

T.C.
NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**FİNANSAL GELİŞME İLE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ:
BORSA İSTANBUL'DA SEKTÖREL BİR UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Beste Selin ÖZTEKİN

Danışman
Doç. Dr. Mert TOPCU

NEVŞEHİR

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Tezi Hazırlayan

Beste Selin ÖZTEKİN

TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK

“FİNANSAL GELİŞME İLE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ: BORSA İSTANBUL’DA SEKTÖREL BİR UYGULAMA” adlı Yüksek Lisans tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.



Bankacılık ve Finans Ana Bilim Dalı Başkanı

Dr. Öğretim Üyesi Anıl BÖLÜKOĞLU

KABUL VE ONAY

Doç. Dr. Mert TOPCU danışmanlığında Beste Selin ÖZTEKİN tarafından hazırlanan “Finansal Gelişme ile Firma Performansı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul’da Sektörel Bir Uygulama” adlı bu çalışma, jürimiz tarafından Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Ana Bilim Dalı’nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

01 / 03 / 2021

JÜRİ

İMZA

Danışman : Doç Dr. Mert TOPCU

Üye : Doç. Dr. Ulaş ÜNLÜ

Üye : Doç. Dr. Ersan ERSOY

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun /..... / tarih ve sayılı Kararı ile onaylanmıştır.

..... /..... /

Doç. Dr. Lokman TANRIKULU

Enstitü Müdürü

ÖZET
FİNANSAL GELİŞME İLE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ:
BORSA İSTANBUL'DA SEKTÖREL BİR UYGULAMA

Beste Selin ÖZTEKİN

**Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans
Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans, Mart 2021**

Danışman: Doç. Dr. Mert TOPCU

Bu çalışmanın amacı, 1990-2017 döneminde Türkiye’de finansal gelişme ile firma performansı arasındaki ilişkinin analiz edilmesidir. Bu kapsamda kurulan modeller aracılığıyla üç ayrı sektörde yer alan firmalara odaklanılmış ve bu firmaların performansı ile finansal gelişme arasındaki ilişki Dumitrescu ve Hurlin (2012) tarafından yatay kesit bağımlılığını dikkate alarak geliştirilen heterojen panel nedensellik testi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçları Türkiye’deki firmalarda genel olarak arz itişli hipotezin geçerli olduğunu ve firma performansının finansal gelişmeye tepki verdiğini göstermektedir. Sektör bazlı sonuçlar ise mali kuruluşlar hariç diğer sektörlerde finansal gelişme ve firma performansı arasındaki ilişkinin finansal gelişme kaynağı ya da firma performansı göstergesine göre değişken olduğuna işaret etmektedir. Çalışmadan elde edilen bulgular ışığında firma ve sektör bazlı politika çıkarımları yapılmış ve politika yapıcılar ile karar alıcılara mikro temelli öneriler sunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Finansal gelişme, firma performansı, panel nedensellik.

ABSTRACT
THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND FIRM
PERFORMANCE:
SECTORAL EVIDENCE FROM BORSA ISTANBUL

Beste Selin Öztekin

**Nevşehir Hacı Bektaş Veli University, The institute of Social Sciences, Banking and
Finance Department, M.A., March,2021**

Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Mert TOPCU

The goal of this thesis is to investigate the relationship between financial development and firm performance in Turkey over the period 1990-2017. To this end, empirical models raised herein focus on firms categorized under three sectors to examine the causality nexus between financial development and firm performance using Dumitrescu and Hurlin (2012) heterogeneous panel causality test which also takes cross sectional dependence into account. Empirical results indicate the common validity of the supply-leading hypothesis for Turkish firms, confirming the response of firm performance to financial development. Sector specific results, on the other hand, reveal that the relationship between financial development and firm performance is volatile across either financial development source or firm performance proxy. In the light of the findings obtained from this thesis, firm- and sector-level policy implications have been made and micro-level suggestions have been discussed for the consideration of policy makers as well as decision makers.

Keywords: Financial development, firm performance, panel causality.

TEŞEKKÜR

Yüksek lisans sürecim ve tez çalışmalarım boyunca tüm bilgi ve tecrübesini en ince ayrıntılarına kadar bana aktaran, yüksek lisans tezimin her aşamasıyla yakından ilgilenen, geçirdiğimiz bu zor günlerde oldukça sıkıntılı bir süreç olan uzaktan eğitim boyunca hiçbir sorumu cevapsız bırakmayan, desteğini ve ilgisini bir an bile esirgemeyen sayın hocam tez danışmanım Doç. Dr. Mert TOPCU'ya gösterdiği sonsuz sabır ve emek için teşekkürlerimi sunuyorum.

Hayallerimin peşinden koşmayı bana öğreten, bu süreç boyunca beni bir an olsun yalnız bırakmayan, kendisini her alanda örnek aldığım, bana önce yürümeyi sonra da emin adımlarla koşmayı öğreten, her kadına örnek olacak duruşu ile hakkını asla ödeyemeyeceğim anneme ve eğitim öğretim hayatım boyunca bana destek veren babama sonsuz teşekkürlerimle.

Beste Selin ÖZTEKİN

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK.....	i
TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK.....	ii
KABUL VE ONAY.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL GELİŞME

1.1.TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEM.....	1
1.2.FİNANSAL GELİŞME.....	10
1.2.1.Finansal Gelişme Göstergeleri.....	11

İKİNCİ BÖLÜM

TEORİK ÇERÇEVE VE LİTERATÜR TARAMASI

2.1.TEORİK ÇERÇEVE.....	16
2.1.1.FİNANSAL GELİŞME-EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ.....	17
2.1.1.1.FONKSİYONEL YAKLAŞIM.....	17
2.1.1.2.NEDENSELLİK YAKLAŞIMI.....	21
2.1.2. EKONOMİK BÜYÜME VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	22
2.1.3.FİNANSAL GELİŞME VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	25
2.2.LİTERATÜR ARAŞTIRMASI.....	29
2.2.1.FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	29
2.2.2. EKONOMİK BÜYÜME VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	34
2.2.3. FİNANSAL GELİŞME VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	38

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA ÇERÇEVESİ VE AMPİRİK ÇERÇEVE

3.1.ÇALIŞMANIN AMACI ve ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ.....	42
3.2.ÇALIŞMANIN KAPSAMI VE SINIRLILIKLARI.....	43
3.3.AMPİRİK ÇERÇEVE	43
3.3.1. MODEL VE VERİ	43
3.3.2.YÖNTEM VE BULGULAR	46
3.4.POLİTİKA ÇIKARIMI VE TARTIŞMALAR.....	54
SONUÇ.....	59
KAYNAKÇA.....	62



TABLOR LİSTESİ

Tablo 1.1. Finansal Gelişme Göstergeleri: Lynch (1996) Yaklaşımı.....	11
Tablo 1.2. Finansal Gelişme Göstergeleri: Čihák vd. (2013) Yaklaşımı	12
Tablo 1.3. Finansal Gelişme Göstergeleri: Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2000) Yaklaşımı	13
Tablo 2.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Literatürü	33
Tablo 2.2. Ekonomik Büyüme ve Firma Performansı Literatürü.....	37
Tablo 2.3. Finansal Gelişme ve Firma Performansı Literatürü	41
Tablo 3.1. Analize Dahil Edilen Firmalar ve Sektörlere Göre Dağılımı	45
Tablo 3.2. Analizde Kullanılan Değişkenler	46
Tablo 3.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	48
Tablo 3.4. Birim Kök Testi Sonuçları.....	50
Tablo 3.5. Havuzlanmış Panele Ait Nedensellik Bulguları.....	51
Tablo 3.6. İmalat Sanayine Ait Nedensellik Bulguları	52
Tablo 3.7. Mali Kuruluşlara Ait Nedensellik Bulguları.....	53
Tablo 3.8. Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar Otellere Ait Nedensellik Bulguları	54
Tablo 3.9. Sektör Bazlı Nedensellik Bulguları.....	55
Tablo 3.10. İlişki Bazlı Nedensellik Bulguları	55

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Finansal Gelişme Endeksi – Genel Bakış.....	15
Şekil 2.1.Finans ve Büyüme ilişkisine teorik bir yaklaşım	19
Şekil 2.2. Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme ve Firma Performansı İlişkisi	29



KISALTMALAR LİSTESİ

- AR-GE : Araştırma-Geliştirme
- BİST : Borsa İstanbul
- bknz. : bakınız
- fd : Finansal Gelişme Endeksi
- fi : Finansal Kurumlar Endeksi
- fm : Finansal Piyasalar Endeksi
- GEGP : Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
- GSMH : Gayri Safi Milli Hasıla
- GSYH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
- IMF : Uluslararası Para Fonu
- İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- roa : Aktif Karlılık Oranı
- roe : Özkaynak Karlılık Oranı
- TCMB : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
- vb. : ve benzeri
- vd. : ve diğerleri

GİRİŞ

Bir ülkenin ekonomik gidişatı o ülkenin refah seviyesini de belirlemektedir. Bu nedenle ekonomik büyüme ile refah seviyesi arasında yüksek bir korelasyon mevcuttur. Yüksek bir refah seviyesine ulaşabilmek için büyümenin uzun süreli ve istikrarlı bir şekilde sürdürülmesi en önemli koşuldur. Makroekonomik göstergelerin (üretim, işsizlik vb.) tek başına büyümeyi uzun vadede sürdürülebilir kılmaması mümkün değildir. Bu sebeple bu alanda yapılan çalışmalarda finansal sektör ile ilgili de farklı göstergeler/fonksiyonlar kullanılmıştır. Eğer bir ülkenin ekonomisinde finansal kurumlar ve finansal araçların çeşitliliği fazla ise o ekonomide finansal sistem ekonomik büyümeyi olumlu etkileyecektir. Gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş olan ülkeler bu konuda farklılık göstermektedir.

Finans ve ekonomi bilim dallarının ortak konusu olan finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki hiç kuşkusuz literatürde çok önemli bir yere sahiptir ve bilimsel çalışmalara da sıklıkla konu olmaktadır. Ancak finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü ve şiddeti hakkında yapılan çalışmalarda açık bir fikir birliğine varılamamıştır. Ancak gelişmekte olan ülkeler üzerine yapılan çalışmaların genelinde arz itişli hipotezin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır (örneğin, bkz: Gregorio ve Guidotti, 1995; Demetriades ve Hussein, 1996; Calderon ve Liu, 2003; Pata ve Alperen, 2018; vd.).

Makroekonomik göstergelerin ön planda olduğu çalışmalarda mikroekonomik göstergeler göz ardı edilmiş, yazında bu konudaki çalışmalar yetersiz kalmıştır. Bu göstergeler içinde bilhassa sektörler, sektörlerde faaliyet gösteren firmalar, çevresel faktörler, kurum içi faktörler ve daha birçok gösterge geri planda kalmıştır. Bu göstergelerin ayrı ayrı finansal gelişmeye ve ekonomik büyümeye yön vermede son derece önemli ve etkili olduğu görülmüştür.

Mikro birimler arasında en önemli üretim birimi olan firmaların ekonomik konjonktür ile yakından ilişkili olduğu hem teorik hem de ampirik literatürde ortaya konmaktadır. Firmaların üretim performansının artması ekonomik büyümeye neden olurken, ekonomik genişleme dönemlerinde de firmaların istihdam yapısı ve dolayısıyla üretim

performansının arttığı konusunda teorik literatürde görüş birliği bulunmaktadır. Ayrıca, ampirik literatürde de ekonomik büyüme ve firma performansı ilişkisi gerek regresyon analizi gerekse de nedensellik analizleri üzerinden ele alınarak oldukça doyurucu bir literatür oluşmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmaların büyük bir çoğunluğu da firma performansı ve büyüme arasında anlamlı bir ilişki olduğuna işaret etmektedir (örneğin, bkz: Messersmith ve Guthrie, 2010; Barbu ve Bocean, 2007; Gyampah ve Acquah, 2008; Alparslan ve Aygün, 2013; vd.)

Firma performanslarının artışı ekonomik büyümeyi beraberinde getireceği ve artan üretimin sermayeye erişimi ve yatırım talebini tetikleyeceği gerçeği, finansal gelişme ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olması gerektiğine işaret etmektedir. Benzer biçimde farklı bir senaryo ile de sermayeye uygun maliyetli ve kolay erişimin büyümeyi tetikleyeceği ve artan büyümenin de firmalarının performansına yansıtacağı çıkarımları, finansal gelişmenin de firmaların faaliyetlerini etkileyebileceğine vurgu yapmaktadır. Hem finansal gelişme-ekonomik büyüme hem de ekonomik büyüme-firma performansı literatürlerinin ürettiği ampirik sonuçları dikkate alan finansal gelişme-firma performansı literatürünün çıkış noktası ise finansal gelişmenin büyüme üzerindeki, büyümenin de firma performansı üzerindeki zımni rolüdür.

Finansal gelişme-ekonomik büyüme literatürünün aksine, finansal gelişme ve firma performansı ilişkisi yeni bir çalışma alanı olduğundan bu literatür henüz gelişme aşamasındadır. Finansal gelişme ve firma performansı alanında Türkiye örneğinde daha evvel yapılmış dört çalışma (Bulut vd., 2013; Topcu ve Çoban, 2017; Yılmaz ve İçten, 2018; Eren Alpan ve Erol, 2005) bulunmaktadır. Bu dört çalışmada tek sektör üzerinde durularak bu sektörlerdeki firmalar incelenmiştir. Fakat Türkiye’de farklı sektörler üzerinden bu ilişkiyi inceleyen bilginiz dahilinde herhangi bir çalışma bulunmamaktadır. Dolayısıyla finansal gelişme ile farklı sektörlerdeki firma performansı arasındaki ilişki ampirik olarak analiz edilmesi gereken bir inceleme alanıdır.

Bu noktadan hareketle bu çalışmada öne sürülen ilk hipotez “finansal gelişmenin makro bazda ortaya çıkan ekonomik büyüme ile etkileşiminin mikro bazda da firma performansı ile ortaya çıkabileceği”dir. Bu etkileşim, sektörlerin finansal gelişmeden faydalanma seviyesine ve üretim düzeylerine göre değişebileceği için çalışmada ileri

sürülen ikinci hipotez ise “finansal gelişme-firma performansı ilişkisinin sektörel bazda heterojen sonuçlar ortaya çıkaracağı”dır.

Bu hipotezlerden hareketle bu çalışmanın amacı Türkiye’de finansal gelişme ve BİST’te işlem gören firmalarının performansları arasındaki ilişkinin analiz edilmesidir. Bu amaç doğrultusunda 1990-2017 dönemine ait yıllık veriler kullanılarak finansal gelişme ve firma performansı arasındaki ilişki panel veri tekniği ile araştırılacaktır.

Bu tez çalışmasının literatüre iki açıdan katkı sağlaması beklenmektedir. Bunlardan ilki, finansal gelişme ve firma performansı alanında Türkiye örneğinde daha evvel yapılmış bilgimiz dahilinde dört çalışma bulunmasına rağmen, Türkiye’de farklı sektörler üzerinden bu ilişkiyi inceleyen bilgimiz dahilinde herhangi bir çalışma bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu çalışma, literatürde bu konudaki çalışmaları geliştirmek suretiyle finansal gelişme ile farklı sektörlerde firma performansları arasındaki etkileşimi inceleyen ilk çalışmadır.

İkinci katkısı, finansal gelişmenin kaynağını göz önüne alarak firma performansı üzerindeki etkisini analiz etmesidir. Mevcut literatür, finansal gelişmenin kaynağının hem büyüme (Levine ve Zervos, 1998) hem de firma performansı (Topcu ve Çoban, 2017) üzerinde etkilerinin heterojen olabileceğine vurgu yapmaktadır. Dolayısıyla bu çalışma farklı sektörlerdeki etkileri finansal gelişme endeksinin yanı sıra finansal kurumlar endeksi ve finansal piyasalar endeksi de kullanarak daha detaylı bir perspektiften analiz etmektedir.

Sosyal bilimlerin doğası gereği çalışma ele alınırken bazı sınırlandırmalara gidilmiştir. İlk olarak çalışmanın kapsamı belirlenirken üç sınırlandırma yapılmıştır. Bunlardan ilki odaklanacağımız sektörler ile ilgilidir. Analize dahil edilen sektörler veri temini konusunda uygun gözlem sayısını tamamlayabildiğimiz üç sektörle sınırlandırılmıştır. Bu sektörler; (i) imalat sanayii, (ii) mali kuruluşlar ve (iii) toptan ve perakende ticaret, lokantalar, otellerdir. Kapsam açısından gidilen ikinci sınırlandırma finansal gelişme göstergelerinin belirlenmesi ile ilgilidir. Literatürde, finansal gelişmenin etkilerinin araştırıldığı çok sayıda çalışmada farklı finansal gelişme göstergeleri kullanılmıştır. Bu çalışmada IMF (Uluslararası Para Fonu) tarafından geliştirilen finansal gelişme endeksleri kullanılmıştır. Çalışmanın kapsamı ile ilgili konulan üçüncü kısıt ise firma performansı göstergelerinin belirlenmesi ile ilgilidir. Ampirik literatürle paralel olarak

çalışmada firma performansı göstergesi olarak aktif karlılık oranı ve özkaynak karlılık oranı kullanılmıştır. Kapsam açısından karşılaşılan bu üç sınırlandırmanın dışında, yöntem açısından ve zaman açısından da birer sınırlandırma yapılmıştır. Yöntem açısından yapılan sınırlandırma, paneli oluşturan birimler arasındaki heterojenliği dikkate alan panel nedensellik tekniği seçilmiş olmasıdır. Zaman açısından yapılan sınırlama ise analizin 1990-2017 dönemini kapsamaktadır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde bankacılık tarihinin ilk yıllarından başlayarak, dönem dönem Türkiye’de finansal sistemin gelişimi ve finansal gelişme ve finansal gelişme göstergeleri anlatılacaktır. Teori ve literatür taramasına odaklanan ikinci bölümde finansal gelişme-ekonomik büyüme ve ekonomik-büyüme-firma performansı literatürlerinden yola çıkılarak finansal gelişme-firma performansı ilişkisinin teorik çerçevesi çizilecek ve ilgili literatür özeti sunulacaktır. Ampirik çerçeve olarak tanımlanan üçüncü ve son bölümde ise, uygulamada kullanılacak modeller, veri seti, değişkenler ve yöntemler tanıtıldıktan sonra analizlerden elde edilen bulgular yorumlanacak ve politika önerileri sunulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL GELİŞME

1.1.TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEM

Finansal sistemin yapı taşlarından birisi olan bankacılık sektörü, ekonomik kalkınmayı ve finansal gelişmeyi doğrudan etkileyen en önemli sektörlerden birisidir. Bankacılık sistemi ise, kamu ve özel sektörlerde çalışan bütün bankalar topluluğunun yapısal düzen ve ilişkilerini ifade etmektedir. Bu düzen kimi zaman devletin müdahalesi ile yasalar doğrultusunda yürütülürken kimi zamanda devletin müdahalesi olmaksızın isteğe bağlı bir şekilde sürdürülmektedir. 1936 yılında yürürlüğe giren 2243 sayılı Mevduatı Koruma Kanunu¹ ile Türkiye'de bankacılık sisteminin temeli oluşturulmuştur (Tiryaki, 2012).

Osmanlı Devletinde, Batı Avrupa'dakine benzer bir sanayileşme ve dışa açılma süreci yaşanmadığı için bankacılık sistemi gelişmemiş ve teşvik de edilememiştir. Bu sebeple 19. yüzyılın ortalarına kadar Osmanlı Devleti'nde banka kuruluşu olmadığından bankacılık sektöründen de bahsedilememektedir (Coşkun vd., 2012). Bankacılık faaliyetlerinin Galata bankerleri² tarafından yürütüldüğü bu dönemde bankacılık faaliyetlerinin yürütülmesi için Londra'da 1856 senesinde İngiliz sermayesi ile Osmanlı bankası faaliyete geçmiş ve sonrasında Fransız sermayesi de dahil edilerek Osmanlı Imperial Bankası ismini almıştır. Imperial bankası, diğer bankacılık faaliyetlerinin yanında banknot çıkarma yetkisine de sahip olması sebebi ile kurulan ilk emisyon bankası olarak bilinmektedir (Kepenek ve Yentürk, 2005).

¹ Mevduat Koruma Kanunu'nu ile birlikte finansal piyasalarda istikrar ve güvenin sağlanması, tasarruf sahiplerinin haklarının korunması, kredi sisteminin aktif bir şekilde yürütülmesi amaçlanmıştır (Açıkgöz, 2016).

²Galata bankerleri; İstanbul'un Galata semtinde yer alan azınlıkların oluşturduğu gruptur. Komisyon Hanı ve Havyar Hanı adı verilen iki handa faiz karşılığı para vermektedir (Kazgan, 1991).

1923-1943 dönemleri arasında ise küçük yerel bankalar ve büyük kamu bankalarının kuruluş süreçleri başlamıştır. 1929 buhranı³ sonrasında devletçilik anlayışının ön plana çıkması ve 1934'de Birinci Sanayi Planı'nın⁴ yürürlüğe konması ile birlikte devlet sermayesinin liderliğinde oluşturulan kamu bankaları finansal sistemin oluşmasında önemli görevler almışlardır. 1944-1979 yıllarında iş hacminin ve ödemelerin artması ile birlikte daha çok banka ihtiyacı ortaya çıkmış ve bu dönemde büyük özel bankalar kurulmaya başlanmıştır (Kahraman ve Şişmanoğlu, 2019).

1980'den önceki yıllarda Türk finansal sisteminin baskı altında tutulduğu görülmüştür. O dönemlerde mevduat ve borç verme faiz oranları ve negatif reel faiz oranlarının yüksek olduğu bilinmekteydi. Finansal gelir ve işlemlerin aşırı vergilendirilmesi, bankalar ve finansal olmayan şirketler arasında yüksek derecede birbirine bağlı mülkiyet, yüksek likidite ve rezerv gereksinimleri ve aracılık maliyetleri, gelişmemiş sermaye piyasaları, şirketlerin özkaynak finansmanı ve doğrudan güvenlik konularından ziyade kredilere aşırı bağımlılığı ve düşük kaliteli banka portföyleri, kamu sektörünün Merkez Bankası'na aşırı bağımlılığı, yabancı bankalara giriş engelleri, dış finansal işlemler, yabancı varlık holdingleri vb. ile ilgili kısıtlamalar finansal sistemi olumsuz etkilemekteydi (Akyüz, 1990).

