri için Asimetrik Panel Nedensellik Analizi, *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(1), 542-560. <https://doi.org/10.30798/makuiibf.913434>
- Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (1996). Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts, *The World Bank Economic Review*, 10(2), 291-321. <https://www.jstor.org/stable/3990064>
- Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1996). Stock Market Development and Financing Choices of Firms, *The World Bank Economic Review*, 10(2), 341-369. <https://www.jstor.org/stable/3990066>
- Erataş-Sönmez, F. & Sağlam, Y. (2019). Economic Growth for Developing Countries: Panel Causality Analysis, *Sosyoekonomi*, 27(42), 87-106.
- Ertuğrul, A. & Selçuk, F. (2001). Financial Markets, Disinflation Policies, and Economic Restructuring in Turkey, *Russian & East European Finance and Trade*, 37(6), 6-30.
- Eyüboğlu, K. & Akan, K. (2020). Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: RALS-EG Eşbütünlük Testi, *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 22(4), 974-988. <https://doi.org/10.32709/akusosbil.627788>
- Fitzgerald, V. (2006). *Financial Development and Economic Growth: A Critical View*. Background Paper For World Economic and Social Survey, Oxford University, http://www.un.org/en/development/desa/policy/wess/wess_bg_papers/bp_wess2006_fitzgerald.pdf
- Gregorio, J. & Guidotti, P. (1992). Financial Development and Economic Growth, *IMF Working Paper*, 92/101. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Financial-Development-and-Economic-Growth-851>.
- Gründler, K. (2015). The Vanishing Effect of Finance on Growth, *Discussion Paper Series*, No 133, Julius Maximilian University of Würzburg, Chair of Economic Order and Social Policy, Würzburg. <http://hdl.handle.net/10419/125135>
- Guptha, K. & Rao, R. (2018). The Casual Relationship Between Financial Development and Economic Growth: An Experience With BRICS Economies, *Journal of Social and Economic Development*, 20, 308-326. <https://doi.org/10.1007/s40847-018-0071-5>
- Guru, B. K. & Yadav, I. S. (2018). Financial Development and Economic Growth: Panel Evidence from BRICS, *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 24(47), 113-126. DOI: 10.1108/JEFAS-12-2017-0125.
- Güneş, S. (2013). Finansal Gelişmişlik ve Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 14(1), 73-85. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/doujournal/issue/66668/1043094>
- Hsueh, S., Hu, Y., & Tu, C. (2013). Economic Growth and Financial Development in Asian Countries: A Bootstrap Panel Granger Causality Analysis, *Economic Modelling*, 32, 294-301. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2013.02.027>
- Jung, S. (2017). Financial Development and Economic Growth: Evidence from South Korea Between 1961 and 2013, *International Journal of Management, Economics and Social Sciences*, 6(2), 89-106.
- Kalkınma Bakanlığı. (2018). *On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023)*. Özel İhtisas Komisyonu Raporu. Ankara.
- Levine R. (2005). *Finance and Growth: Theory and Evidence*. In Aghion, P. & Durlauf, S. (Eds.), *Handbook of Economic Growth*, 1, (pp. 865–934).
- Luintheil, K., Khan, M., Arestis, P. & Theodoridis, K. (2008). Financial Structure and Economic Growth, *Journal of Development Economics*, 86, 181-200, doi:10.1016/j.jdeveco.2007.11.006.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: The Brookings Institute.

- Merton, R.C. & Bodie, Z. (1995). *A Conceptual Framework For Analyzing The Financial Environment*. In Crane, D.B., et al.(Eds.), *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Harvard Business School Press, Boston, MA, (pp. 3-31).
- Nguyen, H., Le, Q., Ho, C., Nguyen, T. & Vo, D. (2022). Does Financial Development Matter for Economic Growth in the Emerging Markets?. *Borsa İstanbul Review*, 22(4), 688-698. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.10.004>
- Peia, O. & Roszbach, K. (2015). Finance and Growth: Time Series Evidence on Causality, *Journal of Financial Stability*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfs.2014.11.005>
- Peprah, J., Ofori, I., & Asomani, A. (2019). Financial Development, Remittances and Economic Growth: A Threshold Analysis, *Cogent Economics & Finance*, 7(1), DOI: 10.1080/23322039.2019.1625107.
- Poghosyan, T. (2022). Financial Development and Growth in the Caucasus and Central Asia, *IMF Working Paper*, 22/134
- Rousseau, P. & Wachtel, P. (2011). What is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth?, *Economic Inquiry*, 49(1). <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2009.00197.x>
- Sahay, R., Č. M., N'diaye, P., & Barajas, A. (2015). Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets, *IMF Staff Discussion Notes*, 17(33), 73-107. <https://doi.org/10.18601/01245996.v17n33.04>.
- Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford.
- Stulz, R. (2001). *Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective*. In: Demircug-Kunt, A. and Levine, R., (Eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, (pp. 143-188), Cambridge, MA, MIT Press.
- Svirydzenka, K. (2016). Introducing a New Broad-based Index of Financial Development, *IMF Working Paper*, WP 16/5. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Introducing-a-New-Broad-based-Index-of-Financial-Development-43621>
- Tadesse, T. & Abafia, J. (2019). The Causality Between Financial Development and Economic Growth in Ethiopia: Supply Leading vs Demand Following Hypothesis. *Journal of Economics and Financial Analysis*, 3(1), 87-115. DOI:10.1991/jefa.v3i1.a25
- Toda, H. & Yamamoto, T. (1995). Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes, *Journal of Econometrics*, 66, 225-250. [http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304-4076\(94\)01616-8](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304-4076(94)01616-8).
- Turan, Z. (2011). Dünyadaki ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi, *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(1), 56-80. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/niguiibfd/issue/19748/211370>
- Türkoğlu, M. (2016). Türkiye'de Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeye Etkileri: Nedensellik Analizi, *Neveşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi*, 6(1), 84-93. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/184937>
- Valickova, P., Havranek, T., & Horvath, R. Financial Development and Economic Growth: A Meta-Analysis, *Journal of Economic Surveys*, 29(3), 506-526. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2302862>
- Wolde-Rufael, Y. (2009). Re-examining the Financial Development and Economic Growth Nexus in Kenya, *Economic Modelling*, 26, 140-1146. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2009.05.002>
- World Bank. (2019). *Global Financial Development Report 2019/2020: Bank Regulation and Supervision a Decade After the Global Financial Crisis*, Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-1447-1.
- World Bank. (2023). *Turkey Overview: Development News, Research, Data*. <https://www.worldbank.org/en/country/turkey/overview>.
- World Economic Forum (2011). *The Financial Development Report*. World Economic Forum USA.