

GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARDA FİNANSAL DERİNLEŞME VE BÜYÜME İLİŞKİSİ: PANEL VERİ ANALİZİ ¹

Doç.Dr. Nurettin ÖZTÜRK
Zonguldak Karaelmas Üniversitesi
İİBF İktisat Bölümü
ozturknurettin@gmail.com

Doç.Dr. Salih BARIŞIK
Gaziosmanpaşa Üniversitesi
İİBF İktisat Bölümü
sbarisik70@yahoo.com

Öğr.Gör. Havva Kılıç DARICI
Zonguldak Karaelmas Üniversitesi
Devrek MYO
kilicdh@yahoo.com

ÖZET

Bu çalışmada finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki etkileri test edilmiştir. Bu amaçla verilerine ulaşılabilen Türkiye'nin de dahil edildiği 10 gelişmekte olan piyasa için 1992–2007 dönemini kapsayan ve panel veri tekniğini kullanan analiz yapılmıştır. Analiz sonuçları, “finansal sistemin gelişmesi ve derinleşmesiyle ekonomide yaratılan fonların daha etkin kullanımı sonucu ekonomik büyümenin artacağı” öngörüsünü desteklemiştir. Finansal derinleşme ölçülerinden banka kredileri/GSYİH, M3/GSYİH ve piyasa kapitalizasyon oranlarının kişi başına geliri pozitif etkilemesi teoriyi desteklemektedir. M2/GSYİH ve özel sektöre verilen krediler/ GSYİH oranının büyümeyi negatif etkilediği sonucu teorik tutarlılıkla çelişmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme, Panel Veri Analizi

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEEPENING AND GROWTH IN EMERGING MARKETS: A PANEL DATA ANALYSIS

ABSTRACT

In this study the effects of financial deepening on growth are tested using panel data analysis. For this purpose, the data, which cover the 1992-2007 period from 10 different countries, including Turkey, are used. The results support the hypothesis that financial deepening contributes positively to economic growth through more efficient use of funds. Bank credits/GDP, M3/GDP and the ratio of market capitalization, which are among the measures of financial deepening, affect per capita income positively, supporting the theory. On the other hand, M2/GDP and private sector credit/GDP ratios affect growth negatively, contradicting the theory.

Keywords: Financial Deepening, Economic Growth, Panel Data Analysis

¹ Bu çalışma, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalında tamamlanan “Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Gelişmekte Olan Piyasalar Örneği” adlı yüksek lisans tezi temel alınarak hazırlanmıştır.

1. GİRİŞ

Finansal sistem, yatırım ve tasarruf kararlarının farklı birimler tarafından verildiği ekonomilerde fonları buluşturarak getirisi en yüksek sektörlerden başlamak üzere yatırımlara kanalize edilmesine aracılık yapan finansal araçların oluşturduğu yapıdır. Finansal sistemde fonların yatırımlara aktarımını sağlayan araçlar ve araçlar mevcuttur. Nakit para, mevduat, krediler, hazine bonosu ve tahviller, varlığa dayalı menkul kıymetler vb. finansman araçları arasında yer alır. Sistemdeki finansal araçlar ise; bankalar, menkul kıymet borsaları, yatırım ortaklıkları gibi kurum ve kuruluşlardan oluşur.

Finansal sistem, banka temelli ve piyasa temelli olmak üzere ikiye ayrılabilir. Bankaların finansal sistem içerisindeki payının yüksek olması durumuna *banka temelli* finansal sistem, sermaye piyasası kurumlarının payının yüksek olması durumuna *piyasa temelli* sistem adı verilir. Banka temelli sistemde, mevduat, mevduat sigortası, kredi gibi araçlar yoğun olarak kullanılırken, piyasa temelli sistemde çeşitli menkul kıymetler ve türev ürünler daha yoğun bir şekilde kullanılmaktadır.

Banka temelli sistem savunucuları, özellikle kurumsal düzenlemelerin zayıf olduğu ekonomik gelişmenin ilk aşamalarında, tasarrufları verimli yatırımlara kanalize etmede sistemin daha başarılı olduğunu ifade etmektedirler. Piyasa temelli görüş ise; finansal sistem içerisinde borsalar ve yatırım ortaklıkları gibi sermaye piyasası kurumlarının daha etkin olmasının büyüme üzerinde daha etkili olacağını ifade etmektedir. Piyasa temelli finansal sistemler daha çeşitli risk yönetimi araçları sağlamaktadır. Bununla birlikte her iki sistemden beklenen, finansal *aracılık* işlevini sağlıklı bir şekilde yerine getirmesi, kaynak dağılımında etkinliği sağlaması ve bu surette ekonomik büyümeye katkıda bulunmasıdır. Ülke deneyimleri her iki sistemin de farklı ülkelerde başarılı olduğunu göstermektedir.

Finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin varlığına yönelik tartışmalar uzun bir geçmişe sahiptir. A. Smith, İngiltere ticaret hacminde yaşanan artışın en önemli nedeninin bankacılık faaliyetleri olduğunu ifade ederken, Schumpeter, ekonomik büyümeyi bankacılık sisteminin yatırımları finanse etmede üstlendiği role bağlamıştır. Hicks, sanayi devriminin gerçekleşme sürecinde finansal sistemin sermaye hareketliliğine katkısının büyük olduğunu ifade etmektedir. Finansal sistemin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine yönelik farklı görüşler günümüze kadar yapılan çok sayıda çalışmaya teorik dayanak sağlamıştır.

Finansal sistemler bilgi edinme, denetimde etkinliğin sağlanması, riskin çeşitlendirilmesi gibi işlevler üstlenerek ekonomik büyüme sürecinde yatırımların etkinliğini artırmaktadır. Bu fonksiyonunu yerine getirirken zaman zaman çeşitli aksaklıklar nedeniyle ekonomik büyüme sürecinde kendisinden beklenen işlevleri yerine getiremediği durumlar da söz konusu olmaktadır. Özellikle asimetrik enformasyon ve kredi tayinlaması gibi piyasadan kaynaklanan nedenler yanında, devletin sisteme müdahalesi de bir tür finansal baskı oluşturmaktadır.

Finansal baskı ve liberalleşmeye yönelik ortaya konulan görüşlerin temelinde McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in aynı dönemde ayrı ayrı ortaya koydukları teoriler yer almaktadır. Yazarlara göre finansal baskı, faiz oranlarının piyasada oluşması gereken düzeyden daha düşük düzeyde gerçekleşmesine neden olmaktadır. Finansal

baskının sistemde yarattığı olumsuzluklar ancak finansal sistemin serbestleştirilmesiyle giderilebilir. Liberalleşmeyi takiben finansal piyasada faaliyette bulunan kurum ve kullanılan araç sayısındaki artış finansal derinleşmeye neden olacaktır. Finansal sistem, gelişerek derinleştiğinde ekonomide tasarrufları harekete geçirerek yatırımları artıracak, kaynakların kullanımında ve dağılımında etkinlik sağlanacaktır. Artan etkinlik ise ekonomik büyümeyi tetikleyecektir.

1970'lerden sonra hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen finansal serbestleşmeler ya da finansal liberalleşme biçiminde ifade edilen düzenlemelerle finansal sistemde var olan baskının kaldırılması, daha iyi işleyen ve buna bağlı olarak da ekonomik büyümeye daha fazla katkı sağlayan bir finansal yapı sağlamıştır. Bununla birlikte finans-büyüme ilişkisinde finansın rolüne ilişkin süregelen görüş farklılıkları vardır. Bunlardan birincisi "finansal gelişme ekonomik büyümenin nedenidir" şeklindeki arz öncüllü görüştür. Karşısında ise "ekonomik büyüme finansal gelişmeye neden olmaktadır" şeklinde ifade edilen talep takipli görüş vardır. İlişkinin yönünü belirlemeye yönelik yapılan çok sayıda çalışma, değerlendirilen ülkelerin yapısal özelliklerine göre farklı sonuçlar vermiştir.

Bu çalışmada, finansal gelişme, derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki geliştirmekte olan piyasalar grubu içerisinde yer alan (Arjantin, Brezilya, Çin, Hong Kong, Güney Kore, Malezya, Meksika, Singapur, Tayland ve Türkiye) on ülke için test edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin ele alınmasının temel nedeni, Türkiye'nin de dahil olduğu sermaye kıtlığı yaşayan bu ülkelerin, yurtdışından önemli miktarlarda fonu yurt içine çekmek amacıyla finansal sistemlerini geliştirip derinleştirmeye yönelik uyguladıkları politikaların doğruluğunu test etmektir. Çalışmada panel veri analizi yöntemi tercih edilmiş, seçilmiş on ülkenin 1992-2007 dönemine ait yıllık verileri kullanılmıştır. Kullanılan veriler, Dünya Bankası Gelişme Göstergelerinden (WDI) elde edilmiştir. Analiz Eviews 6.0 paket programı kullanılarak test edilmiştir.

Çalışmada sırası ile finansal sistemin temel işlevleri, finansal derinleşmenin ölçümünde kullanılan çeşitli göstergeler, finansal derinleşme ile ilgili modeller, finansal derinleşme ve büyüme ilişkisine ait çeşitli hipotezler ele alınmış ve son olarak finansal derinleşme ve büyüme ilişkisine ait bir panel regresyon testi gerçekleştirilmiştir.