Türkiye'de 1980 ve sonrasında finansal sistem ile ilgili yapılan yapısal reformlar ile birlikte, finansal piyasaların derinliğinin artması, yatırım ve tasarrufların çoğalması hedeflenmiştir. Bu hedefin gerçekleşmesi halinde ise ekonomik büyümeyi desteklemesi planlanmıştır. Gelişmiş finans piyasalarına bakıldığında Türkiye'deki finansal piyasalar henüz kurumsal açıdan yeterlilik göstermediği için finansal formların büyük bir kitleye ulaştırılmasının zor olduğu görülmektedir. Finansal piyasaların yeterliliği kadar finansal araçların da yeterliliği ve çeşitliliği büyük önem taşımaktadır. Finansal araç çeşitliliğinin yeterli sayıda olmaması finansal gelişmenin tamamlanamadığını göstermektedir. Finansal derinleşmeyi ölçmek zor olmakla beraber

³ 1929 buhranı; Kuzey Amerika ve Avrupa merkezli olarak başlayan, dünyanın geri kalan kısmında da yıkıcı etkisi olan ekonomik krizdir. En çok etkilenen ülkeler sanayileşmiş ülkeler olmuş ve ABD borsasının çöküşüyle başlamıştır (Nihat ve Duman, 2012).

⁴ Birinci Sanayi Planı; 17 Nisan 1934 tarihinde Türkiye'de yürürlüğe giren, ham maddeleri Türkiye'de bulunabilecek veya tedarik edilebilecek bir sanayinin faaliyete geçmesi ve 1934-1939 döneminde sanayi gelişimi amaçlanmıştır. Bu sanayi ileri teknoloji ve büyük sermaye gerektirmektedir. Bu sebeple devlet eline bırakılmıştır. Planda 20 fabrika kurulması hedeflenmiş ve fabrikaların ekonomik gelişmeye katkısı olması için ülkenin farklı bölgelerine dengeli bir şekilde dağıtılması amaçlanmıştır. Alınan kararlar, 1923'te gerçekleştirilen İzmir İktisat Kongresi ile de paralel özellikler taşımaktadır (Özder, 2017).

gelişmişlik seviyesi farklı göstergelerle ortaya koyulabilmektedir. Türkiye açısından bu göstergeleri ele aldığımızda finansal derinleşmenin son senelerde olumlu olarak değiştiğini söylemek mümkündür. Fakat derinleşme henüz yeterli seviyede değildir. (Yetiz, 2016).

1 Temmuz 1980'den itibaren serbest bırakılan faiz oranları ile birlikte kredi faizleri hızla yükselmeye başlamıştır. Bu dönem dışı açılma dönemi olarak da adlandırılabilir. Bu dönemde, İnterbank (bankalararası)⁵ piyasası Merkez Bankası bünyesi altında kurulmuştur. Yükselen faiz oranları ile mevduat toplama maliyetleri de artmış fakat gelişen teknolojinin de bir getirisi olan kredi kartı, mobil bankacılık, ATM'ler vb. ile birlikte bankacılık sistemi modernleşmeye başlamıştır. Bu dönemde Türkiye'de şube açan yabancı bankalar Türk bankacılık sistemini ciddi bir rekabete sürüklemiştir. Bu sebeple, Türk bankaları da yabancı ülkelerde şube açmaya başlamıştır (Coşkun vd., 2012).

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin gelişen dünya finansal sistemine entegrasyonu⁶, bir dizi politika ile sağlanmıştır. Bu politikaların başında gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerini serbestleştirmeyi amaçlayan politikalar yer almaktadır. Serbestleştirmenin arkasındaki amaç, tasarrufları ve ekonomik verimliliği artırarak büyüme ve istikrarı sağlamaktır. Bu ekonomilerin finansal istikrarsızlığını doğuran ve gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere sebep olan kısa vadeli sermaye hareketlerine maruz kalınmasıdır (Balkan ve Yeldan, 1998: 129-155).

1990'ların ardından enflasyon oranlarını düşürmek ve ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla yeni bir ekonomik program uygulamaya konulmuştur. 2000 yılında kurulan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, finansal kesim reformu olarak, bankacılık sektörünün düzen içinde olması, gözetim altında olması ve sürekli olarak denetlenmesi amacıyla faaliyete geçmiştir. Uygulamada yaşanan sorunları ortadan kaldırmak amacı ile 1999 yılında yürürlüğe giren Bankacılık Kanununun yerini,

⁵ Bankalararası para piyasası.

⁶ Finansal bütünleşme, ülkelerin finansal piyasalarının diğer ülkelerdeki veya dünyadaki piyasalara daha fazla yaklaşmasına olanak sağlayan bir süreçtir. Ülkelerdeki yabancı finansal kuruluşların faaliyette bulunmalarına veya sınır ötesi finansal hizmet vermelerine engel olan sorunların kaldırılması anlamına gelir (Gündem, 2010).

uluslararası bankacılık ölçütlerine uygun olarak 2005 senesinde hazırlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu almıştır (Güçlü, 2004).

1994'te ise yüksek döviz oranlarının, ekonomik istikrarsızlığın ve makroekonomik problemlerin ortaya çıkardığı kriz dolayısı ile banka ve şube sayılarında büyük ölçüde düşüş yaşanmıştır. Türkiye'de finansal olmayan firmaların, temel bilanço risklerinin tamamına maruz kaldığı görülmektedir. Firmalar, döviz cinsinden ve kısa vadeli borçlanma araçlarına yüksek ölçüde bağımlıdır. Bu bağımlılık sonucunda; döviz ve vade uyumsuzluklarından dolayı hem döviz kuru hem de faiz şoklarına karşı firmalar savunmasız hale gelmektedir. Türkiye'de sektöre dayalı finansal sistemin derinleşme⁷ oranı oldukça düşüktür. Özel sektöre verilen krediler iç borç finansmanı tarzında kalabalıklaşma eğiliminde olmasından dolayı, kurumsal sektör finansal olarak kısıtlanabilir. Şirketler kesiminin vade, faiz oranı ve kur riskine karşı kırılganlıkları firma gelişmesi ve büyümesi ile birlikte iyileşebilmektedir. Nispeten istikrarlı makroekonomik ortam ve finansal sistem üzerindeki daha sıkı düzenlemeler ile kurumsal sektör bilanço riskleri yüksek seviyelerde olsa da, finansal sistem iyileşme eğilimindedir (Aydın vd., 2006).

Küresel dalgalanmalara karşı kırılgan yapısından dolayı Türkiye ekonomisi, ülkenin gündeminde önemli bir yere sahiptir. Türkiye ekonomisi, 2000'li senelerde yaşanan küresel krizlerin etkisi ile oldukça gerilemiştir. 2000'leri takip eden senelerde ekonomi, büyüme ve gelişme göstermiş olsa bile genel anlamda olası dış şoklara karşı oldukça etkilenen yapısını sürdürmektedir (Cinel, 2018).

2000 senesine geldiğimizde Türkiye yüksek enflasyon oranını düşürmek için gerekli olan politikaları uygulamaya başlamıştır. Bu politikaları uygularken IMF ve Dünya Bankasının da desteği alınmıştır. Temeldeki sorunların altyapısını oluşturan devalüasyon, yüksek cari açık/GSMH oranı, yabancı paraya yöneliş ve yüksek enflasyonun kontrol altına alınması amaçlamaktaydı. Bu sorunlar çözüme kavuşturulmadan kalıcı olarak büyüme ve büyümenin sürekliliğinin sağlanması ve enflasyon oranlarının düşürülmesi imkansızdı. 2001 krizinden sonra uygulamaya konulan makroekonomik reformlar sayesinde ekonomide olumlu sonuçlar elde edilmiş,

⁷ Finansal derinleşme, bir ülkede kullanılan finansal araç çeşitliliğinin artması ve bu araçların yaygın olarak kullanılabilir hale gelmesidir (Oruç ve Turgut, 2014).

büyümede sürdürülebilir ve uzun vadeli bir dönem başlamıştır. İstikrar politikaları neticesinde 2002-2007 döneminde istikrarlı ve uzun vadeli büyüme yaşanmış, enflasyon ve bütçe açıkları ciddi ölçüde azalmıştır. Fakat üretim azalmaları ve yüksek işsizlik oranları değişmemiş ve daha çok tarım ve sanayi sektörlerinde baş göstermiştir. Dışa bağımlı ekonomik yapı borçlanma oranlarını yükseltmiştir (Yüceol, 2014).

Türkiye'nin uygulamaya başladığı kura dayalı enflasyonu düşürme politikası, 2000-2001 dönemindeki ekonomik kriz ile birlikte başarısızlığa uğramıştır. Bunun üzerine yeni bir ekonomi politikası faaliyete geçirilmiştir. İlk olarak "ulusal program" (Uygur, 2001:36), sonra da "güçlü ekonomiye geçiş programı" (GEGP) olarak yürürlüğe konulan politika ekonomide kalıplaşan istikrarsız yapıyı sona erdirmeyi hedeflemiştir (TCMB, 2001). Türkiye ekonomisi kriz sonrasında istihdamı artıramamış, yüksek işsizlik oranlarını düşürememiştir. 2003-2004 döneminde özel sektör kaynaklı yüksek büyüme gerçekleşmiş fakat istihdama yansımamıştır. Bunun en büyük sebebi uygulamaya konulan güçlü ekonomiye geçiş programı olarak ifade edilmektedir. Bir diğer sebep ise tarım sektörüne yönelik hayata geçirilen yapısal reformlardır. Tarım sektörü baz alınarak yapılan reformların sebebi istihdamın büyük bir kısmını yapısında barındırmasıdır. Bu reformlar ile birlikte tarım sektöründeki iş gücü azalmış; kentlere, hizmet ve sanayi sektörlerine göç edilmesi zorunlu hale gelmiştir. Kentlerdeki sanayi ve hizmet sektörleri yeni iş kolları yaratma konusunda yetersiz kalmıştır. Tarım sektöründen ayrılan işgücünün de bu sektörlerin talep ettiği niteliklere sahip olmaması nedeni ile işsizlik oranında herhangi bir azalma yaşanmamıştır (Taşar,2010).

Türkiye'de 2005-2010 dönemini ele aldığımızda enflasyon oranının yüksek olduğu, üretimde azalma yaşandığı, istikrarlı ve verimli büyümenin sağlanamadığı, ithalat artışının çok yüksek seviyede olduğu ve istihdamki azalmanın devam ettiği görülmektedir. İç ve dış talebi dengelemek için hayata geçirilen politikalar neticesinde 2012-2013 senelerinde ekonominin büyüme hızı yavaşlamıştır. 2008'deki küresel krizin etkilerini ekonomisinde fazlaca hissedilen ülkemizin kırılma ve dev şoklar karşısındaki korunmasız yapısı devam etmiştir. 2014 senesine; üretimdeki artış durmuş, tasarruflar düşmüş, işsizlik artmış ve gelir dağılımı adaletsizliği devam ederek girilmiştir (Yüceol, 2014). Türkiye ekonomisinde 2013-2017 dönemini ele aldığımızda ekonomide büyümenin arttığı fakat enflasyon oranının artmasının engellenemediği, işsizliğin

arttığı, faizlerin yükseldiği, kur dalgalanmalarının devam ettiği ve kişi başına düşen gelirin azaldığı görülmektedir. Türk lirasının reel olarak uzun zaman değer kazanması, üretimde ithal ara malı kullanımını arttırmıştır. Ekonomide büyüme görülmüş fakat bu büyüme yüksek cari açıklarla beraber gerçekleşmiştir. Özetle; 2000'li yıllardan itibaren Türkiye ekonomisine ciddi bir sorun olan dış sermayeye bağımlılık, borç artışına dayanan, inşaat odaklı büyüme modeli ekonominin giderek kötüleşmesine neden olmuştur (Orhangazi,2019). Yani, ekonomik büyümenin gerçekleştiği görülsede Türkiye ekonomisinde yer alan temel altyapı sorunları devam etmiştir (Akay vd., 2016).

2018'in ortalarında yaşanan döviz krizi sebebi ile Türkiye ekonomisi durağanlaşmış, enflasyon oranları hızla artmış ve borç ödemelerinde yaşanan sıkıntılar çoğalmıştır. Özel sektörün toplam dış borcundaki artış, hem finansal olmayan işletmeleri hem de bankacılık sektörünü döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı kırılgan hale getirmiştir. Ülke içindeki borçlanma artışı da, ekonomik büyümenin kredi genişlemesi ve faiz oranlarındaki dalgalanmalara oldukça duyarlı olmasına neden olmuştur. Bu model iç ve dış koşullar olumlu olduğunda istikrarsız bir ekonomik büyüme yaratmış fakat aynı zamanda ekonomideki kırılganlıkları arttırmış ve ekonomik istikrarsızlığa sebep olmuştur (Orhangazi, 2019).

1.2.FİNANSAL GELİŞME

Finansal sistemin gelişmesi, ekonomik büyümenin gerçekleşmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Finansal sektör de bu bağlamda, ülkelerin refahına doğrudan etki eden bir sektör olduğu için finansal sistemin gelişmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Çoğu benzer ifadeler taşımakla birlikte birçok araştırmacı finansal gelişmeyi farklı yönlerden yaklaşıyor ele almaktadır (Topcu, 2014).

Afşar (2007: 190), finansal gelişmeyi üç bileşenin gelişmesine bağlı kılmaktadır. Bu bileşenler; finansal kurumlar, finansal piyasalar, finansal araçlardan oluşmaktadır. Erim ve Türk (2005: 23) finansal gelişmenin tanımını, bir ülkenin finans piyasasındaki ürün çeşitliliği ve bu ürünlerin kullanımının yaygın hale gelmesi olarak tanımlamıştır. Lynch (1996: 5), gelişmekte olan ülkelerin ekonomideki değişimlerden daha fazla etkilendiğini ve kırılgan bir yapıya sahip olduğunu ifade etmiştir. Bu kırılgan yapının azaltılması halinde gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinin de gelişeceğini belirtmektedir.

1.2.1.Finansal Gelişme Göstergeleri

Finansal gelişmenin düzeyini tek bir gösterge ile ölçmek olanaksızdır. (Abu-Bader ve Abu-Qarn, 2008: 890). Finansal gelişme göstergesini ölçmek amacı ile literatürde birçok değişken yer almaktadır. Lynch (1996: 7), bu göstergeleri beş başlık altında toplamaktadır. Tablo 1.1. 'de miktar ölçümleri, yapısal ölçümler, ürün çeşitliliği ve işlem maliyetleri başlıklarının oluşum süreçleri ve her bir başlıkta hangi değişkenlerin olduğu gösterilmektedir.

Tablo 1.1. Finansal Gelişme Göstergeleri: Lynch (1996) Yaklaşımı

Ölçüm	Göstergeler	Açıklama
Miktar Ölçümleri	1. M1 (%GSYH) 2. M2 (%GSYH) 3. Özel sektör kredileri	Bu ölçüm parasal ve kredi büyüklüklerini göz önüne almaktadır. Bir ülkedeki tasarruflar ve kredi aracılık faaliyetlerinin bir ölçümü olan bu göstergelerdeki ortaya çıkacak bir artış fiyat sinyalizasyonunun arttığına bir işarettir.
Yapısal Ölçümler	1. M2 (%M1) 2. Dolaşımdaki menkul kıymetler (%M2) 3. Türev ürün devir hızı/vadeli işlemler piyasası devir hızı	Bu değişkenler sayesinde finansal sistemin yapısı analiz edilebilmektedir.
Finansal Fiyatlar	1. Reel Faiz Düzeyleri a. Reel mevduat faizleri b. Reel borç verme faizi 2. Faiz Oranı Esnekliği a. Mevduat faizi oynaklığı b. Borç verme faizi oynaklığı	Gelişmiş ülkelerin ekonomileri bireylerin büyüme olanaklarının ve zaman seçeneklerinin pozitif oranını yansıtan pozitif reel faiz oranları oluşturabilmelidir. Faiz oranları ise ekonomide yaşanabilecek değişimleri yansıtmalıdır. Dolayısıyla bu iki gösterge grubu bu anlamda önemli rol oynamaktadır.
Ürün Çeşitliliği	1. İşletme Finansmanı Ürünleri a. Banka kredileri b. Kambiyo senetleri c. Finansman bonoları d. Şirket tahvilleri e. Kote edilmiş hisse senetleri f. Yabancı sermaye piyasaları 2. Yatırım Ürünleri a. Banka mevduatları b. Hazine bonoları 3. Döviz ve Risk Yönetimi Ürünleri a. Döviz b. Faiz oranı c. Hisse senedi	Bilgi asimetrisinin azalması, finansal ürünlerin kapsamını da azaltmaktadır. Piyasa tarafından belirlenen getiriler (ör: devlet tahvili), türevler (ör: vadeli işlemler) ve döviz ürünleri fiyatları zaman, piyasalar ve ülkeler arasında ilişkilendiren arbitraja imkan verir. 3 tür finansal ürün kategorisi mevcuttur.
İşlem Maliyetleri	1. Ticari bankalar faiz oranı marjları 2. Finansal piyasa marjları ve hisse senedi komisyonları 3. Finansal piyasa devir hızı	Finansal sistemlerin maksimum finansal derinleşmeyi desteklemesi ve kıt ekonomik kaynakların miktarının minimize edilmesi için işlem maliyetlerinin düşük (özellikle kredi aracılığı maliyetleri) olması gerekmektedir. Bu yüzden, tasarruf sahiplerinin mevduatları toplanırken işlem maliyetlerinin minimize edilmesi finansal gelişmenin sağlanması için önemli bir adımdır.

Kaynak: Lynch, 1996'dan aktaran Topcu, 2014.

Čihák vd. (2013: 3), finansal kurumların ve piyasaların özelliklerini 4 ana başlık altında toplamaktadır. Finansal derinlik, finansal kurumların ve piyasaların kapsamını belirtmektedir. Erişebilirlik, kişilerin finansal kurumlardan ve piyasalardan yararlanabilme derecesini göstermektedir. Etkinlik, finansal hizmetlerin temininde finansal kurumların ve piyasaların aktifliği anlamına gelmektedir. Güvenilirlik ise finansal kurumların, piyasaların şeffaflığını ve istikrarını ifade etmektedir. Bu dört özelliği hem birçok ekonomide gelişmeye katkı sağlayan en önemli kurumlar olarak gösterilen bankalar (sigorta şirketleri ve diğer finansal kurumları da kapsamaktadır) hem de hisse senedi ve tahvil piyasaları için ölçülmektedir.

Čihák vd. (2013) Amerika başta olmak üzere, bu yaklaşımın içerdiği finansal gelişme göstergelerinin birçoğu sadece gelişmiş ülkeler için veri oluşturabilmektedir. Bu sebeple, gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri için bu yaklaşım kullanılarak finansal gelişme göstergelerinin belirlenmesi ve analiz yapılması zorlaşmaktadır. Tablo 1.2., Čihák vd. (2013) tarafından yapılan sınıflandırmayı göstermektedir.

Tablo 1.2. Finansal Gelişme Göstergeleri: Čihák vd. (2013) Yaklaşımı

Ölçüm	Finansal Kuruluşlar	Finansal Piyasalar
Derinlik	<ol style="list-style-type: none"> 1. Özel sektör kredileri (%GSYH) 2. Finansal kuruluş varlıkları (%GSYH) 3. M2 (%GSYH) 4. Mevduatlar (%GSYH) 5. Finans sektörünün gayri safi katma değeri (%GSYH) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu + dolaşımdaki yurtiçi özel sektör borçlanma senetleri (% GDP) 2. Özel sektör borçlanma senetleri (% GDP) 3. Devlet iç borçlanma senetleri (%GDP) 4. Uluslararası borçlanma senetleri (%GDP) 5. Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu (%GDP) 6. Hisse senedi piyasası işlem hacmi (%GDP)
Erişim	<ol style="list-style-type: none"> 1. 1000 yetişkin birey başına düşen hesap sayısı (ticari bankalar) 2. 100000 yetişkin başına düşen şube sayısı (ticari bankalar) 3. Banka hesabı olan kişi sayısı (% nüfus) 4. Limitli kredisi olan firma sayısı (% tüm firmalar) 5. Limitli kredisi olan firma sayısı (% küçük ölçekli firmalar) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. En büyük 10 firma dışındaki piyasa kapitalizasyonu (%) 2. En çok işlem gören 10 firma dışındaki işlem hacmi (%) 3. Devlet bono/tahvil getirisi (3 ay-10 yıl) 4. Yurtiçi borçlanma senetleri/toplam borçlanma senetleri 5. Özel borçlanma senetleri/yurtiçi borçlanma senetleri) 6. Yeni şirket bono ihracı (%GDP)
Etkinlik	<ol style="list-style-type: none"> 1. Net faiz marjı 2. Ödünç verilebilen mevduat marjı 3. Faiz dışı gelir (%toplam gelir) 4. Genel giderler (% toplam varlıklar) 5. Karlılık (roa, roe) 6. Boone katsayısı (Herfindahl veya Histatistiği) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Hisse Senedi Piyasası İşlem Görme Oranı 2. Fiyat Senkronizasyonu (birlikte hareket) 3. İçerden öğrenenlerin ticareti 4. Fiyat etkisi 5. Likidite/işlem maliyeti 6. Devlet tahvillerinin alım-satım marjı 7. Tahvil (devlet, özel sektör) devir hızı 8. Sözleşme etkinliği
İstikrar	<ol style="list-style-type: none"> 1. Z-skoru 2. Sermaye yeterlilik oranı 3. Aktif kalite oranları 4. Likidite oranları 5. Diğer (Net yabancı döviz 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Hisse senedi fiyat endeksinin oynaklığı (standart sapma/ortalama), gösterge tahvil endeksi 2. Endeksin çarpıklığı (hisse senedi fiyatı, gösterge tahvil) 3. Getiri manipülasyonunun kırılabilirliği

	pozisyonu/sermaye vb.)	<ol style="list-style-type: none"> 4. Fiyat/kazanç oranı 5. Süreklilik 6. Kısa vadeli borçlanma senetleri/toplam borçlanma senetleri (yurtiçi, uluslararası) 7. En çok işlem gören borçlanma senetleri (Alman, Amerikan vb.) ile korelasyonu
--	------------------------	--

Kaynak: Čihák vd., 2013'den aktaran Topcu, 2014.

Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2000), Dünya Bankası tarafından desteklenen ve benimsenen farklı bir sınıflandırmaya gitmiştir. Bu sınıflandırmada finansal piyasalar, finansal kuruluşlar ve diğer finansal kurumlar şeklinde üç kategoriye ayrılırken ölçüm yöntemi ise büyüklük, faaliyet ve etkinlik olarak üç farklı sınıflandırmaya tabi tutulmuştur. Tablo 1.3., Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2000) tarafından yapılan ve Dünya Bankası tarafından temel alınan finansal gelişme göstergelerini listelemektedir.

Tablo 1.3. Finansal Gelişme Göstergeleri: Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2000)

Yaklaşımı

Ölçüm	Finansal Kuruluşlar	Finansal Piyasalar	Diğer Finansal Kurumlar
Büyükölük	<ol style="list-style-type: none"> 1. Merkez bankası varlıkları (%GSYH) 2. Mevduat bankaları varlıkları (%GSYH) 3. Diğer finansal kurumların varlıkları (%GSYH) 4. Likit yükümlölükler (%GSYH) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu (%GSYH) 2. Devlet tahvil piyasası kapitalizasyonu (%GSYH) 3. Özel sektör tahvil piyasası kapitalizasyonu (%GSYH) 4. Uzun vadeli özel sektör borçlanma senetleri (%GSYH) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Hayat sigortası 2. Banka benzeri kurumların toplam varlıkları (%GSYH) 3. Hayat sigortası şirketlerinin toplam varlıkları (%GSYH) 4. Sigorta şirketlerinin toplam varlıkları (%GSYH) 5. Bireysel emeklilik ve tasarruf fonları toplam varlıkları (%GSYH) 6. Yatırım şirketleri toplam varlıkları (%GSYH) 7. Kalkınma bankaları toplam varlıkları (%GSYH)
Faaliyet	<ol style="list-style-type: none"> 1. Mevduat bankaları tarafından özel sektöre verilen krediler /%GSYH) 2. Mevduat bankaları ve diğer finansal kurumlar tarafından özel sektöre verilen krediler /%GSYH) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Hisse senedi piyasası işlem hacmi (%GSYH) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Hayat sigortası girişleri (primler/GSYH) 2. Hayat sigortası yoğunluğu (primler/nüfus)
Etkinlik	<ol style="list-style-type: none"> 1. Net faiz marjı 2. Genel giderler 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Hisse senedi piyasası işlem görme oranı 	

Kaynak: (Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine, 2000; aktaran Topcu, 2014)

IMF ise kurum bünyesinden geliştirilen ve uluslararası olarak kullanılan farklı bir finansal gelişme endeksi geliştirmiştir. Buna göre Finansal Gelişme endeksi (fd), ülkelerin finansal kurumlarının ve finansal piyasalarının derinliği, erişimi ve verimliliği konusunda bilgiler vermektedir. Bu endeks, Finansal Kurumlar endeksi (fi) ve Finansal Piyasalar endeksinin (fm) toplamından oluşmaktadır.

Finansal Kurumlar Endeksi (FI) aşağıdaki kalemlerin bir toplamı olarak ifade edilmektedir:

Finansal Kurumlar Derinlik Endeksi (FID): Özel sektöre aktarılan banka kredilerinin GSYİH'ye oranı, emeklilik fonu varlıklarının GSYİH'ye oranı, yatırım fonu varlıklarının GSYİH'ya oranı ve sigorta primlerinin (hayat ve hayat dışı) GSYİH'ye oranına ilişkin verileri göstermektedir.

Finansal Kurumlar Erişim Endeksi (FIA): 100.000 birey başına düşen banka şubesi sayısı ve 100.000 birey başına düşen ATM sayısına ilişkin verileri derlemektedir.

Finansal Kurumlar Etkinlik Endeksi (FIE): Bankacılık sektörü net faiz marjı, borç verme-mevduat farkı, faiz dışı gelirden toplam gelire ilişkin verileri göstermektedir. Toplam varlık, varlık getirisi ve öz sermaye getirisine kadar genel giderler.

Finansal Piyasalar Endeksi (FM) ise şu alt endekslerin toplamından oluşmaktadır:

Finansal Piyasalar Derinlik Endeksi (FMD): Borsa kapitalizasyonu verilerinin GSYH'ye, işlem gören hisse senetlerinin GSYİH'ye, devletin uluslararası borçlanma senetlerinin GSYİH'ye ve finansal ve finansal olmayan kuruluşların toplam borç menkul kıymetlerinin GSYİH'ye oranlarını göstermektedir.

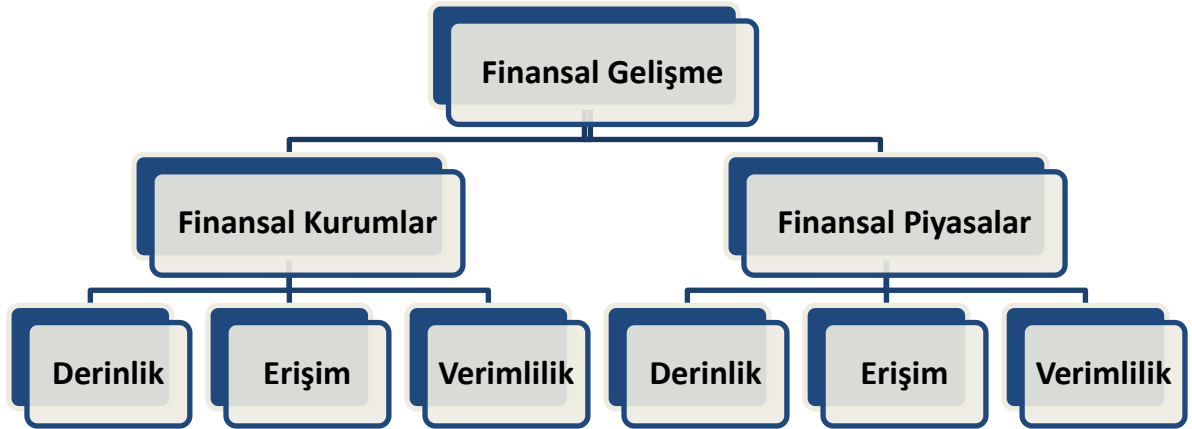
Finansal Piyasalara Erişim Endeksi (FMA): Faaliyet hacmi en büyük 10 şirket dışındaki piyasa kapitalizasyonunun yüzdesi ve 100.000 birey başına toplam borç ihraç edenlerin sayısı (yerli ve yabancı, finansal olmayan ve finansal şirketler) hakkındaki verileri göstermektedir.

Finansal Piyasalar Etkinlik Endeksi (FME): Borsa devir oranı (kapitalizasyonla işlem gören hisse senetleri) ile ilgili verileri göstermektedir.

Finansal gelişmenin; ekonomik büyüme ve uzun vadeli istikrar üzerindeki etkileri literatürde geniş bir yere sahiptir. Çalışmalarda genellikle finansal gelişme, iki finansal

göstergeden biri ile temsil edilmektedir. Bunlardan ilki özel kredinin GSYİH'ye oranı, diğeri ise borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranıdır. Ancak finansal gelişme oldukça kapsamlı bir kavram olduğu için bu iki gösterge yetersiz kalmaktadır. Bu eksikliğı gidermek amacı ile IMF tarafından "Finansal Derinleşmeyi Yeniden Düşünmek: Gelişmekte Olan Piyasalarda İstikrar ve Büyüme" başlığı altında finansal gelişme endeksi geliştirilmiştir. Bu sayede, finansal kurumların ve finansal piyasaların derinlikleri (büyüklükleri ve likiditeleri), erişebilirlikleri (bireylerin ve şirketlerin gelirlere erişme yetenekleri ve sermaye piyasalarının faaliyet düzeyi) açısından ne kadar gelişmiş olduğu görülmektedir. Endeksin veritabanı, 1980'den itibaren 180'den fazla ülke için 9 endeks sağlamaktadır (IMF Veritabanı, 2019).

Şekil 1.1. Finansal Gelişme Endeksi – Genel Bakış



Kaynak: IMF Veritabanı.

Şekil 1.1 ise IMF tarafından geliştirilen bu endeksi ve endeksi oluşturan alt endeksleri göstermektedir. Buna göre finansal gelişme finansal kurumlar ve finansal piyasaların bileşiminden meydana gelmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

TEORİK ÇERÇEVE VE LİTERATÜR TARAMASI

2.1. TEORİK ÇERÇEVE

İktisat ve finans bilim dallarının ortak çalışma konusu olan ve literatürde hakkında çok sayıda çalışma bulunan araştırma konularının başında finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi yer almaktadır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini açıklayan bu araştırmalar günümüzde hala güncel bir konu olarak literatürdeki yerini korumaktadır. Finansal gelişmeyi etkileyen birçok dışsal faktör bulunmasına rağmen, yazında yer alan birçok çalışmanın sonucu finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında yakın bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.

Ekonomik büyüme; bir ülkede, üretim kapasitesinin, üretimin ve dolayısı ile milli gelirin artması anlamına gelmektedir. Bir ülkenin ekonomisinin büyüüp büyümediği sonucuna varılması için o ülkedeki kişi başına düşen gelire bakmak gerekmektedir. Kişi başına gelir bir yıl sonunda artıyorsa, o ülkenin ekonomisinin büyüdüğü anlaşılmaktadır. Bir ülkedeki üretim imkanlarının ne kadar geliştiği ise kişi başına düşen milli gelirdeki artış ile doğru orantılıdır. (Dinler, 1997). Yatırımların artırılması ve desteklenmesi ekonomik büyüme için ön koşuldur. Yatırımların arttırılması ise tasarrufların çoğaltılmasına bağlı olacaktır. Büyüme hızı da öteki şartların değişmemesi koşulu ile, bir o kadar büyük olacaktır. Tasarrufların gerçekleştirilmesi ise gelişmiş bir finansal sistem ile ilgilidir. Tasarruf sahiplerine sağlanacak şeffaf bir yatırım ortamı, likidite ve bir getiri sağlanması, tasarruf sahiplerinin yatırım yapması, tasarruflarını değerlendirmesi ve ekonomik büyüme için gerekli şartlardır. Fakat finansal gelişmişlik düzeyinin nasıl belirleneceği konusunda henüz ortak bir karara varılmamıştır. Farklı çalışmalar ve farklı kurumlar farklı ölçütler ile finansal gelişmişliği belirlemeye

çalışmaktadır. Örneğin, hisse senedi ve tahvil-bono piyasalarının gelişmişliği; toplam piyasa kapitalizasyonu ve piyasa işlem hacmi gibi ölçütler ile finansal gelişmişlik ölçülebilmektedir. Öte yandan, bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi ise, toplam kredilerin ve toplam mevduatların milli gelire oranlanması yolu ile ölçülebilir (Kandır vd., 2007: 312).

Bu çalışmada öncelikle ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi irdelemek firma performanslarının hangi yollarla etkilendiğini anlamak açısından faydalı olacaktır. İstikrarlı bir şekilde ekonomik büyüme sergileyen ülkelerde; finansal sistem güçlenir finansal gelişmeler birbirini takip eder. Dolayısıyla tüm sektördeki firmalar bu gelişmelerden etkilenir.

2.1.1.FİNANSAL GELİŞME-EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

2.1.1.1.FONKSİYONEL YAKLAŞIM

Literatürde ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalar, farklı belirleyiciler ile bu ilişkinin yönünü ve hangi kanallar aracılığıyla etkilendiğini ortaya koymaktadır. Bir ülkenin refah seviyesi ekonomik büyüme ile doğrudan ilişkilidir. Bu kapsamda küresel ve yerel finans piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ortaya konulması ve uzun dönemde yaratacağı etkilerin incelenmesi gerekmektedir (Christopoulos ve Tsionas, 2004). Refah seviyesine ulaşabilmek için büyümenin uzun vadede ve sürdürülebilir olması en önemli koşuldur. Uzun vadeli büyüme ile finansal gelişme arasındaki ampirik ilişki⁸ incelenirken banka kredileri ile özel sektör paylarının, gayri safi milli hasıla⁹ ile oranları dikkate alınmıştır. Bu oranların tek başına büyümeyi uzun vadede sürdürülebilir kılmaması mümkün değildir. Ana kanal finansal piyasaların yatırım hacminden ziyade piyasa verimliliğidir (Gregorio ve Guidotti, 1995).

Türkiye'deki finans sisteminin gelişmişliğini ifade edebilmek için çeşitli derinleşme ölçüm hesapları kullanılmaktadır. Eğer bir ülkenin ekonomisinde finansal kurumlar ve finansal araçların çeşitliliği fazla ise o ekonomide finansal sistem ekonomik büyümeyi olumlu etkileyecektir. Türk finans sisteminde bankacılık sektörü büyük bir öneme sahiptir. Bu nedenle bankacılık sektörü finansal gelişme için büyük önem arz

⁸ Ampirik ilişki; deneye dayalı olan ilişkidir.

⁹ GSMH; bir ülkede belli bir zaman diliminde (genellikle 1 yıl) o ülkenin vatandaşları tarafından üretilen mal ve hizmetler bütününe parasal karşılığın verilen isimdir (Pamuk ve Dündar, 2016).

etmektedir. Son yıllarda banka dışı finansal kurumların sayısının artması ve gelişmesi ile birlikte finansal sistemin derinleşmesinde ve gelişmesinde de ilerleme kaydedilmiştir. Sermaye piyasaları ise derinlik, işlem çeşitliliği ve istikrar anlamında henüz gelişme aşamasında bulunmaktadır (Yetiz, 2016).

Finansal kalkınmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalarda sonuçlar genellikle olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç ortaya koyar ancak gelişmekte olan ülkelerde değişkenlik gösterebilir (Valickova, Havranek ve Horvath, 2014). Serbest sermaye hareketliliğinin ve kalkınma arzusunun da ekonomik büyüme üzerinde önemli etkileri vardır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve sermaye girişleri finansal piyasaları ve dolayısıyla büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir (Bailliu, 2000: 15). Gelişmiş ekonomiler borsa gelişimleri üzerinden ele alındığında borsa gelişiminden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü pozitif ilişki tespit edilmiştir (Arestis, Demetriades ve Luintel, 2011). Gelişmekte olan ülkeler için ise, finansal derinlik ekonomik büyüme ve yan değişkenler arasında tek bir denge ilişkisi olduğu ve finansal derinlikten büyümeye tek yönlü pozitif bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur (Christopoulos ve Tsionas, 2004).

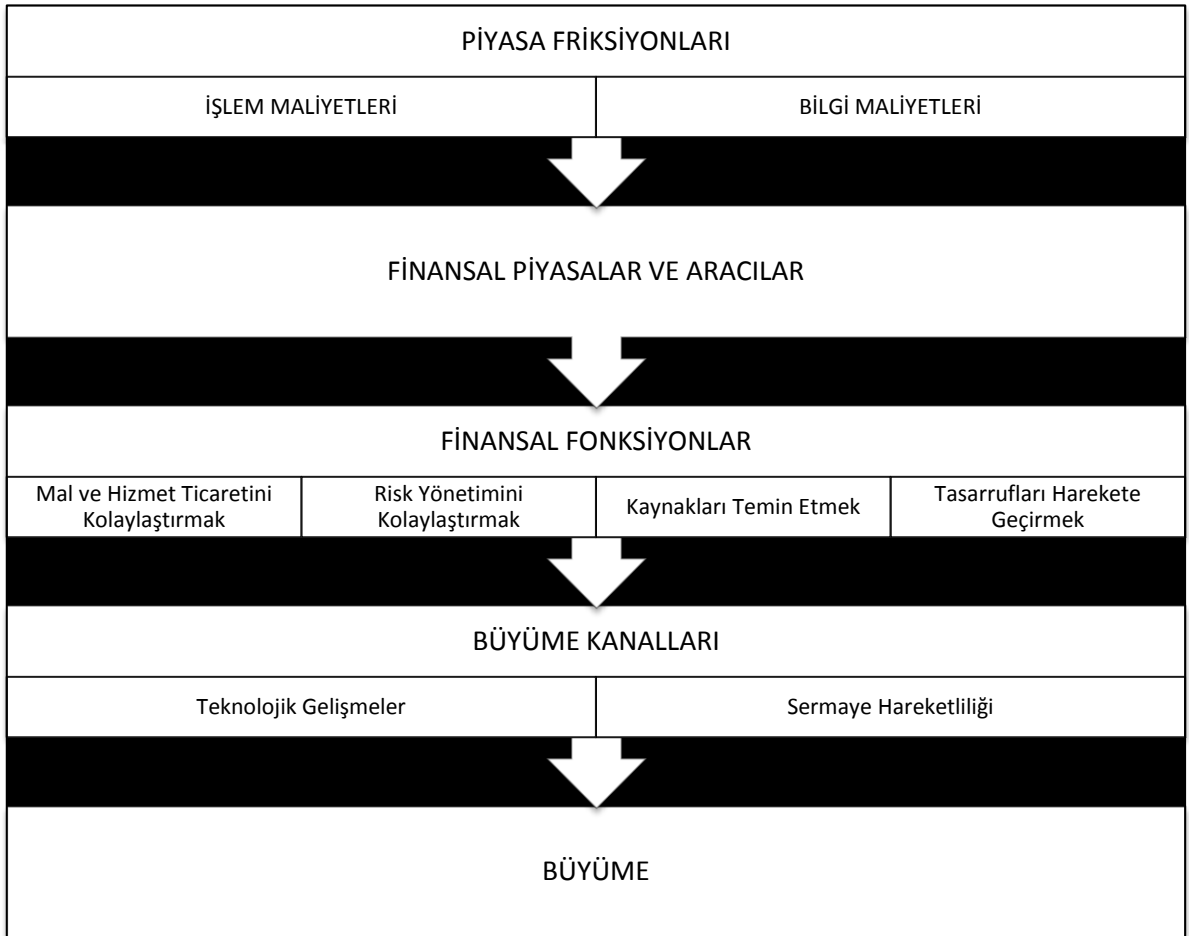
Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru, fiyat-kazanç oranlarının da etkisi büyüktür. Ancak banka mevduatları, özel kredi ve yurtiçi kredi oranları finansal gelişmeye yardımcı belirleyiciler olarak kullanıldığında ise ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi etkilediği görülmektedir¹⁰ (Kar ve Pentecost, 2000).

Ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkide pozitif yönde bir yönelim olduğunu ortaya koyan birçok çalışma olduğu gibi uzun vadede finansal gelişmenin ekonomik büyümeye hiçbir katkısı olmadığını savunan çalışmalar da mevcuttur. Finansal gelişmeyi takiben artan rekabet, finansal aracılıkta negatif bir etki yaratabilir. Artan rekabet ortamı beraberinde asimetrik bilgi ve şeffaf olmayan piyasa koşullarını doğurabileceğinden dolayı finansal gelişmeden büyümeye doğru negatif bir ilişki ortaya çıkar (Andersen ve Tarp, 2003).

¹⁰ Kar ve Pentecost (2000), ekonomik büyümenin finansal gelişmeden etkilendiğini ortaya koyan sayılı çalışmalardan birisidir.

Bankacılık sektörü Türkiye'nin finansal sisteminde önemli bir yere sahiptir. Finansal gelişme belirleyicileri olarak, bankaların aktif büyüklüklerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya¹¹ oranının artış hızına ve bankaların özel sektöre açtıkları kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranının artış hızına bakıldığında ekonomik büyüme ters yönlü olarak etkilenmiştir (Bahadır, 2010). Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi nasıl etkileyebileceği ile ilgili en belirgin çerçeve Levine (1997) tarafından çizilmiştir. Şekil 2.1, finansal gelişmenin büyüme sürecini nasıl etkilediğini göstermektedir.

Şekil 2.1. Finans ve Büyüme ilişkisine teorik bir yaklaşım



Kaynak: Levine (1997).

Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde Levine'in finansal gelişme-ekonomik büyüme tablosuna ek olarak şeffaf ve etkin piyasa, sürdürülebilir büyüme, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri finansal fonksiyonlar kanalında yerini almaktadır.

¹¹ GSYH, ülke sınırlarında belli bir dönem içerisinde, o ülkenin yerel veya yabancı ekonomik kısmında üretimi tamamlanmamış olan bütün mal ve hizmetlerin parasal karşılığı (Pamuk ve Dündar, 2016).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki hisse senedi piyasasını da etkilemektedir. Hisse senedi piyasası, uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Bu piyasalar gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere oranla daha aktif olarak çalışmaktadır. Hisse senedi fiyatlarının hem yerel alandaki değişimlerden hem de uluslararası değişimlerden etkilendiği görülmektedir (Şahin ve Durmuş, 2018: 809).

Özellikle IMKB'nin kurulması ile birlikte hisse senetleri ülkemizde son 15 senedir yatırımcılar tarafından gelişmiş sermaye piyasalarında en çok ilgi gören yatırım aracı haline gelmiştir. Hisse senedi fiyatlarının, finansal piyasaların büyümesi, finansal engellerin ortadan kalkması ve alt piyasalardaki etkileşimin artması ile birlikte siyasi ve ekonomik gelişmelere karşı kırılganlığı artmıştır. Hisse senetlerinin sermaye piyasasındaki en riskli yatırım araçları olmasından dolayı, ekonomik dalgalanmalara da en hızlı reaksiyonu vermektedir. Bu piyasanın büyümesi ve istikrarlı bir yol izlemesi yatırımcıların verecekleri kararlara, kararların sağlıklı olması ise hisse senedi fiyatlarını belirleyen faktörlere bağlıdır. Ekonomik faktörler daima hisse senetleri ile paralel hareket etmeyebilir. Bununla beraber makro ekonomik olarak ortaya çıkan değişimler ve gelişmeler ekonominin temelini oluşturan firmalar üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla bütün hisse senedi fiyatlarının artma veya düşme eğilimine girmesine sebep olabilmektedir (Albeni ve Demir, 2005: 2-3).

Bankacılık piyasaları ile karşılaştırıldığında Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının ekonomik büyümeye katkısı yetersizdir. Hisse senedi piyasasının gelişmesi ve daha aktif hale gelmesi bu bakımdan büyük önem taşımaktadır. Finansal serbestleşme, teknolojik gelişmelerin ve küreselleşmenin sonucunda oluşturulan network ağları borsaların bütünleşmesine ve hisse senedi piyasalarının gelişmesinde önemli katkılarda bulunan faktörler olarak görülmektedir (Helhel, 2019: 20).

Hisse senedi piyasasının büyümesi, ulusal ve uluslararası yatırımların hızla artmasını ve kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesini sağlamaktadır. Yatırımcıların finansal kaynaklara ulaşımı kolaylaşmaktadır. Yeterli kriterlere sahip bir hisse senedi piyasası yabancı yatırımcılar için ulusal ekonomiyi cazip hale getirmektedir. Böylece hisse senedi piyasası gelişmekte ve istikrarlı bir ekonomik büyümeye ciddi bir destek sağlamaktadır (Carp, 2012).

Hisse senedi piyasasının ekonomik büyümeye katkısı ise çeşitli faktörler ile gerçekleşmektedir. Gelişmiş bir hisse senedi piyasası yatırımcılara güvenilir bir ortam sunarak tasarrufları teşvik etmektedir. Kaynakların verimli bir biçimde yatırımlara dağıtılması ve işlem maliyetlerini düşürme yolu ile ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Ayrıca risk dağıtımı sonucunda likidite artmakta ve yatırımlara aktarılan sermayenin maliyeti de düşebilmektedir (Cooray, 2010).

2.1.1.2.NEDENSELLİK YAKLAŞIMI

Nedensellik yaklaşımı, arz itişli hipotez, talep çekişli hipotez, geri besleme hipotezi ve bağımsızlık hipotezi olmak üzere dört başlık altında incelenmektedir.

✓ ARZ İTİŞLİ HİPOTEZ

Sermaye hareketliliği, etkin piyasa, verimlilik gibi piyasa fonksiyonları ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Schumpeter (1911) finansal gelişmenin ekonomik büyüme için mutlak bir şart olduğunu ileri sürmektedir. Arz itişli hipotezin öncüsü olarak bilinmektedir. Reel ekonomik büyümenin artması, finansal kurumlar ve piyasalar finansal hizmetlerin arzının artmasına bağlı olmaktadır (Bangake ve Eggoh, 2011: 177). Literatürde bu bulguları destekleyen öncü çalışmalar; Schumpeter (1911), Gurley ve Shaw (1955), Goldsmith (1969), McKinnon (1973), Gupta (1984), Greenwood ve Jovanovic (1990), Roubini ve Salai-Martin (1992), Bencivenga ve Smith (1993), King ve Levine (1993) Miller (1998), Christopoulos ve Tsionas (2004), Caporale ve Howells (2004), Aretris ve Demetriades (2011) olarak sıralanabilir.

✓ TALEP ÇEKİŞLİ HİPOTEZ

Bu hipoteze göre ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir yönelim söz konusudur. Ekonomik büyüme finansal sistemi yönlendirmektedir. Finansal gelişme ekonomik büyümenin bir sonucudur (Bangake ve Eggoh, 2011: 177). Finansal hizmetlere talebin artması ve reel ekonomik aktivitenin artışı finansal sistemin genişlemesine neden olmaktadır (Calderon ve Liu, 2003: 322). Robinson (1952), “teşebbüs yol gösterir ve finansal sistem bunu takip eder” ifadesi ile hipotezi ortaya koyan ilk çalışma olma özelliğini taşımaktadır. Bu hipotezi destekleyen diğer çalışmalar ise Kar ve Pentecost (2000) Liang ve Teng (2006), Akın (2009), Akkay (2010), Hassan ve Sanchez (2011) olarak sıralanabilir.

✓ **GERİ BESLEME HİPOTEZİ**

Bu hipotezde arz itişli hipotez ile talep çekişli hipotez karşılıklı etkileşim halindedir. Bu hipoteze göre finansal derinleşme zaman içerisinde ekonomik büyümeyi artırırken büyüyen ekonomi de geri besleme yaparak daha fazla finansal gelişmeye neden olmaktadır (Öztürk ve Acaravcı, 2009). Literatürde bu hipotezi destekleyen öncü çalışmalar; Berthelemy ve Varoudakis (1996), Demetriades ve Hussein (1996), Greenwood ve Smith (1997), Blackburn ve Hung (1998) olarak sıralanabilir.

✓ **BAĞIMSIZLIK HİPOTEZİ**

Literatürde en nadir rastlanan nedensellik türlerinden biri olan bağımsızlık hipotezi, ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığını savunmaktadır. Bu hipotezin ortaya çıkmasında en önemli katkı Lucas (1988)'a aittir. Lucas, finansal piyasaların gelişmesinin büyüme ile ilişkili olmadığını savunmaktadır. Lucas (1988) haricinde, finansal gelişme ile ekonomik büyümenin ilintisiz olduğunu savunan diğer öncü çalışmalar ise Stern (1989), De Gregorio ve Guidotti (1995) ve Bahadır (2010) olarak sıralanabilir.

2.1.2. Ekonomik Büyüme Ve Firma Performansı Arasındaki İlişki

Ekonomik büyüme dünya üzerindeki tüm ülkeler için en önemli ekonomi politikası hedefidir. İstikrarlı bir büyüme, yoksul kesimin azaltılması, ülkedeki refahın artırılması, ülkede istihdamın sağlanması, eğitimden sağlığa kadar her alanda daha kaliteli hizmetlerin ortaya çıkması anlamına gelmektedir. Ekonomik büyüme sürecinde pek çok faktörün etkisi mevcuttur. Genellikle istihdam, GSYH, enflasyon ve faiz oranları gibi makroekonomik etkiler üzerinde durulmuştur. Bu faktörlerin yanı sıra doğal kaynaklar, nitelikli işgücü, teknolojik gelişme, nüfus artış hızı ve sermaye birikimi bunlar arasında yer alır. Fakat sermaye birikimi diğer faktörlerin ne kadar sağlıklı kullanılabildiği ile doğrudan ilişkilidir. Nitelikli işgücü için kaliteli bir eğitim süreci gerekmektedir. Eğitim kurumlarının iyileştirilmesi nitelikli işgücünü sağlayacaktır. Eğitim kurumlarının geliştirilmesi ve kaynakları verimli kullanabilmesi için sermaye birikimi oldukça önemlidir. Bu sebeple, gelişme sürecinde sermaye birikimi her zaman ilk sıralarda ele alınan önemli bir faktör olmuştur (Türkoğlu,2016).

Ekonomik büyümeyi etkileyen birçok faktör olduğu gibi firma performansını da etkileyen çeşitli faktörler bulunmaktadır. En yaygın biçimde kurumsal yönetim, teknoloji, personel ücretleri, özelleştirmeler gibi faktörler firma performansını olumlu veya olumsuz yönde etkilemektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için ihracat, yatırım ve teknoloji ekonomik büyümeyi doğrudan etkilemektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların ürün çeşitliliği ve piyasadaki aktifliği, firmaların büyüklüğü, Ar-Ge çalışmalarının verimliliği ve sermaye yoğunluğu gibi temel stratejik faktörleri firmanın piyasada tercih edilme sebebi haline gelir ve dolayısı ile ekonomik büyümede rol oynar (Lee ve Giorgis, 2004).

Gelişen teknoloji ile birlikte firma performanslarının arttığı ve büyüme oranlarının yükseldiği gözlemlenmiştir. Yapılan çalışmalar sonucunda internet tabanlı teknolojilerin önemli bir inovasyon¹² sağlayıcısı olduğunu göstermektedir. İnternet tabanlı ve internet tabanlı olmayan yeniliklerin firmanın cirosu ile olumlu bir ilişki içerisinde olduğu kanıtlanmıştır (Koellinger, 2008). Firmaları teknoloji ve misyon açısından yenilik yapmaya teşvik etmenin daha iyi bir ekonomik sonuç doğuracağı muhtemeldir (Sirelli, 2000). Firmaları yönetim açısından iyileştirmek, personellerin emek=ücret adaletini sağlamak, çalışma koşullarını sağlıklı hale getirmek, teknolojiyi yakından takip etmek, vizyon ve misyon açısından piyasadaki rakip firmaların gerisinde kalmamak firmanın gelişmesini ve büyümesini sağlayacağı gibi ülke ekonomisine de katkı sağlayacaktır.

Serbest nakit akışı da firmalar için oldukça önemlidir. Serbest nakit akışı güçlü olan firmaların olmayan firmalara oranla ekonomik büyüme de çok daha fazla rol aldığı ve katkı sağladığı görülmüştür. Ayrıca serbest nakit akışı olan firmalarda satış büyümesi ve yatırım oranları daha yüksektir (Brush vd., 2000).

Ülke ekonomilerinin gelişmesinde ve büyümesinde en önemli katkılardan biriside yurtiçi ve yurtdışı yatırımlarıdır. Yatırım ortamının daha iyi olduğu ülkelerde firma performanslarında birikim ve büyüme daha yüksektir (Dollar, Hallward ve Mengistae, 2005). Yatırımın ana kaynağı ise tasarruflardır. Tasarrufların fazla olduğu ekonomilerde yatırım oranları da yüksek olacaktır (Türkoğlu,2016).

¹² İnovasyon; yenilik- yenilikçilik anlamlarına gelen, uygulama alanı çok kapsamlı olan, özünde fayda sağlayıcı ve yaratıcı fikirlerin ticari olarak uygulanmasıdır (Nihat ve Kılınc, 2012).

Başarılı bir kurumsal yönetim ve pazardaki güveni oluşturmak daha istikrarlı, uzun vadeli uluslararası yatırım akışlarını teşvik etmek için önemli bir adımdır. Birçok ülke daha verimli kurumsal yönetim uygulamalarını ekonomik dinamizmi ve dolayısı ile genel ekonomik performansı artırmanın bir yolu olarak görmektedir (Barbu ve Bocean, 2007). Tüm bunların yanı sıra firmaların özelleştirme sürecine girmeleri firmaların kontrol gücü olmayan paylarının borsada satıldığı kısmi özelleştirme dönemiyle başlar. Kısmi özelleştirmenin kârlılık, verimlilik, yatırım üzerinde ve dolayısıyla ekonomik büyümede olumlu bir etkisi olduğu kanıtlanmıştır (Gupta, 2005).

Ekonomik açıdan gelişme sürecinde olan Türkiye’de ise doğrudan yabancı sermayeli yatırımların ekonomik büyümeye katkısı oldukça büyüktür. Bunun yanı sıra sektörlerdeki gelişmeler ayrı ayrı ekonomik büyümeye olanak sağlamakta ve firma performansları ekonomik büyümede rol oynamaktadır. Çalışmalarda doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeye etkisi farklı sonuçlar doğurmuştur. Doğrudan yabancı yatırımın Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomisinde büyüme etkisi yaratırken (Taşdemir ve Erdaş, 2018) bazı ülkelerde ise gelen yatırımlar daha çok portföy yatırımları şeklinde gerçekleştiğinden dolayı olumsuz sonuçlar doğurmuştur. Böylelikle üretimin artmasına neden olacak ve katma değer katacak yatırımların gerçekleşmemesi ve bu durumla ilgili olarak istihdamı yükseltici yatırımlar sağlanmamaktadır (Acar, 2016).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümesine katkı sağlayan bir başka sektörde ihracat firmalarıdır. Krizlerden etkilenmekle birlikte, Türkiye’de ihracatın ekonomik büyüme ile arasında uzun vadeli bir ilişki mevcuttur (Şimdi ve Şeker, 2018). Ekonominin daralma ve genişleme dönemlerinde ise ihracat ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir (Saraç, 2013).

Küçük, orta ve büyük ölçekli tüm firmaların ekonomik büyümeye katkısını yakından ilgilendiren bir başka faktör ise üretim ve rekabet stratejileridir. Rekabet ve üretim stratejileri güçlü olan firmalar hem rakipleri arasından sıyrılmakta hem de daha iyi bir performans sergilemektedir. Rekabetçi stratejileri ile öne çıkan firmalar maliyet, teslimat, esneklik ve kaliteli üretim ile fark yaratmaktadır. Bu firmaların performansları doğrudan etkilenmese de kaliteli üretim ile performanslarını yükseltmektedir. Böylelikle kaliteli üretim ile öne çıkan firmalar ekonomideki reformlara karşı

kırılganlıklarını kaybederek değişimlerden ve krizlerden daha az etkilenmektedir (Gyampah ve Acquaah, 2008).

Aynı zamanda imalat sanayi ve turizm sektörlerinin de ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi vardır. İmalat sanayi GSYH ve ihracattaki payı sebebi ile ekonomik büyüme bakımından önem arz eden bir sektördür. İmalat sanayi sektöründe ihracat ve sermaye malı ithalatı uzun vadede ekonomik büyüme üzerinde büyük önem taşımaktadır (Çetintaş ve Bicil, 2016). 1980'den itibaren turizm sektörü de çoğu ülkede önemli getirisi olan bir sektör haline gelmiştir. Türkiye'de istikrarlı bir ekonomik büyümeye katkıda bulunan önemli sektörlerden biri olarak görülmektedir. Uzun dönemde turizmin de ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu kanıtlanmıştır (Altınar, 2019).

Tüm bu faktörlerin yanı sıra firmalardaki üretim çeşitliliği, uluslararası ve yerli firmaların çeşitlendirmedeki performansları firma performansı açısından oldukça önem arz etmektedir. Yerli firmalar çeşitlilikte iyi bir performans gösteremezken uluslararası firmalar oldukça başarılıdır. Çeşitlilik aynı zamanda karlılık ve satış büyümesi üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir (Wan, 1998).

2.1.3.FİNANSAL GELİŞME VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Firma performansını doğrudan ve dolaylı yoldan etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Finansal gelişmeyi etkilediği gibi ekonomik büyümeyi de dolaylı yoldan etkileyen bu faktörler birbirlerini takip etmektedir. Bu faktörlerin başında; dış yatırım, ihracat, inovasyon, kurumsal yönetim, rekabet koşulları ve teknolojik gelişmeler gelmektedir. Aynı zamanda firma performansı firma büyüklüğü ve varlıkların etkin kullanımından da oldukça etkilenmektedir (Yücel, 2016).

Hem finansal gelişmenin hem ekonomik büyümenin yapı taşlarından olan ihracat firma performansı içinde oldukça önem taşımaktadır. İhracat firmalarının dünya ekonomisinde önemli bir yer teşkil etmektedir. İhracat hedeflerinde değer kaybı yaşıyan firmaların firma gelişimlerinin daha yavaş olduğu görülmüştür. İhracat büyümesinin ise firma üretkenliğinde ve diğer firma performans ölçütlerinde artışlara yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır. Firmalar daha gelişmiş ülkelere ihracat yaptığında

ihracatın firma performansı üzerindeki etkisinin daha da arttığı görülmüştür (Park vd., 2010).

Firma performansını doğrudan etkileyen faktörlerin başında dış yatırım gelmektedir. Uluslararası finansman desteğine sahip olan firma, yerel piyasalarda kısa sürede rekabete katılabilmekte ve etkin bir rol oynayabilmektedir. Bir ülkenin finansal gelişme düzeyini; finansal araçların aktifliği, piyasa araçlarının etkin kullanımı ve piyasaların faaliyet gösterdiği yasal ortam belirlemektedir. Yasal sistemleri dış yatırımcıların haklarını koruyan ülkelerde yerel finansal piyasalar daha hızlı gelişmektedir. Benzer şekilde dış finansmana bağlı endüstriler daha hızlı genişler, yeni firmalar daha kolay oluşturulur. Firmaların dış finansmana ve yabancı firmalara daha fazla erişime sahip olmaları daha hızlı gelişmelerine olanak sağlamaktadır (Levine, Beck ve Maksimovic, 2000). Başka bir deyişle finansmana kolayca erişim sağlayabilen firmaların, yani kredi kısıtlaması olmayan firmaların kredi kısıtlaması olan firmalara oranla çok daha fazla gelişme gösterdiği görülmektedir. Finansmana erişim kısıtı olan firmaların büyümeleri olumsuz şekilde etkilenmektedir (Fowowe, 2017).

İnovasyon doğrudan ve ölçülebilir bir şekilde verimliliği artırdığı için firma performansı için çok önemli bir faktördür. Gelişmekte olan ülkelerin firma performanslarında inovasyonun etkisi daha büyüktür. Teknoloji-inovasyon ilişkisi göz önüne alındığında teknolojiyi yakından takip eden firmalar daha avantajlı konuma gelmektedir. Üretim üzerine faaliyet gösteren firmalarda inovasyon etkisi; yüksek teknoloji firmalar için daha önemliken, düşük teknoloji firmalar için daha az önem taşımaktadır (Norris, Kersting ve Verdier, 2012).

Yenilikler, finansal gelişmenin ve ekonomik büyümenin en önemli dinamiklerinden biri olarak kabul edilmektedir. Yenilikler ve bu yenilikleri yakından takip eden firmalar hem firma performanslarını yükseltirken hem de finansal gelişmeye uzun dönemde katkı sağlamaktadır (Koçak, 2018: 12-28). Teknolojik gelişmeler, keskin rekabet koşulları ve sanayi toplumundan bilgi toplumuna geçişteki yönetim anlayışı finansal iletişim¹³

¹³ Finansal İletişim; kurumsal performans başlığı altında yapılan 'doğru' işlerin iletişimini (karlılık, verimlilik, pazar payı, büyüme, yeni yatırımlar, istihdam, ekonomiye sağlanan katma değer v.b.) doğru bir bilgilendirme stratejisiyle ve açıklık, şeffaflık ve süreklilik ilkelerinden sapmayarak yönetmektir (Gökgöz, 2013).

kavramını oluşturmuştur. Finansal iletişimi güçlü olan firmalar, finansal gelişmeyi olumlu olarak etkilemektedir (Ece, 2019).

Rekabet stratejileri güçlü olan firmaların performanslarını arttırmaya yönelik attıkları her adımın şiddetli rekabet ortamında bile olumlu sonuç verdiği görülmüştür. Stratejisi güçlü olan firmaların mali olarak üstün olmasına bakılmaksızın rekabet ortamında başarı sağladıkları görülmüştür. Tüm rekabet stratejilerinin firma performansını olumlu ve önemli ölçüde artırdığı ortaya koyulmaktadır (Teeratansirikool vd., 2013).

Firma performansının artmasında yerel bankaların mevcudiyeti de oldukça önemlidir. Büyüme şansı yüksek olan sektörlerdeki küçük ve orta ölçekli firmaların büyümeleri de yerel bankaların desteği ile yakından ilişkilidir. Bu firmalara daha yüksek yatırım olasılıkları mevcuttur (Fafchamps ve Schündeln, 2013).

Tüm bu faktörlerin yanı sıra bir firmanın performansını etkileyen faktörler arasında kurumsal yönetimin başarısı, firma yönetimi, yönetim kurulu, şirket hissedarları ve diğer paydaşları arasındaki ilişkilerde yer almaktadır. Kurumsal yönetim ile yönetilen şirketlerde; yönetim kurulu özellikleri ve bunun firma üzerindeki etkileri, üye sayıları, bağımsız üyeler, cinsiyet gibi faktörlerde firma performansını ve dolayısıyla finansal gelişmeyi etkileyen faktörler arasındadır (Çelik vd., 2017).

Organizasyonu başarılı büyük firmaların organizasyon konusunda gelişmekte olan küçük ve orta düzeydeki firmalara göre daha fazla gelişim gösterdiği görülmektedir. Çok uluslu firmaların kültürel ve sosyal gelişmeleri takip ederek firma performanslarına katkı sağladıkları ve hızlı gelişim gösterdikleri tespit edilmiştir. Gelişmekte olan firmaların ise önceliği şirket içi organizasyona vermeleri büyümeleri açısından katkı sağlamaktadır (Lau ve Ngo, 2001). Benzer şekilde güçlü liderlik gelişimi olan firmaların firma performanslarının gözle görülür şekilde arttığı sonucuna ulaşılmıştır (Dalakoura, 2010).

Ekonomik büyümenin hem firma performansı ile hem de finansal sistem ile yakın ilişkisi, finansal sistem ile firma performansı arasında bir nedensellik bağı bulunduğuna işaret etmektedir (Topcu ve Çoban, 2017). Bu nedenle, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi için tanımlanan nedensellik hipotezleri,

ekonomik büyümenin zımni rolü üzerinden finansal gelişme ve firma performansı arasındaki ilişki içinde kurgulanabilir:

✓ **ARZ İTİŞLİ HİPOTEZ**

Finansal sistemde yaşanan gelişmeler firmaların performansları üzerinde oldukça etkilidir. Finansal sistem geliştikçe sektördeki firmaların ucuz sermayeye ulaşımı, finansmana erişimi kolaylaşmaktadır. Böylelikle finansal gelişme firma performansı üzerinde etkili olmaktadır.

✓ **TALEP ÇEKİŞLİ HİPOTEZ**

Bu hipoteze göre firma performansının finansal gelişme üzerinde etkisi vardır. Finansal sistem bu hipotezde yönlendirenden çok yönlendirilen konumdadır. Firma performansında yaşanabilecek gelişmeler, sektördeki firmaların üretim hacimlerinin artması finansal sistemi doğrudan ya da dolaylı bir şekilde etkilemektedir.

✓ **GERİ BESLEME HİPOTEZİ**

Geri besleme hipotezi arz itişli hipotez ile talep çekişli hipotezin birlikteliğinden oluşmaktadır. Bu hipotezde finansal gelişme firma performansından etkilenirken, firma performansı da finansal gelişmeden etkilenmektedir. Geri besleme yolu ile karşılıklı bir etkileşim söz konusudur.

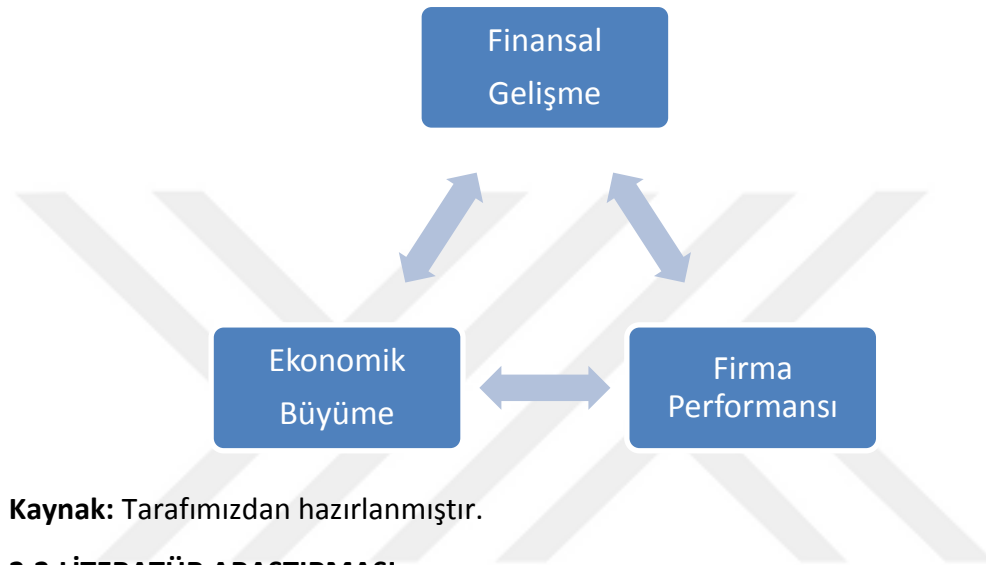
✓ **BAĞIMSIZLIK HİPOTEZİ**

Bağımsızlık hipotezi finansal gelişme ile firma performansı arasında herhangi bir nedensellik bağının olmadığını savunan hipotezdir. Nedensellik türleri içerisinde literatürde nadir rastlanan bir hipotezdir.

Finansal gelişme, doğrudan ya da dolaylı mekanizmalar vasıtasıyla firma performansına etki etmektedir. Finansal sistemin gelişmesi firmaların sermayeye hızlı ve uygun maliyetle erişebilme imkanını artıracığından hem doğrudan; hem de dış yatırım, ihracat, inovasyon, kurumsal yönetim, rekabet koşulları ve teknolojik gelişme gibi faktörler üzerinden dolaylı olarak firma performansına etki edecektir. Benzer şekilde, artan firma performansı da üretim seviyesini artırarak ekonominin genişlemesine neden olmakta ve bu vasıta ile da finansal sistemin gelişmesine katkı sağlamaktadır (talep çekişli hipotez). Şekil 2.2, ekonomik büyümenin zımni rolüne vurgu yapacak

şekilde finansal gelişme ve firma performansı arasındaki beklenen ilişkiyi göstermektedir. Buna göre, finansal gelişme ile firma performansı arasındaki neden-sonuç ilişkisinin ülkeden ülkeye, hatta sektörler arasında bile değişken olabileceği ve ancak ampirik analizler çözülebileceği çıkarımı yapılabilir.

Şekil 2.2. Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme ve Firma Performansı İlişkisi



Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

2.2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

2.2.1. FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki son yıllarda araştırmalarda oldukça sık tartışılan bir konu haline gelmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını daha fazla etkilemekte olan bu ilişki araştırılırken kullanılan farklı değişkenler ve yapılan analizler neticesinde farklı sonuçlar elde edilebilmektedir. İki ilişkiden hangisinin bir diğerini etkilediği konusu, yapılan çalışmalara göre değişkenlik göstermektedir.

Akkay (2010), finansal entegrasyon sürecindeki gelişmelerin irdelenmesi açısından gelişmekte olan ülkelere odaklanmıştır. 1989-2010 dönemi örneklem seçilerek ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Calderon ve Liu (2003), 1964-1994 yılları arasında gelişme sürecinde ve sanayi ülkesi¹⁴ olan 109 ülkenin verilerinde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediğini tespit

¹⁴ Sanayi ülkesi; ekonomisinin ağırlığı sanayi ürünlerinden oluşan ülkedir.

etmiştir. Finansal gelişmenin uzun vadede sürdürülebilmesi, gelişmekte olan ülkelere fazlasıyla katkıda bulunmaktadır.

Gregorio ve Guidotti (1995), finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir ancak bunun etkilerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında farklılık gösterdiğini raporlamıştır. Ayrıca finansal kalkınmadan büyümeye geçişin ana kanalının yatırım hacminden ziyade verimlilik olduğu sonucuna varmıştır.

Hermes ve Lensink (2010), doğrudan yabancı yatırımın finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi pozitif yönlü olarak etkilediğini tespit etmiştir. Veri setindeki 67 ülkeden 37'sinde doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeye olumlu etkisi olduğunu raporlamıştır. Finansal gelişmenin sağlanması ve ekonomik büyüme üzerinde etkili olabilmesi için doğrudan yabancı yatırım önemli bir koşuldur fakat tek başına yeterli değildir.

Hassan, Sanchez ve Yu (2011), coğrafi bölgelere göre sınıflandırılan ülkelerdeki ekonomik büyümenin muhasebeleştirilmesinde finansal gelişmenin rolünün ne kadar büyük olduğunu kanıtlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru pozitif yönlü ilişki olduğunu tespit etmiştir. Kısa vadede çoğu bölgede finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedensellik ilişkisine rastlanırken, daha az gelişmiş bölgelerde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu raporlamıştır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde aktif işleyen bir finansal sistemin istikrarlı bir ekonomik büyümeye ulaşmak için gerekli olduğu ancak yeterli olmadığı sonucuna varmıştır.

Demetriades ve Hussein (1996), finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bağımsızlık ilişkisi tespit etmiştir. Ancak ilişkideki nedensellik yönlerinin, farklı ülkeler için değiştiğini raporlamıştır.

Bangake ve Eggoh (2011), 1960-2004 döneminde aralarında gelişmiş ülkelerinde bulunduğu 71 gelişmekte olan ülkenin finansal gelişimi ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu tespit etmiştir. Düşük ve orta gelirli ülkelerde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında nedensellik yönüne dair bir kanıt

bulunamamıştır. Yüksek kazançlı ülkelerde ise ekonomik büyümenin finansal gelişimi önemli ölçüde etkilediğini raporlamıştır.

Valickova, Havranek ve Horvart (2014), 67 ülke verisi incelendiğinde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru pozitif yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu tespit etmiştir. Ancak ülkeler bireysel olarak incelendiğinde sonuçların büyük ölçüde değiştiğini kanıtlamıştır. Ekonomik büyüme ve finansal gelişme ilişkisinin gelişmekte olan ülkelerde zayıf olduğunu ve borsaların diğer finansal araçlara göre daha hızlı bir şekilde ekonomik büyümeyi desteklediğini raporlamıştır.

Arestis, Demetriades ve Luintel (2001), beş gelişmiş ekonomideki borsa gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin büyümeyi olumlu yönde etkilediğini tespit etmiştir¹⁵.

Bu çalışmaların yanı sıra yerli araştırmacıların çalışmalarına baktığımızda tıpkı dünya literatüründe olduğu gibi Türkiye örneklerinde de örneklemeler değiştikçe sonuçların değiştiği gözlemlenmiştir.

Özcan ve Arı (2011), 1998-2009 döneminde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında tek yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır. İlişki yönü ise, Granger nedensellik testi sonucuna göre, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrudur. Böylelikle, Robinson tarafından ileri sürülen “talep çekişli hipotez” bulgularına ulaşmıştır.

Pata ve Alperen (2018), 1982-2016 döneminde finansal gelişmedeki artışların ekonomik büyümeyi hem kısa hem de uzun vadede pozitif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Nedensellik testinin sonuçları kısa vadede finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedenselliğin olduğunu göstermiştir. Türkiye için arz itişli hipotezin geçerli olduğunu raporlamıştır.

Ergeç (2004), Türkiye ekonomisine ait 7 zaman serisinin 1998-2001 döneminde 53 adet üçer aylık gözlem kullanılarak Granger nedensellik testi ve ekonomik gelişimi takip etmek için GSYH'nın büyüme hızı kullanmıştır. Nedenselliğin yönü ise kısa vadede

¹⁵ Çalışmamızın en geniş kısımlarından biri olan ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi ele alan araştırmalar, literatürde önemli büyüklükte bir yer kaplamaktadır. Bu nedenle çalışmamızda bu ilişkiyi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için nedensellik yönü ile ele alan araştırmalara değinilmiştir.

ekonomik gelişmeden finansal gelişmeye doğru olduğunu, uzun dönemde ise finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğunu tespit etmiştir. Kısa vadede nedensellik ilişkisi sadece bazı finansal gelişme göstergelerinde bulunsa da, uzun vadede nedensellik ilişkisi hemen hemen tüm finansal gelişme göstergelerinde bulunmuştur.

Çeştepe ve Yıldırım (2016), Finansal gelişmeyi ifade ettiği iddia edilen dört değişken kullanılarak 1986-2015 döneminde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında, hem kısa hem de uzun vadede iki yönlü nedensellik ilişkisi olduğu bulgusuna varmıştır.



Tablo 2.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Literatürü

ÇALIŞMALAR	GELİŞMİŞ ÜLKELER	GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	ARZ İTİŞLİ HİPOTEZ	TALEP ÇEKİŞLİ HİPOTEZ	GERİ BESLEME HİPOTEZİ	BAĞIMSIZLIK HİPOTEZİ
Gregorio ve Guidotti (1995)	✓	✓	✓			
Demetriades ve Hussein (1996)		✓				✓
Arestis, Demetriades ve Luintel (2001)	✓		✓			
Calderon ve Liu (2003)		✓	✓			
Akkay (2010)		✓		✓		
Hermes ve Lensink (2010)		✓	✓			
Bangake ve Eggoh (2011)	✓	✓			✓	
Valickova, Havranek ve Horvart (2014)	✓	✓	✓			
Özcan ve Arı (2011)		✓		✓		
Pata ve Alperen (2018)		✓	✓			
Ergeç (2004)		✓	✓	✓		
Çeştepe ve Yıldırım (2016)		✓			✓	

Kaynak: Tarafımızdan oluşturulmuştur.

Tablo 2.1., finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki hakkında yapılan çalışmaları göstermektedir. Çalışmalar genellikle gelişmekte olan ülkeler üzerinde yoğunlaşmıştır ve genellikle arz itişli hipotezin geçerli olduğu sonucuna varılmıştır¹⁶.

2.2.2. EKONOMİK BÜYÜME VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Driemeier, Wallsten ve Xu (2006), bir ülkenin yatırım ortamının gelişmişliği ve güvenilirliği ekonomik büyüme açısından son yıllarda oldukça önemli hale gelmiştir. Yatırım ortamı için alınan önlemleri, verimliliği ve bunların firma performansı üzerindeki etkilerini daha kesin bir şekilde ölçmek için beş şehirde 1.500 Çinli işletme ile yapılan anketlerdeki sonuçların doğru orantılı olduğunu tespit etmiştir. Özellikle, firma performansı; yabancı ve yerli özel mülkiyet ve teknolojik altyapı ile olumlu bir şekilde ilişkili olduğu bulgusuna varmıştır.

Messersmith ve Guthrie (2010), gelişmekte olan ülkelerdeki firma verilerine göre bu firmaların kullanmaya başladıkları yüksek performanslı programların hem firmayı hem de ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği bulgusuna ulaşmıştır. Yüksek performanslı bilgisayar programları ile birlikte firmalarda satış büyümesi olduğunu raporlamıştır.

Barbu ve Bocean (2007), pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke daha iyi bir kurumsal yönetimin ekonomik dinamizmi iyileştirmenin ve böylece genel ekonomik performansı artırmanın bir yolu olarak görmektedir. İyi bir kurumsal yönetim, piyasa güveni oluşturmak daha istikrarlı, uzun vadeli yabancı yatırımları teşvik etmek için önemli bir adımdır. Kurumsal yönetimin ekonomik performans için ne kadar önemli olduğunu tespit etmiştir.

Qinglu, Ronglin ve Hualin (2008), 1995-2004 seneleri arasında borsaya kota edilmiş Çinli şirketlerin örneğine dayanarak, ekonomik büyüme, ekonomik politikalar ve firma performansı ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin farklılıkları olmasına rağmen birbirleri ile bağlantılı olduğu görülmektedir. Ekonomi politikalarının firma performansı üzerindeki etkisinde, makroekonomik büyümenin mikro firma performansından ayrılmadığı ve karşılıklı etkileşim içerisinde olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

¹⁶ Çalışmamızın en geniş kısımlarından biri olan ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi ele alan araştırmalar, literatürde önemli büyüklükte bir yer kaplamaktadır. Bu nedenle çalışmamızda bu ilişkiyi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için nedensellik yönü ile ele alan araştırmalara değinilmiştir.

Chauvet ve Jacolin (2017), 79 ülkedeki 55.596 firma incelendiğinde finansal hizmetlerin firmalar arasında dağılımının, firma performansı üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Finansal derinleşmenin ve banka yoğunlaşmasının gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların performansı üzerinde pozitif bir etkisi olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Ayrıca, daha rekabetçi bankaların, firma büyümesini desteklediği, banka yoğunlaşmasının özellikle yabancı ve devlete ait firmalar için daha fazla firma büyümesi anlamına geldiği görülmektedir.

Gyampah ve Acquaah (2008), Ganalı imalat firmalarındaki üretim ve rekabet stratejileri ile firma performansı arasındaki ilişkinin karşılıklı olarak etkileşim içerisinde olduğunu tespit etmiştir. Rekabetçi strateji firma performansını doğrudan etkilemese de, kalite ile dolaylı olarak etkilediği görülmektedir. Bir firmanın bir maliyet liderliği veya bir farklılaştırma stratejisi izleyip izlemediği, kalite üzerine yapılan vurgu, firma performansı açısından en fazla faydayı sağlamaktadır. Dolayısıyla ekonomik büyümeyi de olumlu olarak etkilemektedir.

Yerel çalışmalara baktığımızda ise Alparslan ve Aygün (2013), BİST'te işlem gören 117 firmanın 2009-2010 yıllarındaki verilerinde, yapılan bağış ve yardımların firma performansına katkısının olumlu olduğunu tespit etmiştir. Kurumsal olarak yapılan sosyal sorumluluk projelerinin firmaya olumlu etkisi olduğunu raporlamıştır. Dolayısıyla ekonomik büyüme ile arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Korkmaz (2010), 1990-2008 yılları arasında yerli firmalarda yapılan AR-GE çalışmalarının firma performansını olumlu etkilediğini tespit etmiştir. AR-GE harcamalarını arttıran firmaların büyüdüğü ve dış dünya ile rekabet edebilir duruma geldiğini raporlamıştır. Firmalar için yeniliğin anlamı, uzun dönemde refah ve verimliliğin artması anlamına gelmektedir. Bu durumda ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır.

Öztürk ve Altınöz (2018), İmalat sektöründe faaliyette bulunan firmaların karlılığının ekonomik büyümeye olumlu yansıdığını tespit etmiştir. Türk imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 101 imalat sanayi firmasına ait 1995-2016 verilerinde bu firmaların karlılığındaki artışın ekonomik büyümeye önemli ölçüde katkı sağladığı bulgusuna ulaşmıştır.

Polat ve Peker (2016), 1993-2012 yılları arasında otomotiv sektöründe faaliyet gösteren 11 adet firmanın satış hasılatları ortalaması ve dönem kârları ortalaması incelenerek makro değişkenlerle ilişkisini ve ekonomik büyümeye etkisini tespit etmiştir. Ülkedeki gayri safi milli hasıla yükseldikçe, firmaların satış hasılatları da aynı seviyede olmasa da yükselmektedir. Ekonomik büyümede gerçekleşen olumlu durumların firma performansını da olumlu etkilediğini raporlamıştır.

Tablo 2.2., ekonomik büyüme ile firma performansı arasındaki ilişki hakkında yapılan çalışmaları göstermektedir. Bu çalışmalar da finansal gelişme ve ekonomik büyüme literatüründe olduğu gibi gelişmekte olan ülkeler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Sonuç olarak genellikle firma performansının ekonomik büyümeyi etkilediği; yani talep çekişli hipotezin geçerli olduğu bulgusu tespit edilmiştir.

Tablo 2.2. Ekonomik Büyüme ve Firma Performansı Literatürü

ÇALIŞMALAR	GELİŞMİŞ ÜLKELER	GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	ETKİ YÖNÜ		
			EKONOMİK BÜYÜME→ FİRMA PERFORMANSI	FİRMA PERFORMANSI→EKONOMİK BÜYÜME	KARŞILIKLI ETKİLEŞİM
Driemeier, Wallsten ve Xu (2006)	✓				✓
Messersmith ve Guthrie (2010)		✓		✓	
Barbu ve Bocean (2007)	✓	✓		✓	
Qinglu, Ronglin ve Hualin (2008)	✓				✓
Chauvet ve Jacolin (2017)	✓	✓	✓		
Gyampah ve Acquaah (2008)		✓		✓	
Alparslan ve Aygün (2013)		✓		✓	
Korkmaz (2010)		✓		✓	
Öztürk ve Altınöz (2018)		✓		✓	
Polat ve Peker (2016)		✓	✓		

Kaynak: Tarafımızdan oluşturulmuştur.

2.2.3. FİNANSAL GELİŞME VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Giannetti ve Ongena (2009), Doğu Avrupa ekonomilerindeki 60.000 küçük ve genç firma verilerinde dış yatırımın finansal gelişmeyi teşvik ettiği bulgusuna ulaşmıştır. Doğu Avrupa ekonomilerinde küçük ölçekli ve genç firmalar yabancı banka varlığından fazlaca yararlanırken, yerel bankalara veya hükümete bağlı işletmeler ise zarar görmektedir. Yabancı bankaların kredi sorunlarını azaltmaya ve sermaye tahsisini iyileştirmeye yardımcı olabileceğini böylelikle de finansal gelişmeye katkıda bulunacağını raporlamıştır.

Fowowe (2017), 30 Afrika ülkesinde 10.888 firma verilerinde finansman sıkıntısı yaşayan firmaların büyümesinde olumsuz etkiler yarattığı bulgusuna ulaşmıştır. Dolayısıyla bu durum finansal gelişmenin de olumsuz yönde etkilendiği anlamına gelmektedir. Dünya Bankası'nın işletme anketlerinin veri olarak kullanıldığı çalışmada kredi sınırlaması olmayan firmaların, kredi sınırlaması olan firmalara göre daha hızlı büyüme yaşadığını göstermektedir.

Teeratansirikool, Siengthai, Badir ve Charoenngam (2013), Borsada işlem gören 101 Tayland firmasının verilerinde rekabet stratejileri ve firma performansı arasındaki ilişkide doğru olan tüm rekabet stratejilerinin firma performansını önemli ölçüde arttırdığını tespit etmiştir. Bir firmanın izlediği stratejiler farketmeksizin, şiddetli bir rekabet ortamında dahi finansal gelişmeye katkı sağladığını raporlamıştır.

Türkiye için yapılan çalışmalarda ise Bulut, Pınar, Halaç ve Öztürk (2013), 45 firmadaki 139 personelden anket yöntemi ile toplanan verilerden yola çıkarak İzmir Atatürk Organize Sanayi Bölgesi'nde plastik ve kauçuk sektöründe girişimsel pazarlamanın, finansal gelişme üzerinde anlamlı ve olumlu sonuçları olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Eren, Alpkın ve Erol (2005), Çorum, Amasya ve Tokat gibi Orta Karadeniz bölgesinde bulunan kentlerde imalat sanayi sektöründe yer alan 221 firmadan elde edilen veriler ile üretim ve pazarlama stratejilerinin firma performansına etkisini raporlamıştır. Yenilik ve finansal konularda rakiplerden geride kalmayan firmaların performanslarının olumlu etkilendiği bulgusuna ulaşmıştır. Dolayısı ile finansal gelişmeye de katkıları olduğu sonucuna varmıştır.

Kesbiç ve Taşdemir (2019), BİST 100 endeksinde yer alan 89 firmanın 2010-2018 yılları arasındaki verileri, bu firmaların halka açıklık oranları ile finansal performansları arasında anlamlı bir ilişki olmadığını raporlamıştır.

Yılmaz ve İçten (2018), Gayrimenkul sektörü, Türkiye ekonomisinin büyümesinde önemli bir rol oynamaktadır. Özellikle son 10 yıldır gösterdiği gelişim ile en önemli sektörlerin başında yer almaktadır. Borsa İstanbul'da işlem gören 31 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının 2007-2016 yıllarına ilişkin nakit akımı odaklı finansal performansı incelenmiş ve sektör performansının finansal gelişmeyi olumlu olarak etkilediğini tespit etmiştir.

Ünal ve Yüksel (2017), Firmaların finansal performansları ile hisse senedi getirisinin ilişkisi ele alarak, 2015-2017 yılları arasında Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'nde işlem gören bankaların finansal performansları ve hisse senedi getirilerinin analizi sonucunda hisse senetleri getirileri ile finansal gelişme arasında bir ilişki olmadığı bulgusuna varmıştır.

Nas ve Çarkıcı (2015), 336 firmadan elde edilen ikincil veriler doğrultusunda, verimli ve kaliteli yönetimin firmanın finansal performansını farklı düzeylerde olumlu veya olumsuz olarak etkilediği bulgusuna varmıştır. Aynı şekilde firmanın risk alma davranışı da farklı düzeylerde ve farklı yönlerde etkilediğini raporlamıştır. Bulgular bütün olarak değerlendirildiğinde, güçlü yönetimin finansal gelişmeyi olumlu etkilediğini tespit etmiştir.

Topcu ve Çoban (2017), 1989 döneminde Türkiye'de imalat sanayiinde yer alan firmalarda, finansal gelişme ile firma performansı arasındaki ilişkide gelişen finansal sistemin firma performansını etkilediğini ve arz itişli hipotezin geçerliliğini ortaya koymuştur.

Tablo 2.3., finansal gelişme ile firma performansı arasındaki ilişki hakkında yapılan çalışmaları göstermektedir. Bu çalışmalar arasında sektör ayrımı olmaksızın yapılan çalışmalar Giannetti ve Ongena (2009), Fowowe (2017), Teeratansirikool, Siengthai, Badir ve Charoenngam (2013) olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye özelinde yapılan çalışmalara baktığımızda ise literatürün sadece tek sektör üzerine yapılan çalışmalardan oluştuğu dikkat çekmektedir. Bu çalışmalar Bulut, Pınar, Halaç ve Öztürk

(2013), Eren, Alphan ve Erol (2005), Yılmaz ve İçten (2018), Topcu ve oban (2017), Ünal ve Yüksel (2017) olarak görünmektedir¹⁷.



¹⁷ Nas ve arkıcı (2015) ve Kesbiç ve Taşdemir (2019) sektör ayırımına gitmeksizin Türkiye üzerine odaklanmıştır.

Tablo 2.3.Finansal Gelişme ve Firma Performansı Literatürü

ÇALIŞMALAR	GELİŞMİŞ ÜLKELER	GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	ETKİ YÖNÜ		
			FİNANSAL GELİŞME→FİRMA PERFORMANSI	FİRMA PERFORMANSI→FİNANSAL GELİŞME	BAĞIMSIZLIK
Giannetti ve Ongena (2009)	✓			✓	
Fowowe (2017)		✓			✓
Teeratansirikool vd. (2013)	✓			✓	
Bulut, Pınar, Halaç ve Öztürk (2013)		✓		✓	
Eren, Alpkan ve Erol (2005)		✓		✓	
Kesbiç ve Taşdemir (2019)		✓			✓
Yılmaz ve İçten (2018)		✓		✓	
Ünal ve Yüksel (2017)		✓			✓
Nas ve Çarkıcı (2015)		✓		✓	
Topcu ve Çoban (2017)		✓	✓		

Kaynak: Tarafımızdan oluşturulmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA ÇERÇEVESİ VE AMPİRİK ÇERÇEVE

3.1.ÇALIŞMANIN AMACI ve ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü ve derecesi son yıllarda oldukça popüler bir çalışma alanı haline gelmiştir. Bu çalışmanın amacı, 1990-2017 döneminde Türkiye’de finansal gelişme ve BİST’te işlem gören firmaların performansları arasındaki ilişkinin analiz edilmesidir. Literatürde ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi ele alan çok fazla sayıda çalışma bulunmaktadır. Finansal gelişme-ekonomik büyüme literatürüne kıyasla finansal gelişme-firma performansı literatürü yeni gelişen bir çalışma alanıdır. Finansal gelişme ve firma performansı alanında Türkiye örneğinde daha evvel yapılmış bilginiz dahilinde dört çalışma (Bulut vd., 2013; Eren Alpkan ve Erol, 2005; Topcu ve Çoban, 2017; Yılmaz ve İçten, 2018) bulunmaktadır. Bu dört çalışmada tek sektör üzerinde durularak bu sektörlerdeki firmalar incelenmiştir. Fakat Türkiye’de farklı sektörler üzerinden bu ilişkiyi inceleyen bilginiz dahilinde herhangi bir çalışma bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu çalışma, literatürde bu konudaki çalışmaları geliştirmek suretiyle ile finansal gelişmenin sektörel bazda firma performansı üzerindeki etkilerini inceleyen ilk çalışmadır.

Bu özgünlüğünün dışında, çalışmanın mevcut literatüre bir noktadan daha katkı yapması beklenmektedir. Bu doğrultuda bu çalışma finansal gelişmenin kaynağını göz önüne alarak firma performansı üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Yukarıda sıralanan amaç ve katkı doğrultusunda, bu çalışmada cevap aranan sorular iki hipotez altında toplanmıştır. Bunlardan ilki “finansal gelişmenin makro bazda ortaya çıkan ekonomik büyüme ile etkileşiminin mikro bazda da firma performansı ile ortaya

çıkabileceği”dir. Bu etkileşim, sektörlerin finansal gelişmeden faydalanma seviyesine ve üretim düzeylerine göre değişebileceği için çalışmada ileri sürülen ikinci hipotez ise “finansal gelişme-firma performansı ilişkisinin sektörel bazda heterojen sonuçlar ortaya çıkaracağı”dır.

3.2.ÇALIŞMANIN KAPSAMI VE SINIRLILIKLARI

Bu çalışmada Türkiye’de finansal gelişme ile farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların performansı arasındaki ilişki analiz edildiğinden, çalışmada karşımıza çıkan ilk kısıt odaklanacağımız sektörler ile ilgilidir. Analize dahil edilen sektörler veri temini konusunda uygun gözlem sayısını tamamlayabildiğimiz üç sektörle sınırlandırılmıştır. Bu sektörler; (i) imalat sanayii, (ii) mali kuruluşlar ve (iii) toptan ve perakende ticaret, lokantalar, otellerdir. Çalışmada ikinci kısıt finansal gelişme göstergelerinin belirlenmesi sırasında karşılaşılmıştır. Literatürde, finansal gelişmenin etkilerinin araştırıldığı çok sayıda çalışmada farklı finansal gelişme göstergeleri kullanılmıştır. Bu çalışmada IMF tarafından geliştirilen finansal gelişme endeksleri kullanılmıştır. Üçüncü kısıt ile firma performansı göstergelerinin belirlenmesi aşamasında karşılaşılmıştır. Ampirik literatürle paralel olarak çalışmada firma performansı göstergesi olarak aktif karlılık oranı ve özkaynak karlılık oranı kullanılmıştır. Kapsam açısından karşılaşılan bu üç sınırlandırmanın dışında, yöntem açısından ve zaman açısından da birer sınırlandırma yapılmıştır. Yöntem açısından yapılan sınırlandırma, paneli oluşturan birimler arasındaki heterojenliği dikkate alan panel nedensellik tekniği seçilmiş olmasıdır. Zaman açısından yapılan sınırlama ise analizin 1990-2017 dönemini kapsamaktadır.

3.3.AMPIRİK ÇERÇEVE

3.3.1. MODEL VE VERİ

Bu tez çalışmasında Türkiye’de finansal gelişme ile finansal gelişme ve firma performansı arasındaki nedensellik ilişkisi sektörel bazda araştırılacaktır. Bu amaçla değişkenlerin 1990-2017 dönemini kapsayan yıllık verileri toplanarak analize dahil edilmiştir.

Uygulamalı finans literatüründe yer çalışmalar, firma performansını genellikle aktif karlılık oranı (roa) ve özkaynak karlılık oranı (roe) kullanarak ölçmektedir (örneğin,

bknz: Khatab vd., 2011; Salim ve Yadav, 2012; Vintila ve Nenu, 2015; vd.). Aktif karlılık oranı bir işletmede varlıkların verimli kullanılıp kullanılmadığının bir ölçüsü iken; özkaynak karlılık oranı ise dönem karının özsermaye içindeki payını ifade etmektedir (Ross, Westerfield ve Jaffle, 2005). Bu tanımlardan yola çıkarak:

$$roa = \frac{Net\ Kar}{Toplam\ Aktifler} \quad (3.1)$$

$$roe = \frac{Net\ Kar}{Özsermaye} \quad (3.2)$$

şeklinde hesaplanmaktadır. Bu çalışmalarla paralel olarak firma performansının göstergesi olarak çalışmamızda da roa ve roe göstergeleri kullanılmıştır.

$$roa = f \{fd\} \quad (3.3)$$

$$roe = f \{fd\} \quad (3.4)$$

Denklem (3.3) ve denklem (3.4) finansal gelişme endeksine (fd) bağlı olarak tanımlanan firma performansı fonksiyonlarını göstermektedir. Denklem (3.3)'de roa finansal gelişmenin; denklem (3.4)'de ise roe finansal gelişmenin bir fonksiyonu olarak tanımlanmıştır.

Levine (2004), finansal gelişmenin etkisinin ölçülmesinden evvel finansal gelişmenin doğru göstergesinin saptanmasının önemine vurgu yapmaktadır. Ampirik literatürde finansal gelişmenin etkilerini ölçen çalışmaların büyük bir çoğunluğu finansal gelişmeyi tek bir göstergesyle (özel sektöre sağlanan genellikle yurt içi krediler) ölçmesine rağmen, son dönem çalışmalarda tek bir göstergenin finansal gelişmenin net etkisini ölçmekte yetersiz kalacağı tartışılmaktadır (Topcu ve Payne, 2017; Çoban ve Topcu, 2013; vd.). Ayrıca, Levine ve Zervos (1998), finansal gelişmenin sadece bankacılık piyasası göstergeleri ile değil, hisse senedi piyasası göstergeleri kullanılarak da ölçülmesi gerektiğine işaret etmektedir. Bu noktalardan hareketle çalışmada finansal gelişme IMF tarafından geliştirilen ve finansal gelişmeyi finansal kurumlar ve finansal

piyasaların gelişimine bağlayan finansal gelişme endeksi kullanarak temsil edilmiştir¹⁸. Denklem (3.5), finansal gelişmenin nasıl tanımlandığını ifade etmektedir:

$$fd = f \{fi, fm\} \quad (3.5)$$

burada fi finansal kurumlar endeksini (financial institutions), fm ise finansal piyasalar endeksini (financial markets) simgelemektedir.

Çalışmada firma performansı değişkenlerine ait gözlemler Finnet veritabanından derlenmiştir¹⁹. 3 sektörden (i. imalat sanayii, ii. mali kuruluşlar, iii. toptan ve perakende ticaret, lokantalar, oteller) toplam 88 adet firma analize dahil edilmiştir. Tablo 3.1., analize dahil edilen firmaları ve bu firmaların sektörlere göre dağılımını göstermektedir.

Tablo 3.1. Analize Dahil Edilen Firmalar ve Sektörlere Göre Dağılımı

İmalat Sanayii			Mali Kuruluşlar	Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar Oteller
1 ADBGR	23 EGEEN	45 TIRE	1 AKBNK	1 AYCES
2 AFYON	24 EGGUB	46 OLMIP	2 AKSGY	2 INTEM
3 AKSA	25 EGPRO	47 PARSN	3 ALARK	3 MAALT
4 ALCAR	26 EGSER	48 PETKM	4 ECILC	4 MARTI
5 ARCLK	27 EREGL	49 PINSU	5 ECZYT	5 MGROS
6 AYGAZ	28 FMIZP	50 PNSUT	6 GARAN	6 MIPAZ
7 BAGFS	29 FROTO	51 SARKY	7 GARFA	7 PKENT
8 BANVT	30 GENTS	52 TBORG	8 ICBCT	
9 BFREN	31 GOODY	53 TATGD	9 IHLAS	
10 BRISA	32 GOLTS	54 TOASO	10 ISATR	
11 BUCIM	33 GUBRF	55 TUPRS	11 ISBTR	
12 CELHA	34 HEKTS	56 PRKAB	12 ISCTR	
13 CMENT	35 HURGZ	57 USAK	13 KCHOL	
14 CIMSA	36 IZMDC	58 VESTL	14 NTHOL	
15 DERIM	37 KARTN	59 YUNSA	15 QNBFL	
16 DEVA	38 KENT		16 QNBFB	
17 DITAS	39 KONYA		17 SISE	
18 DGKLB	40 KORDS		18 KLNMA	
19 DOGUB	41 KUTPO		19 TSKB	
20 DOKTA	42 LUKSK		20 TRCAS	
21 DURDO	43 MAKTK		21 VAKFN	
22 DYOBY	44 MRSHL		22 YKBNK	

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

¹⁸ IMF tarafından düzenlenen finansal gelişme tanımları ile ilgili detaylı bilgi teorik kısımda sunulmuştur.

¹⁹ Roa ve roe değişkenlerine ait gözlemlerin derlenmesi için denklem (3.1) ve denklem (3.2)'de verilen formüller takip edilmiştir.

Buna göre çalışmada tahmin edilecek nedensellik fonksiyonları denklem (3.5)'deki finansal gelişme kaynakları göz önüne alınarak genişletilecek olursa:

$$roa = f \{fi\} \quad (3.6)$$

$$roa = f \{fm\} \quad (3.7)$$

$$roe = f \{fi\} \quad (3.8)$$

$$roe = f \{fm\} \quad (3.9)$$

şeklinde yazılabilir.

Tablo 3.2., analize dahil edilen endekslerin ve değişkenlerin kısaltmalarını tanımlamaktadır.

Tablo 3.2. Analizde Kullanılan Değişkenler

Finansal Gelişme Göstergeleri	Firma Performansı Göstergeleri
fd: Finansal Gelişme Endeksi	roa: Aktif Karlılık Oranı
fi: Finansal Kurumlar Endeksi	roe: Özkaynak Karlılık Oranı
fm: Finansal Piyasalar Endeksi	

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

3.3.2.YÖNTEM VE BULGULAR

Panel veri analizlerinin uygulandığı araştırmalarda paneli oluşturan yatay kesit (firmaların) birimlerinin birbirlerine bağımlı olması durumu, analiz sonuçları üzerinde oldukça etkilidir. Yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmadan yapılan analizlerden elde edilen sonuçlar sapmalı ve tutarsız olabilmektedir. Bu nedenle analize başlamadan önce yatay kesitler (paneli oluşturan firmalar) arasında bir bağımlılık olup olmadığının mutlaka test edilmesi gerekmektedir (Koçbulut ve Barış, 2016).

Panel birim kök testleri bu bağlamda birinci ve ikinci kuşak testler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Birinci kuşak birim kök testleri, paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olduğunu ve paneli oluşturan birimlerden herhangi birine gelen şoktan tüm yatay kesit birimlerini aynı düzeyde etkilediğini varsaymaktadır. Hâlbuki günümüzde uluslararası ekonomilerinin birbirleri ile ilişkili olması göz önüne alındığında, paneli oluşturan yatay kesit birimlerinden herhangi birine gelen bir şoktan

birimlerin farklı düzeyde etkilenmesi daha gerçekçi bir yaklaşımdır. Bu eksikliği ortadan kaldırmak için, yatay kesit birimleri arasındaki bağımlılığı dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri geliştirilmiştir (Yıldırım, Mercan ve Kostakoğlu, 2013).

Çalışmada yatay kesit bağımlılığı sınaması, literatürde yaygın olarak kullanılan iki test yardımıyla gerçekleştirilecektir. Bunlardan ilki Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testidir. Bu test, panelin birim boyutu (N) sabitken, zaman boyutunun sonsuza yakınsadığı ($T \rightarrow \infty$) durumlarında kalıntıların korelasyon katsayılarını temel alan bir Lagrange çarpanı (LM) testidir. Bu testteki LM istatistiği aşağıdaki biçimde hesaplanmaktadır:

$$LM = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2 \sim X_{N(N-1)/2} \quad (3.10)$$

burada N yatay kesit boyutunu, T ise zaman boyutunu simgelemektedir. LM testinin sıfır hipotezi:

$$H_0 : cov(u_u, u_{jt}) = 0 \quad (\text{yatay kesit bağımlılığı yoktur}) \quad (3.11)$$

biçiminde kurgulanmıştır.

Breusch ve Pagan (1980) testi, N sabit ve $T \rightarrow \infty$ durumunda geçerli bir testtir. Fakat bu test birim boyutunun büyük, zaman boyutunun ise sınırlı olduğu durumda tutarlılık özelliğini kaybetmektedir. Bu nedenle çalışmada alternatif olarak Pesaran (2004) tarafından geliştirilen CD test istatistiği kullanılmıştır. CD test istatistiği aşağıdaki biçimde hesaplanmaktadır:

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right) \quad (3.12)$$

CD testinde de LM testinde olduğu gibi sıfır hipotezi “yatay kesit arasında bağımlılık yoktur” şeklinde kurgulanmaktadır ve bu hipotezin reddedilmesi durumunda birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğuna karar verilmektedir (Pesaran, 2004).

Tablo 3.3., LM testi ve CD testi sonuçlarını göstermektedir. Havuzlanmış panelde her iki test sonucuna göre de hem roa hem de roe değişkeni için “yatay kesit arasında bağımlılık yoktur” boş hipotezi %1 seviyesinde reddedilerek yatay kesit bağımlılığı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Benzer şekilde, sektörel bazda da hem LM hem de CD testi sonuçlarına göre “yatay kesit arasında bağımlılık yoktur” boş hipotezi %1 seviyesinde reddedilerek firma performansı göstergeleri için yatay kesit bağımlılığı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 3.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Sektör	Değişken	LM Testi	CD Testi
Havuzlanmış Panel	roa	11848,37***	56,73703***
	roe	9515,668***	36,91600***
İmalat Sektörü	roa	4623,404***	35,69191***
	roe	3489,991***	22,29498***
Mali Kuruluşlar	roa	1078,555***	19,44257***
	roe	955,3542***	13,91642***
Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar ve Otel	roa	45,25993***	2,919851***
	roe	62,18018***	3,961452***

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Bu çalışmada paneli oluşturan firmalar arasında yatay kesit bağımlılığı bulunduğu için panel verisi serilerin (firma performansı) durağanlığını sınamak için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan CADF testi kullanılmıştır. CADF ile paneli oluşturan serilerdeki her bir yatay kesit biriminde birim kök testi yapılabilmektedir. Böylelikle serilerin durağanlığı, panelin geneli için ve her bir yatay kesit için ayrı ayrı da hesaplanabilmektedir. CADF testi panelin zaman ve birim boyutu üzerine bir sınırlandırma koymamaktadır. Buna göre hem panelin zaman boyutunun yatay kesit boyutundan büyük olduğu ($T > N$) durumlarda, hem de yatay kesit boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu ($N > T$) durumlarda kullanılabilir. CADF test istatistiği aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Pesaran, 2007):

$$Y_{i,t} = (1 - \phi_i)\mu_i + \phi_i Y_{i,t-1} + u_{i,t} \quad i = 1, 2, \dots, N \text{ ve } t = 1, 2, \dots, T \quad (3.13)$$

burada;

$$u_{it} = \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \quad (3.14)$$

Gözlenemeyen faktörler f_t olmak üzere, u_{it} hata terimi tek faktör yapısına sahiptir.

Burada ε_{it} bireysel-spesifik hatayı göstermektedir.

Denklem (3.13) denklem (3.14) cinsinden tekrar yazılacak olursa:

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + \beta_i Y_{i,t-1} + \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N \text{ ve } t = 1, 2, \dots, T \quad (3.15)$$

Burada, $\alpha_i = (1 - \phi_i)\mu_i$, $\beta_i = -(1 - \phi_i)$ ve $\Delta Y_{it} = Y_{it} - Y'_{i,t-1}$ 'dir.

CADF birim kök hipotezleri ise şu şekildedir;

$$H_0: \beta_i = 0 \quad \text{tüm } i\text{'ler için} \quad (\text{Seri Durağan Değildir}) \quad (3.16)$$

$$H_1: \beta_i < 0 \quad i=1,2,\dots,N_1, \quad \beta_i = 0 \quad i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N. \quad (\text{Seri Durağandır}) \quad (3.17)$$

Finansal gelişme göstergelerimiz firmalara göre değişmediği için (zaman serisi yapısında olduğu için) finansal gelişme göstergelerinin durağanlık sınaması ise zaman serisine ait birim kök testleri ile yapılmalıdır. Zaman serisi literatüründe en yaygın kullanılan birim kök testi ise Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen ADF (genişletilmiş Dickey-Fuller) birim kök testidir²⁰. ADF testi, değişkenlerin sabit varyans sağlaması için denklemin dinamik bir yapıya büründürülmesi ile geliştirilmiştir. Ardışık bağımlılık problemine neden minimum gecikme uzunluğu, durağanlık denkleminin optimal gecikme uzunluğu olarak belirlenmektedir.

ADF testi aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$\Delta \gamma_t = (\rho - 1)\gamma_t - 1 + ut = \delta\gamma_t - 1 + ut \quad (3.18)$$

Burada γ_t : gözlenen değer; t : zaman endeksi olmak üzere; $\gamma_t = \rho \gamma_t - 1 + ut$ iken, $|\rho| \geq 1$ olduğunda birim kök vardır denilebilir. Ayrıca, Δ simgesi birinci fark operatörünü temsil etmektedir. Model tahmin edildikten sonra $\delta=0$ olup olmadığı test edilebilir. $\delta=0$ olduğunda bu durum ilgili değişkenin birim kök içerdiği şeklinde de yorumlanmaktadır. CADF testinde olduğu gibi ADF testinde de boş hipotez "seri birim kök içermektedir (durağan değildir)" şeklinde kurgulanırken alternatif hipotez ""seri birim kök içermemektedir (durağandır)" şeklinde kurgulanmaktadır.

²⁰ Bu test, Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen ilk testin genişletilmiş versiyonudur.

Tablo 3.4., ADF ve CADF testlerine ilişkin birim kök testi sonuçlarını göstermektedir. Firma performansı değişkenlerine ait CADF testi sonuçları hem havuzlanmış panelde hem de sektörel olarak her iki değişken için de boş hipotezin %1 seviyesinde reddedildiğine işaret etmektedir. Bu sonuca göre roa ve roe değişkenlerinin hem havuzlanmış panelde hem de sektörlerde birim kök içermediği tespit edilmiştir. Finansal gelişme göstergeleri için ADF testi ile yapılan birim kök sınaması sonucunda ise “serilerin birim kök içerdiği” boş hipotezi, fi ve fm değişkenleri için %1 seviyesinde, fd değişkeni içinse %5 seviyesinde reddedilerek serilerin birim kök içermediği bulgusuna ulaşılmıştır. Tabloda yansıtılan birim kök testi sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde ise sistemdeki tüm değişkenlerinde seviyesinde durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 3.4. Birim Kök Testi Sonuçları

Sektör	Değişken	CADF	ADF Testi
Havuzlanmış Panel	roa	-13,309 ^{***}	-
	roe	-9,739 ^{***}	-
İmalat Sektörü	roa	-10,737 ^{***}	-
	roe	-8,800 ^{***}	-
Mali Kuruluşlar	roa	-2,644 ^{***}	-
	roe	-4,907 ^{***}	-
Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar ve Otel	roa	-3,118 ^{***}	-
	roe	-2,740 ^{***}	-
-	fd	-	2.982 ^{**}
-	fi	-	3.167 ^{***}
-	fm	-	3.648 ^{***}

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır. **Not:** ADF ve CADF testleri sabit terim içermektedir. Maksimum gecikme uzunluğu Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) göz önüne alınarak seçilmiştir.

Literatürde sıklıkla kullanılan nedensellik testleri heterojen verilere karşı güvenilir sonuçlar vermemektedir. Geleneksel nedensellik testleri, heterojenliğe ve yatay kesit bağımlılığına karşı duyarlı değildir. Firmalar arasında değişken olmayan bir değişkenin (finansal gelişme) yer aldığı bir modelde nedensellik analizi heterojen panel nedensellik metodolojisi ile araştırılmalıdır. Bu noktadan hareketle mevcut tez çalışmasında Dumitrescu ve Hurlin (2012) tarafından önerilen heterojen panel nedensellik testinden faydalanılmıştır. Yatay kesitler arasındaki bağımlılık göz önüne alınarak geliştirilen

testin çıkış noktası Granger (1969) geleneksel nedensellik testidir. Paneli oluşturan birimler arasındaki bağımlılığa karşı güçlendirilmiş ve heterojen katsayı prensibine göre oluşturulmuş bu tekniğin diğer avantajları ise i) eşbütünleşme gibi bir ön teste ihtiyaç duyulmaması, ii) birim ve zaman boyutunun küçük olduğu panellerde bile sağlıklı işlemesi, iii) değişkenlere ait tüm gözlemlerin mevcut olmadığı (dengesiz) panellerde bile uygulanabilmesi, iv) farkı gecikme uzunlukları belirlenebiliyor olması şeklinde sıralanabilir (Dumitrescu ve Hurlin, 2012).

Dumitrescu ve Hurlin (2012) testinin matematiksel formasyonu şu şekildedir:

$$bit = \alpha_i + \sum_{k=1}^K Y_i^{(k)} ci, t - k + \sum_{k=1}^K \beta_i^{(k)} ci, t - k + \varepsilon_i, t \quad (3.19)$$

Yukarıdaki denklem, standart normal asimptotik dağılım gösteren bir Wald istatistiğiyle tahmin edilmektedir. “c değişkeninden b değişkenine tüm birimlerde nedensellik bulunmamaktadır” sıfır hipotezi, “birimlerin en az birinde c değişkeninden b değişkenine doğru nedensellik bulunmaktadır” alternatif hipotezine karşı sınanmaktadır.

Tablo 3.5. Havuzlanmış Panele Ait Nedensellik Bulguları

Değişkenler	Boş Hipotez	Test İstatistiği
fd-roa	roa fd'nin nedeni değildir	10,2895 ^{***}
	fd roa'nın nedeni değildir	5,15756 ^{***}
fd-roe	roe fd'nin nedeni değildir	12,1364 ^{***}
	fd roe'nin nedeni değildir	4,36157 ^{***}
fi-roa	roa fi'nin nedeni değildir	0,14786
	fi roa'nın nedeni değildir	6,14897 ^{***}
fi-roe	roe fi'nin nedeni değildir	0,46798
	fi roe'nin nedeni değildir	7,45783 ^{***}
fm-roa	roa fm'nin nedeni değildir	0,65184
	fm roa'nın nedeni değildir	7,56316 ^{***}
fm-roe	roe fm'nin nedeni değildir	4,31578 ^{***}
	fm roe'nin nedeni değildir	7,54908 ^{***}

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır. **Not:** zbar istatistiği raporlanmıştır. Maksimum gecikme uzunluğu SIC kriterine göre belirlenmiştir.

Tablo 3.5, havuzlanmış panel için finansal gelişme ile firma performansı arasındaki nedensellik bulgularını göstermektedir. Yıldız ile işaretlenmiş olan bulgular teste tabii tutulan iki gösterge arasında nedensellik olduğu anlamına gelmektedir. Elde edilen bulgulara göre, havuzlanmış panelde finansal gelişme endeksi ve roa arasında çift yönlü

bir nedensellik olduğu görülmektedir. Aynı şekilde roe değişkenini incelediğimizde finansal gelişme endeksi ile çift yönlü nedensellik bağının olduğu görülmektedir. Finansal kurumlar endeksi ve roa değişkeni arasında sadece finansal kurumlardan roa'ya doğru tek yönlü bir nedensellik mevcutken, roa'dan finansal kurumlara doğru bir nedensellik söz konusu değildir. Finansal kurumlar ve roe değişkenleri arasında ise benzer şekilde sadece finansal kurumlardan roe değişkenine doğru bir nedensellik bağı tespit edilmiştir. Finansal piyasalar endeksi ile roa arasında finansal piyasaların gelişmesinin roa'yı etkilediği ancak roa değişkenindeki değişmelerin finansal piyasaları etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Finansal piyasalar ve roe değişkenleri arasında ise karşılıklı etkileşim olduğu görülmektedir. Sonuç olarak; finansal gelişme endeksi ile roa ve roe değişkenleri arasında karşılıklı nedensellik bulunmaktadır. Finansal kurumlar ise roa ve roe değişkenlerinden etkilenmemekte ancak finansal kurumların gelişmesi bu değişkenleri etkilemektedir. Finansal piyasalarda ise yalnızca roa değişkeninin finansal piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

Tablo 3.6. İmalat Sanayine Ait Nedensellik Bulguları

Değişkenler	Boş Hipotez	Test İstatistiği
fd-roa	roa fd'nin nedeni değildir	10,2895 ^{***}
	fd roa'nın nedeni değildir	5,15756 ^{***}
fd-roe	roe fd'nin nedeni değildir	12,1364 ^{***}
	fd roe'nin nedeni değildir	4,36157 ^{***}
fi-roa	roa fi'nin nedeni değildir	0,14786
	fi roa'nın nedeni değildir	6,14897 ^{***}
fi-roe	roe fi'nin nedeni değildir	0,46798
	fi roe'nin nedeni değildir	7,45783 ^{***}
fm-roa	roa fm'nin nedeni değildir	0,65184
	fm roa'nın nedeni değildir	7,56316 ^{***}
fm-roe	roe fm'nin nedeni değildir	4,31578 ^{***}
	fm roe'nin nedeni değildir	7,54908 ^{***}

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır. **Not:** zbar istatistiği raporlanmıştır. Maksimum gecikme uzunluğu SIC kriterine göre belirlenmiştir.

Tablo 3.6, imalat sanayii için finansal gelişme ile firma performansı arasındaki nedensellik bulgularını göstermektedir. Yıldız ile işaretlenmiş olan bulgular teste tabii tutulan iki gösterge arasında nedensellik olduğu anlamına gelmektedir. Elde edilen bulgulara göre, imalat sanayinde finansal gelişme ve roa değişkenleri arasında çift yönlü nedensellik mevcuttur. Benzer şekilde, finansal gelişme ve roe değişkenleri

arasında da çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Havuzlanmış panelde olduğu gibi imalat sanayinde de finansal kurumlar endeksi ile roa değişkeni arasında finansal kurumlardan roa değişkenine doğru bir nedensellik olduğu görülmektedir fakat roa'dan finansal kurumlara bir nedensellik söz konusu değildir. İmalat sanayinde finansal kurumlar ile roe değişkenleri arasında ise finansal kurumlardan roe'ye bir nedensellik bulunmuş; roe'den finansal kurumlara ise bir nedensellik olmadığı tespit edilmiştir. Finansal piyasalar ve roa değişkenlerinde yalnızca roa değişkeninin finansal piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı görülmüştür. Finansal piyasalardan roa değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik bağı bulunmuş ve benzer şekilde finansal piyasalar ile roe değişkeni arasında da karşılıklı etkileşim olduğu görülmüştür.

Tablo 3.7, mali kuruluşlar sektörü için finansal gelişme ile firma performansı arasındaki nedensellik sonuçlarını göstermektedir. Yıldız ile işaretlenmiş olan bulgular teste tabii tutulan iki gösterge arasında nedensellik olduğu anlamına gelmektedir. Elde edilen bulgulara göre, her üç finansal gelişme göstergesi için de (finansal gelişme, finansal kurumlar ve finansal piyasalar) ile iki firma performansı değişkeni (roa-roe) arasında da çift yönlü nedensellik olduğu görülmektedir.

Tablo 3.7. Mali Kuruluşlara Ait Nedensellik Bulguları

Değişkenler	Boş Hipotez	Test İstatistiği
fd-roa	roa fd'nin nedeni değildir	8,2751 ^{***}
	fd roa'nın nedeni değildir	17,1575 ^{***}
fd-roe	roe fd'nin nedeni değildir	7,89056 ^{***}
	fd roe'nin nedeni değildir	15,0816 ^{***}
fi-roa	roa fi'nin nedeni değildir	10,1892 ^{***}
	fi roa'nın nedeni değildir	12,2981 ^{***}
fi-roe	roe fi'nin nedeni değildir	9,97812 ^{***}
	fi roe'nin nedeni değildir	11,4875 ^{***}
fm-roa	roa fm'nin nedeni değildir	7,54696 ^{***}
	fm roa'nın nedeni değildir	9,74311 ^{***}
fm-roe	roe fm'nin nedeni değildir	4,92208 ^{***}
	fm roe'nin nedeni değildir	7,41402 ^{***}

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır. **Not:** zbar istatistiği raporlanmıştır. Maksimum gecikme uzunluğu SIC kriterine göre belirlenmiştir.

Tablo 3.8, toptan ve perakende ticaret, lokantalar, oteller sektörü için finansal gelişme ile firma performansı arasındaki nedensellik bulgularını raporlamaktadır. Yıldız ile

işaretlenmiş olan bulgular teste tabii tutulan iki gösterge arasında nedensellik olduğu anlamına gelmektedir. Elde edilen bulgulara göre, finansal gelişme endeksi ile roa değişkeni arasında yalnızca finansal gelişmeden roa'ya doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır. roa değişkeni ile finansal gelişme arasında herhangi bir nedensellik söz konusu değildir. Benzer şekilde finansal gelişme endeksi ile roe değişkeni arasında yalnızca finansal gelişmeden roe değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik mevcut iken roe'den finansal gelişmeye bir nedensellik bağı bulunamamıştır. Finansal kurumlar endeksi ve finansal piyasalar endeksi ile firma performansı göstergeleri arasındaki nedensellik incelendiğinde ise herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Tablo 3.8. Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar Otellere Ait Nedensellik Bulguları

Değişkenler	Boş Hipotez	Test İstatistiği
fd-roa	roa fd'nin nedeni değildir	0,18759
	fd roa'nın nedeni değildir	5,85613***
fd-roe	roe fd'nin nedeni değildir	0,81367
	fd roe'nin nedeni değildir	4,37432***
fi-roa	roa fi'nin nedeni değildir	0,19007
	fi roa'nın nedeni değildir	0,63146
fi-roe	roe fi'nin nedeni değildir	0,21356
	fi roe'nin nedeni değildir	0,36930
fm-roa	roa fm'nin nedeni değildir	0,61197
	fm roa'nın nedeni değildir	0,24097
fm-roe	roe fm'nin nedeni değildir	0,31289
	fm roe'nin nedeni değildir	0,67661

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır. **Not:** zbar istatistiği raporlanmıştır. Maksimum gecikme uzunluğu SIC kriterine göre belirlenmiştir.

3.4.POLİTİKA ÇIKARIMI VE TARTIŞMALAR

Bu çalışmadan elde edilen bulgular, sektörel bazlı politika önerileri sunmak açısından oldukça önemlidir. Bu nedenle oluşturulan Tablo 3.9, nedensellik bulgularını sektörler göre gruplandırmaktadır. Buna göre finansal gelişme göstergeleri ve firma performansı göstergeleri arasında en kuvvetli etkileşim mali kuruluşlar sektöründe, en zayıf etkileşim ise toptan ve perakende ticareti lokantalar ve oteller sektöründedir.

Tablo 3.9. Sektör Bazlı Nedensellik Bulguları

Havuzlanmış Panel	İmalat Sanayii	Mali Kuruluşlar	Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar Oteller
fd↔roa	fd↔roa	fd↔roa	fd→roa
fd↔roe	fd↔roe	fd↔roe	fd→roe
fi→roa	fi→roa	fi↔roa	fi ∅ roa
fi→roe	fi→roe	fi↔roe	fi ∅ roe
fm→roa	fm→roa	fm↔roa	fm ∅ roa
fm↔roe	fm↔roe	fm↔roe	fm ∅ roe

→ simgesi sol taraftaki değişkenden sağ taraftaki değişkene doğru tek yönlü nedenselliği simgelemektedir.

↔ simgesi değişkenler arasındaki çift yönlü nedenselliği simgelemektedir.

∅ değişkenler arasında nedensellik ilişkisi olmadığını simgelemektedir.

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Tablo 3.10 ise nedensellik sonuçlarını ilişki bazlı kategorize ederek özetlemektedir. Tabloya göre nedensellik ilişkisinin en fazla yoğunlaştığı ilişki (i) finansal gelişme ile roa arasındaki çift yönlü nedensellik, (ii) finansal gelişme ile roe arasındaki çift yönlü nedensellik ve (ii) finansal piyasalar ile roe arasındaki çift yönlü nedensellik. Bu ilişkilerinde tamamında üç alt sektörde nedensellik bağı tespit edilmiştir. Burada dikkat çeken bir nokta da, finansal gelişmenin kaynağına göre ayrılmadığına firma performansı göstergelerinin her ikisiyle karşılıklı etkileşim içerisinde olmasıdır.

Tablo 3.10. İlişki Bazlı Nedensellik Bulguları

İlişki	Sektörler
fd→roa	Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar Oteller
fd↔roa	Havuzlanmış Panel, İmalat Sanayii, Mali Kuruluşlar
fd→roe	Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar Oteller
fd↔roe	Havuzlanmış Panel, İmalat Sanayii, Mali Kuruluşlar
fi→roa	Havuzlanmış Panel, İmalat Sanayii
fi↔roa	Mali Kuruluşlar
fi→roe	Havuzlanmış Panel, İmalat Sanayii,
fi↔roe	Mali Kuruluşlar
fm→roa	Havuzlanmış Panel, İmalat Sanayii
fm↔roa	Mali Kuruluşlar
fm↔roe	Havuzlanmış Panel, İmalat Sanayii, Mali Kuruluşlar

→ simgesi sol taraftaki değişkenden sağ taraftaki değişkene doğru tek yönlü nedenselliği simgelemektedir.

↔ simgesi değişkenler arasındaki çift yönlü nedenselliği simgelemektedir.

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Havuzlanmış panelde (sektör ayrımı yapmadan analize dahil edilen tüm firmalar için) finansal gelişme göstergesi olarak finansal gelişme endeksi kullanıldığında geri besleme

hipotezi geçerlidir. Finansal kurumlar ve finansal piyasalar indeksi kullanıldığında ise arz itişli hipotez geçerlidir. Sonuçlar firma performansı göstergesine göre değişmemektedir. Roa ve roe değişkenlerinin finansal gelişme ile çift yönlü nedensellik göstermesi finansal gelişmenin firma performansını, firma performansının da finansal gelişmeyi tetiklediğini göstermektedir. Bu bulgunun hem finansal kurumlar hem de finansal piyasalar indeksi için geçerli olması, Türkiye'deki finansal sistemin yapı taşı olan bankacılık sektörünün gelişmesinin olumlu etkisinin yanı sıra hisse senedi piyasasının gelişmesi de firmalara orta ve uzun vadeli borçlanma imkânı sağlayacağına vurgu yapmaktadır.

İmalat sanayii sektörüne ait bulgularda, finansal gelişme göstergesi olarak finansal gelişme indeksi kullanıldığında geri besleme hipotezi geçerlidir. Finansal kurumlar indeksi kullanıldığında ise arz itişli hipotez geçerlidir. Finansal gelişme, finansal piyasalar indeksi ile ölçüldüğünde sonuçlar firma performansı göstergesine göre farklılık göstermektedir. Firma performansı roa ile temsil edildiğinde arz itişli hipotez, roe ile temsil edildiğinde ise geri besleme hipotezi geçerlidir. Finansal gelişme ve firma performansı değişkenleri arasında çift yönlü nedensellik mevcuttur. Bu durum imalat sanayiinin finansal sistemdeki yerini ve önemini belirtmektedir. Bu bulgu, BİST'te işlem gören firmaların çoğunluğunu bünyesinde barındıran bu sektöre yapılacak her türlü teşvik, yabancı sermaye desteği ve reformların finansal gelişme ve ekonomik büyümeye de büyük katkı sağlayabileceğine işaret etmektedir.

Mali kuruluşlar sektörüne ait bulgularda, finansal gelişme ve firma performansı göstergesine bakılmaksızın geri besleme hipotezi geçerlidir. Her üç finansal gelişme göstergesi (finansal gelişme, finansal kurumlar ve finansal piyasalar) ile iki firma performansı değişkeni (roa-roe) arasında da çift yönlü nedensellik olduğu görülmektedir. Bu sektördeki firmaların finansmana erişiminin kolaylaştırılması, sermayeye uygun maliyetli erişebilirliğinin sağlanması vb. adımlar hem sektörün karını artıracak hem de bu durum finansal sektörün daha da gelişmesine olanak sağlayacaktır. Bu nedenle politika yapıcıların gerek finansal kurumlardan gerekse de finansal piyasalardan kaynaklanan her türlü gelişmelerden önceliği sektöre vermeleri mikro bazda daha optimal sonuçlar sağlayacaktır.

Toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörüne ait bulgularda, finansal gelişme göstergesi olarak finansal gelişme endeksi kullanıldığında arz itişli hipotez geçerlidir. Bu bulgu, firma performansı göstergesine duyarlı değildir. Geri besleme hipotezi geçerlidir. Finansal gelişme göstergesi olarak finansal kurumlar endeksi ya da finansal piyasalar endeksi kullanıldığında ise bağımsızlık hipotezi geçerlidir. Bu bulgu da firma performansı göstergesine göre değişmemektedir. Bu sektörün finansal gelişmeye katkı konusunda zayıf kaldığı görülmüştür. Benzer şekilde finansal kurumlar ile finansal piyasalara da herhangi bir destek sağlamayan bu sektörde öncelikle sektörün yapısını genişletecek reformlara öncelik verilmelidir.

Nedensellik bulguları sonucunda Türkiye'deki firmalarda arz itişli hipotezin geçerli olduğu ve firma performansının finansal gelişmeye olumlu tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Sektör bazlı sonuçlar ise mali kuruluşlar hariç diğer sektörlerde finansal gelişme ve firma performansı arasındaki ilişkinin finansal gelişme kaynağı ya da firma performansı göstergesine göre değişken olduğuna işaret etmektedir.

Çalışmanın sonuçları göz önüne alındığında dikkat çeken diğer önemli çıkarımlar ise bulguların firma performansı göstergesine duyarsız olduğudur. Bu bulgu, finansal gelişmenin firmaların performansını etkileme gücünün firma performansı göstergesine göre değişmediğine vurgu yapmaktadır. Ayrıca sonuçlar, finansal gelişme göstergesinin oldukça önemli olduğuna işaret etmektedir. Buna göre firmaların finansal gelişmenin hangi kaynağına karşı daha duyarlı olduklarını tespit etmesi, finansal gelişmeden daha fazla istifade etmelerini sağlama konusunda onlara yardımcı olacaktır.

Literatür incelendiğinde kurum içi-kurum dışı, rekabet, halka açıklık oranları, inovasyon vb. faktörleri göz önünde bulunduran çalışmalar genellikle talep çekişli hipotezin geçerliliğini kanıtlamıştır (Giannetti ve Ongena, 2009; Fowowe, 2017; Teeratansirikool, Siengthai, Badir ve Charoenngam; 2013; Bulut, Pınar, Halaç ve Öztürk, 2013; Eren, Alpkan ve Erol, 2005; Yılmaz ve İçten, 2018; Nas ve Çarkıcı, 2015). Bizim çalışmamızda genellikle geri besleme hipotezinin geçerliliğinin kanıtlanmasının potansiyel bir nedeni analiz tekniği ile alakalı olabilir.

Tüm bu talep çekişli hipotezin geçerliliği kanıtlayan çalışmaların yanı sıra bağımsızlık hipotezini geçerli kılan çalışmalarda mevcuttur. Ünal ve Yüksel (2017), Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'nde işlem gören bankaların finansal performansları ve hisse

senedi getirilerinin analizi sonucunda hisse senetleri getirileri ile finansal gelişme arasında bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Kesbiç ve Taşdemir (2019), BİST 100 endeksinde yer alan 89 firmanın verileri doğrultusunda bu firmaların halka açıklık oranları ile finansal performansları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Mevcut çalışmanın bu çalışmalar ile uyumsuz sonuç üretmesinin potansiyel nedeni ise literatürdeki çalışmaların toplamın yanlılığı sorununu göz önüne almamış olmaları olabilir.



SONUÇ

Bu çalışmanın amacı, 1990-2017 döneminde Türkiye’de finansal gelişme ve BİST’te işlem gören firmaların performansları arasındaki ilişkinin analiz edilmesidir. Sektörel bazda yapılan bu çalışmada iki hipotez öne sürülmektedir. Bunlardan ilki “finansal gelişmenin makro bazda ortaya çıkan ekonomik büyüme ile etkileşiminin mikro bazda da firma performansı ile ortaya çıkabileceği”dir. Bu etkileşim, baz alınan üç sektörün finansal gelişmeden yararlanma oranlarına ve üretim düzeylerine göre değişiklik gösterebileceği için çalışmada ileri sürülen ikinci hipotez ise “finansal gelişme-firma performansı ilişkisinin sektörel bazda heterojen sonuçlar ortaya çıkaracağı”dır. Bu hipotezleri test etmek için finansal gelişmenin, üç farklı sektörde (sanayi, mali kuruluşlar, toptan ve perakende ticaret, lokantalar, oteller) firma performansı üzerindeki etkisi panel veri yöntemleri ile analiz edilmiştir.

Çalışmada yatay kesit bağımlılığı sınaması, literatürde yaygın olarak kullanılan iki test yardımıyla gerçekleştirilecektir. Bunlardan ilki Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testidir. Fakat bu test birim boyutunun büyük, zaman boyutunun ise sınırlı olduğu durumda tutarlılık özelliğini kaybetmektedir. Bu nedenle çalışmada alternatif olarak Pesaran (2004) tarafından geliştirilen CD test istatistiği kullanılmıştır. Uygulanan bu testler sonucunda üç sektörde bulunan firmalar arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmada paneli oluşturan firmalar arasında yatay kesit bağımlılığı bulunduğu için panel verisi serilerin (firma performansı) durağanlığını sınamak için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan CADF testi kullanılmıştır. CADF testi panelin zaman ve birim boyutu üzerine bir sınırlandırma koymamaktadır. CADF testi sonucunda serilerimizin birim kök içermediği ve durağanlık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Literatürde sıklıkla kullanılan nedensellik testleri heterojen verilere karşı güvenilir sonuçlar vermemektedir. Birime göre değişmeyen değişkenlerin yer aldığı bir panel veri sisteminde değişkenler arasındaki nedensellik bağı heterojen panel nedensellik teknikleri ile analiz edilmelidir. Bu nedenle çalışmada Dumitrescu ve Hurlin (2012) tarafından geliştirilen heterojen panel nedensellik testi kullanılmıştır. Uygulanan bu test sonucunda, havuzlanmış panelde yani tüm sektörlerdeki firmaların karşılıklı

etkileşim içerisinde olduğu görülmüştür. Finansal gelişmişlik düzeyi ile roa ve roe değişkenleri arasında karşılıklı nedensellik bulunmaktadır. Finansal kurumlar ise roa ve roe değişkenlerinden etkilenmemekte ancak finansal kurumların gelişmesi bu değişkenleri etkilemektedir. Finansal piyasalarda ise yalnızca roa değişkeninin finansal piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

İmalat sanayii sektörüne baktığımız zaman havuzlanmış panelde olduğu gibi, finansal gelişme ile değişkenler arasında karşılıklı etkileşim görülmektedir. Finansal kurumların gelişmesi havuzlanmış panelde olduğu gibi roa ve roe değişkenlerini etkilemektedir. Roa değişkeninin finansal piyasalar üzerinde hiçbir etkisi bulunmamaktadır. Mali kuruluşlar sektöründe ise finansal gelişme, finansal kurumlar ve finansal piyasalar ile roa-roe değişkenleri arasında karşılıklı etkileşimin mevcut olduğu görülmüştür. Toptan ve perakende ticaret, lokantalar, oteller sektöründe finansal gelişme ile roa değişkeni arasında yalnızca finansal gelişmeden roa'ya doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finansal kurumlar ve finansal piyasalar ile roa-roe değişkenleri arasında bu sektör için herhangi bir nedensellik sonucuna ulaşılamamıştır. Ayrıca imalat sanayiinde faaliyet gösteren firmaların performanslarına yönelik yapılacak değerlendirmelerde firmaların yapısı (finansal kurumlar ve finansal piyasalarla ilişkisi) göz ardı edilmemelidir

Mali kuruluşlar sektörü, finansal sektörünün içerisinde olduğundan bu sektördeki firmaların performansının artması finansal sistemin gelişmesine doğrudan etki etmektedir. Bu sektör göz önünde bulundurularak atılacak tüm adımlar ve yapılacak reformlar hızlı bir geri dönüş sağlayacaktır.

Genel olarak analiz sonuçları Türkiye'deki firmalarda arz itişli hipotezin geçerli olduğunu ve firma performansının finansal gelişmeye tepki verdiğini göstermektedir. Sonuçlar firma performansı göstergelerine (roa, roe) duyarlı değildir. Sektör bazlı sonuçlar ise mali kuruluşlar hariç diğer sektörlerde finansal gelişme ve firma performansı arasındaki ilişkinin finansal gelişme kaynağı ya da firma performansı göstergesine göre değişken olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca üretim katkısı fazla olan sektörlerde geri besleme hipotezinin geçerli olabileceği tespit edilmiştir

Ekonometrik analizlerden ortaya çıkan sonuçlar, iddia edilen hipotezler açısından değerlendirildiğinde, "finansal gelişmenin makro bazda ortaya çıkan ekonomik büyüme

ile etkileşiminin mikro bazda da firma performansı ile ortaya çıkabileceği” hipotezi, tüm sektörlerde en az bir yönlü olarak elde edilen nedensellik bulguları doğrultusunda doğrulanmaktadır. Bu hipotezle bağlantılı olarak öne sürülen “finansal gelişme-firma performansı ilişkisinin sektörel bazda heterojen sonuçlar ortaya çıkaracağı” hipotezi de sektör-spesifik sonuçların değişken olması neticesinde doğrulanmaktadır.

Bu çalışmanın kapsamı ve kısıtlarından yola çıkarak bu konuda ileride çalışma yapacak araştırmacılara öneriler sunmak da mümkündür. Bu çalışmada finansal gelişme ile firma performansı arasındaki nedensellik kapsamında ele alınmıştır. Konu üzerine çalışacak potansiyel araştırmacılar konuyu regresyon yöntemi ile analiz ederek finansal gelişmenin hangi sektörlerde firma performansını daha fazla artırdığını tahmin edebilirler. Ayrıca, firma performansına etki edecek muhtemel kontrol değişkenleri modele dahil edilerek analizin mikro bulgularında derinlik sağlanabilir ve bu şekilde performansa etki eden firma dinamikleri hakkında daha kapsamlı politika çıkarımları geliştirilebilir.

KAYNAKÇA

Abu-Bader, S. & Abu-Qarn, A. S. (2008). Financial development and economic growth: The Egyptian Experience. *Journal of Policy Modeling* 30 (5): 887- 898.

Acar, M . (2016). Doğrudan yabancı sermayenin ekonomik büyümeye etkisi: Türkiye örneği. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 13 (3): 92-105.

Acaravci, S. K., Ozturk, I., & Acaravci, A. (2009). Financial development and economic growth: Literature survey and empirical evidence from Sub-Saharan African countries. *South African Journal of Economic and Management Sciences* 12(1): 11-27.

Açıkgöz, O. (2016). Kişisel verilerin hukuka aykırı şekilde elde edilmesi ve internet bankacılığında kullanılması sonucu malvarlığı zarara uğratılan bankaya karşı mevduat sahibinin hukuki sorumluluğu. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* 22(1): 389-432.

Afşar, A. (2007). Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki. *Muhasebe Finansman Dergisi* 36: 188-198.

Akay, H. K., Aklan, N. A., & Çınar, M. (2016). Türkiye ekonomisinde ekonomik büyüme ve işsizlik. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* 14(1): 209-226.

Akkay, C. (2010). Finansal entegrasyon sürecinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin Türkiye açısından dönemsel olarak araştırılması. *Sosyal Bilimler Dergisi* (2): 55-70.

Akyüz, Y. (1990). Financial system and policies in Turkey in the 1980s. In *The political economy of Turkey* (pp. 98-131). Palgrave Macmillan, London.

Albeni, M., & Demir, Y. (2005). Makro ekonomik göstergelerin mali sektör hisse senedi fiyatlarına etkisi (IMKB uygulamalı). *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (14): 1-18.

Alparslan, A., & Aygün, M. (2013). Kurumsal sosyal sorumluluk ve firma performansı. *Suleyman Demirel University Journal of Faculty of Economics & Administrative Sciences* 18(1).

Altınar, A . (2019). MINT ülkelerinde enerji tüketimi ve ekonomik büyüme ilişkisi: Panel nedensellik analizi. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi* 10 (2): 369-378 .

Amoako-Gyampah, K. ve Acquaah, M. (2008). Üretim stratejisi, rekabet stratejisi ve firma performansı: Gelişmekte olan bir ekonomi ortamında deneysel bir çalışma. *Uluslararası üretim ekonomisi dergisi* 111 (2): 575-592.

- Andersen, T. B., & Tarp, F. (2003). Financial liberalization, financial development and economic growth in LDCs. *Journal of International Development: The Journal of the Development Studies Association* 15(2): 189-209.
- Arestis, P., Demetriades, P. O., & Luintel, K. B. (2001). Financial development and economic growth: the role of stock markets. *Journal of money, credit and banking* 16-41.
- Aydin, H. I., Kaplan, C., Kesriyeli, M., Ozmen, E., Yalcin, C., & Yigit, S. (2006). Corporate sector financial structure in Turkey: A descriptive analysis (No. 0607).
- Bahadır, O. (2010). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi.
- Bailliu, J. N. (2000). Private capital flows, financial development, and economic growth in developing countries. Ottawa: Bank of Canada.
- Balkan, E. M., & Yeldan, A. E. (1998). Turkey. In *Financial reform in developing countries* (pp. 129-155). Palgrave Macmillan, London.
- Bangake, C., & Eggoh, J. C. (2011). Further evidence on finance-growth causality: A panel data analysis. *Economic Systems* 35(2): 176-188.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2000). A new database on financial development and structure. *World Bank Economic Review* 14 (3): 597-605.
- Bocean, C., & Barbu, C. M. (2007). Corporate governance and firm performance. *Management and Marketing Journal* 5(1): 125-131.
- Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic management journal* 21(4): 455-472.
- Bulut, Ç., Pınar, İ., Halaç, S. D., & Öztürk, A. D. (2013). Girişimsel pazarlamanın firma performansına etkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 15(2): 209-232.
- Calderón, C., & Liu, L. (2003). The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of development economics* 72(1): 321-334.
- Carp, L. (2012). Can stock market development boost economic growth? Empirical evidence from emerging markets in Central and Eastern Europe. *Procedia Economics and Finance* 3: 438-444.
- Chauvet, L., & Jacolin, L. (2017). Financial inclusion, bank concentration, and firm performance. *World Development* 97: 1-13.
- Christopoulos, D. K., & Tsionas, E. G. (2004). Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests. *Journal of development Economics* 73(1): 55-74.

Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E. & Levine, R. (2013). Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No: 18946.

Cinel, E. A. (2018). Türkiye’de enflasyon ve enflasyon hedeflemesi. Bilge Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi 2(2): 85-98.

Cooray, A. (2010). Do stock markets lead to economic growth. Journal of Policy Modeling 32(4): 448-460.

Coşkun, M. N., Ardor, H. N., Çermikli, A. H., Eruygur, H. O., Öztürk, F., Tokatlıoğlu, İ., Aykaç, G. ve Darlaroğlu, T. (2012). Türkiye’de bankacılık sektörü piyasa yapısı, firma davranışları ve rekabet analizi. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 280.

Çelik, S , Acar, B , Dönmez, E . (2017). Yönetim Kurulu Özelliklerinin Finansal Kurumların Firma Değeri Üzerindeki Etkisi. Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 10 (-IASOS Özel Sayısı-): 15-26 .

Çeştepe, H., & Yıldırım, E. (2016). Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi 12(12): 12-26.

Çetintaş, H , Bicil, İ . (2016). Türkiye’de imalat sanayi ihracatı ekonomik büyüme ilişkisinde aramalı ithalatı ve sermaye malı ithalatının rolü. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 19 (36): 185-201 .

Dabla-Norris, E., Kersting, E. K., & Verdier, G. (2012). Firm productivity, innovation, and financial development. Southern Economic Journal 79(2): 422-449.

Dalakoura, A. (2010). Examining the effects of leadership development on firm performance. Journal of Leadership Studies 4(1): 59-70.

De Gregorio, J., & Guidotti, P. E. (1995). Financial development and economic growth. World development 23(3): 433-448.

Demetriades, P. O., & Hussein, K. A. (1996). Does financial development cause economic growth: Time-series evidence from 16 countries. Journal of development Economics 51(2): 387-411.

Dinler, Z. (1997). İktisada Giriş (Üçüncü Basım), (Ekin Kitabevi Yayın, Bursa).

Dollar, D., Hallward-Driemeier, M., & Mengistae, T. (2005). Investment climate and firm performance in developing economies. Economic Development and Cultural Change 54(1): 1-31.

Dumitrescu, E. I., & Hurlin, C. (2012). Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels. Economic modelling 29(4): 1450-1460.

Dünya Bankası Finansal Altyapı Veritabanı, 2013.

Ece, O . (2019). Yatırımcı ilişkilerinde finansal iletişim yoğunluğu ile firma piyasa ve finansal performansı arasındaki ilişki: BIST’da bir uygulama. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 23 (3): 1345-1371 .

Eren, E., Alphan, L., & Erol, Y. (2005). Temel fonksiyonel yeteneklerin firmanın yenilik ve finansal performansına etkileri.

Ergeç, E. H. (2004). Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi ve Türkiye örneği: 1988-2001. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 5(2).

Erim, N. & Türk, A. (2005). Finansal gelişme ve iktisadi büyüme. Kocaeli Üniversitesi SBE Dergisi 10: 21-45.

Fafchamps, M., & Schündeln, M. (2013). Local financial development and firm performance: Evidence from Morocco. Journal of Development Economics 103: 15-28.

Fowowe, B. (2017). Access to finance and firm performance: Evidence from African countries. Review of development finance 7(1): 6-17.

Gökgöz, G. (2013). İletişim çalışmalarında yeni bir mecra: finansal iletişim. İletişim Kuram ve Araştırma Dergisi 36: 288-309.

Göksel T (2012) Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (G.M. Matbaacılık Basım Yayın)

Gupta, N. (2005). Partial privatization and firm performance. The Journal of Finance 60(2): 987-1015.

Güçlü, H. (2004). Türk Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı. Ağustos 2: 2016.

Gündem, F. (2010). Avrupa Birliği ve Türkiye finans piyasalarının bütünleşmesi. Journal of Yaşar University 5(18): 3091-3096.

Hallward - Driemeier, M., Wallsten, S. ve Xu, LC (2006). Mülkiyet, yatırım ortamı ve firma performansı: Çinli firmalardan alınan kanıtlar. Economics of Transition 14 (4): 629-647.

Hassan, MK, Sanchez, B. ve Yu, JS (2011). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme: Panel verilerinden yeni kanıtlar. Üç Aylık Ekonomi ve finans incelemesi 51 (1): 88-104.

Helhel, Y. (2019). Kırılgan beşli ülkelerde hisse senedi piyasası gelişimi ve ekonomik büyüme ilişkisi. İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi 7(1): 19-29.

Hermes, N. ve Lensink, R. (2003). Doğrudan yabancı yatırım, finansal gelişme ve ekonomik büyüme. Kalkınma çalışmaları dergisi 40 (1): 142-163.

IMF Finansal Göstergeler IMF Veritabanı, 2019.

İlhan Nas, T., & Çarkcı, A. (2015). Yönetim güçlendirmenin firmanın finansal performansı ve risk alma davranışı üzerindeki etkisi.

Kahraman, S., & Şişmanoğlu, G. (2019). Atatürk Dönemi İktisadi Devletçi Sanayileşme Politikaları. İğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi (17).

Kandır, S. Y., & İskenderoğlu, A. G. Ö. (2007). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin araştırılması. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 16(2): 311-326.

Kar, M., & Pentecost, E. J. (2000). Financial development and economic growth in Turkey: further evidence on the causality issue. Universitäts-und Landesbibliothek Sachsen-Anhalt.

Kazgan, H. (1991). Galata bankerleri. Türk Ekonomi Bankası.

Kepenek, Y. Ve Yentürk, N. (2005). Türkiye Ekonomisi. (Remzi Kitapevi, İstanbul)

Kesbiç, C. Y., & Taşdemir, B. M. (2019). Halka açıklık oranının finansal performans üzerindeki etkisi. Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 26(2): 689-703.

Keskin, H. İ., & Aksoy, E. (2019). OECD ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Gelir Artışı ve İşgücüne Katılım Arasındaki İlişki: Panel Eşbütünleşme Analizi. Third Sector Social Economic Review 54(1): 1-20.

Khatab, H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S., & Saeed, B. (2011). Corporate governance and firm performance: A case study of Karachi stock market. International Journal of Trade, Economics and Finance 2(1): 39-43.

Koçak, E. (2018). Finansal gelişme ve yenilik (inovasyon): Türkiye üzerine ampirik bir araştırma. Kapadokya Akademik Bakış 2 (1): 12-28 .

Koçbulut, Ö., & Barış, S. (2016). Avrupa Birliği ülkelerinde ihracat ve doğrudan yabancı yatırımların kadın istihdamı üzerindeki etkisi: Panel veri analizi. Aydın İktisat Fakültesi Dergisi 1(2): 22-39.

Koellinger, P. (2008). The relationship between technology, innovation, and firm performance: Empirical evidence from e-business in Europe. Research policy 37(8): 1317-1328.

Korkmaz, S. (2010). Türliye'de AR-GE yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin VAR modeli ile analizi. Journal of Yaşar University 5(20): 3320-3330.

Lau, C. M., & Ngo, H. Y. (2001). Organization development and firm performance: A comparison of multinational and local firms. *Journal of international business studies* 32(1): 95-114.

Lee, J., & Habte-Giorgis, B. (2004). Empirical approach to the sequential relationships between firm strategy, export activity, and performance in US manufacturing firms. *International Business Review* 13(1): 101-129.

Levine, R. (1999). Financial development and economic growth: views and agenda. The World Bank.

Levine, R., Beck, T., & Maksimovic, V. (2000). Financial structure and economic development: Firm, industry, and country evidence. The World Bank.

Lynch, D. (1996). Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia-Pacific Countries. *The Developing Economies*, 34(1), 3-33

Messersmith, JG ve Guthrie, JP (2010). Gelişmekte olan kuruluşlarda yüksek performanslı çalışma sistemleri: Firma performansı için çıkarımlar. *İnsan Kaynakları Yönetimi: Michigan Üniversitesi İşletme Fakültesi ile İşbirliği İçinde ve İnsan Kaynakları Yönetimi Topluluğu ile ittifak halinde yayınlanmıştır* 49 (2): 241-264.

Nihat, I. Ş. I. K., & Duman, E. (1929). 1929 ekonomik buhranı ve 2008 küresel krizi'nin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 2(1): 73-101.

Nihat, I. Ş. I. K., & Kılınc, E. C. (2012). İnovasyon sistemi yaklaşımı ve inovasyonun coğrafyası: Türkiye örneği. *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi* 7(1): 169-198.

Orhangazi, Ö. (2019). Türkiye ekonomisinin yapısal sorunları, finansal kırılganlıklar ve kriz dinamikleri. *Mülkiye Dergisi* 43(1): 111-137.

Oruç S, Turgut A (2014) Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010) Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Dr. Mehmet YILDIZ Özel Sayısı: 109-118

Ozcan, B., & Ari, A. (2011). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme Arasındaki ilişkinin ampirik bir analizi: Türkiye Örneği /An Empirical Analysis of relationship between financial development and economic growth: The Turkish Case. *Business and Economics Research Journal* 2(1): 121.

Özder, F. (2017). Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı Ekseninde Atatürk Dönemi Türk-Sovyet Ekonomik ve Ticari İlişkileri.

Öztürk, S., & Altınöz, B. (2018). İmalat sektörü firma karlılığının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: Türkiye için bir uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 11(3): 18-25.

Pamuk, Y., & Dündar, U. (2016). Kamu harcamalarının optimal boyutu: Türkiye örneği. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 34(3): 23-50.

Pata, U. K., & Alperen, A. Ğ. C. A. (2018). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisi: Türkiye örneği. Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2(2): 115-128.

Pesaran, H. M. (2004). General diagnostic tests for cross-sectional dependence in panels. University of Cambridge, Cambridge Working Papers in Economics 435.

Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. Journal of applied econometrics 22(2): 265-312.

Polat, Ç., & Peker, K. Ö. (2016). Makro ekonomik değişkenlerin firma performansına etkileri: Türkiye otomotiv sektörü kapsamında analizi. Journal of Social Sciences Eskisehir Osmangazi University/Eskisehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 17(1).

Qinglu, J., Ronglin, L. ve Hualin, W. (2008). Ekonomik büyüme, ekonomik politikalar ve firma performansı arasındaki ilişkinin ampirik bir çalışması. Ekonomik Araştırma Dergisi: 8.

Ross, S. A., Westerfield, R.W & Jaffle, J.(2005), Corporate finance, International edition, The McGraw-Hill/Irwin Publishing.

Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. Procedia-Social and Behavioral Sciences 65: 156-166.

Saraç, T . (2013). The Effects of Exports and Imports on Economic Growth: Turkey Case. Ege Academic Review 13 (2): 181-194 .

Sirelli, G. (2000, Kasım). Yenilik ve firma performansı. Konferansta inovasyon ve girişim yaratma: İstatistikler ve göstergeler (s. 23-24).

Şahin, D., & Durmuş, S. (2018) Türkiye’de ekonomik büyüme, ihracat ve hisse senedi fiyatları arasındaki nedensellik ilişkisinin analizi. Avrasya Uluslararası Araştırmalar Dergisi 6(15): 808-825.

Şimdi, H , Şeker, A . (2018). Büyük ihracat pazarları ekonomik büyümeyi etkiliyor mu? Türkiye örneği. Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 9 (18): 485-499 .

Taşar, M. O. (2010). Türkiye’nin güçlü ekonomiye geçiş programı ve makro ekonomik etkilerinin analizi.

Taşdemir, F , Erdaş, H . (2018). Doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye örneği. Trakya Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 7 (1): 140-152. TCMB (2001). Yıllık rapor. www.tcmb.gov.tr.

Teeratansirikool, L., Siengthai, S., Badir, Y., & Charoenngam, C. (2013). Competitive strategies and firm performance: the mediating role of performance measurement. *International Journal of Productivity and Performance Management*.

Tiryaki, G. (2012). 1990-2010 Türkiye tecrübesi ışığında finansal istikrar ve bankacılık düzenlemeleri. *Türkiye Bankalar Birliği*.

Topcu, M. (2014). Türkiye'de Finansal Gelişmenin Enerji Tüketimi Üzerindeki Rolü: Sektörel Bir Uygulama. *Yayımlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Afyon*.

Topcu, M., Çoban, S. (2017). Financial development and firm growth in Turkish manufacturing industry: evidence from heterogeneous panel based non-causality test. *Economic research-Ekonomska istraživanja* 30(1): 1758-1769.

Türkoğlu, M. (2016). Türkiye'de finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkileri: Nedensellik Analizi. *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi* 6(1): 84-93.

Uygur, E. (2001). Krizden krize Türkiye: 2000 kasım ve 2001 şubat krizleri (No. 2001/1). *Discussion Paper*.

Ünal, S., & Yüksel, R. (2017). Finansal performans ve hisse senedi getirisi ilişkisi: BİST sürdürülebilirlik endeksindeki bankalar üzerine bir inceleme. *International Journal of Management Economics & Business/Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*.

Valickova, P., Havranek, T., & Horvath, R. (2015). Financial development and economic growth: A meta-analysis. *Journal of Economic Surveys* 29(3): 506-526.

Vintila, G., & Nenu, E. A. (2015). An Analysis of determinants of corporate financial performance: Evidence from the bucharest stock exchange listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues* 5(3): 732-739.

Wan, C. C. (1998). International diversification, industrial diversification and firm performance of Hong Kong MNCs. *Asia Pacific journal of management* 15(2): 205-217.

Yetiz, F. (2016). Bankacılığın doğuşu ve Türk bankacılık sistemi. *İktisadi ve İdari Bilimler Akademik Dergisi* 9(2).

Yıldırım, K., Mercan, M., & Kostakoğlu, S. F. (2013). Satın alma gücü paritesinin geçerliliğinin test edilmesi: zaman serisi ve panel veri analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 8(3): 75-96.

Yılmaz, M. K., & İçten, O. (2018). Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının nakit akımı odaklı finansal performans analizi (2007-2016). *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* 55(635): 73-87.

Yücel, E. (2016). Kurumsal yönetim ve firma performansı: Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden kanıtlar. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi* 8 (2): 27-41.

Yüceol, H. M. (2014). Türkiye ekonomisi üzerine genel bir değerlendirme 2014 yılı ve sonrası. Toprak İşveren Sendikası Dergisi 103: 8-11.