2. FİNANSAL SİSTEMİN TEMEL İŞLEVLERİ

Finansal sistem, ekonomik birimlerin ellerinde bulunan atıl fonların, reel sektör yatırımlarını finanse etmek amacıyla fon talep edenlere aktarılmasına aracılık etmektedir. Fonlar getirisi en yüksek alanlara yönlendirilerek kaynak dağılımında etkinlik sağlanmaktadır (Levine, 2004:5). Bireysel tasarruf sahiplerinin piyasa koşullarını değerlendirmeleri zor ve pahalıdır. Çoğu zaman ödünç fon talep edenler, fon sağlayanlara oranla daha fazla ve doğru bilgiye sahiptir. Bu açıdan bakıldığında fon talep edenlerle arz edenler arasında bir bilgi asimetrisi ortaya çıkmaktadır. Tasarruf sahiplerinin yatırımları değerlendirirken bilgi eksikliğinin söz konusu olması yatırım yapma konusunda isteksiz davranmalarına neden olmaktadır (Levine ve King, 1997:695). Bilgi toplama maliyetlerinin yüksek olması, sermayenin getirisi yüksek alanlara aktarılmasına engel olmaktadır.

Finansal gelişmeye bağlı olarak finansal sistemin aracılık yapma fonksiyonu da gelişmektedir. Ekonomik kalkınmanın başlangıcında aracılık faaliyetleri daha çok

bankalar tarafından yerine getirilirken ilerleyen aşamalarda yeni finansal araçlar ortaya çıkmıştır. Finansal araçlar konularında uzman olmaları nedeniyle tasarrufların dağılımında getirisi yüksek yatırım fırsatlarını belirlemekte ve fon talep edenlerin kredi değerliliğine karar vermede ortalama küçük yatırımcıya göre daha az maliyet yaratmaktadırlar (Khan, 2000:6). Finansal araçların topladıkları bilgi sayesinde riskli ancak yüksek getirili yatırımları finanse etmesi sermayenin verimliliğini artırmaktadır. Finansal araçlar kanalıyla sermaye dağılımında etkinlik sağlandığı ölçüde ekonomik büyüme de artmaktadır (Greenwood ve Jovanovic, 1990:1076).

Finansal sistemin en önemli işlevlerinden biri de aracılık maliyetlerinin azalması nedeniyle yatırım maliyetlerinin düşmesidir. Finansal sektördeki gelişmeye paralel olarak finansal kurumlar tarafından sunulan hizmetlerde oluşan rekabet, borç faizlerinde de düşüş sağlayarak maliyetleri aşağı çekmektedir. Finansal sistem aracılık maliyetlerini düşürdüğü ölçüde tasarrufların daha büyük kısmının daha yüksek getirili alanlara kanalize edilmesine olanak sağlamakta ve o ölçüde verimli olmaktadır (Darrat, 1999:33). Ayrıca, finansal kurumlar, firmaları ve yöneticileri izleyerek kullanılan kaynakların yerindeliğini takip edebilmektedirler (Levine, 2004:667).

Finansal piyasaların temel özellikleri arasında en belirgin olanı belirsizlik ve bu belirsizliğe bağlı olarak ortaya çıkan *risk* faktörünün varlığıdır. Finansal sistem, yatırımcıların tasarruflarını farklı yatırım alanlarına yayarak risk faktörünü azaltmaktadır (Mishkin, 2004:32). Tasarrufların çok farklı alanlarda kullanılması hane halkları için riski çeşitlendirirken bireysel projelerle ilgili belirsizliği de ortadan kaldırmaktadır. Risk çeşitliliği ve belirsizliğin azaltılması, tasarrufların artmasında da teşvik edici bir unsur olmaktadır (Khan, 2000:6).

3. FİNANSAL DERİNLEŞME ÖLÇÜLERİ VE MODELLERİ

Finansal derinlik kavramı ekonomide finansal yenilik sürecinde tasarrufları yatırıma dönüştüren kanalların yaygınlaşmasını ifade etmektedir. Finansal deregülasyon uygulamaları sonucunda finans piyasalarında faaliyette bulunan kurumların sayısının artması finansal derinleşmeye neden olmaktadır. Finansal derinleşme kişi başına düşen finansal hizmetler ve kurumlardaki artış ve toplam finansal varlıkların gelire oranındaki artış biçiminde ifade edilebilir (Aslan ve Korap, 2006:2). Finansal derinleşme finansal sistemin ulusal ve uluslar arası tasarrufları harekete geçirme düzeyinin bir ölçüsüdür. Bu tanıma göre finansal sistem ancak finans sektöründe yaratılan fonları reel sektöre aktarabildiği ölçüde gelişmiş ve derinleşmiş demektir (Oskay, 2000:3).

Derinliği sağlanamamış bir finansal sistemde yaratılan fonlar finansal sistem içerisinde kalmaktadır. Bu durumda fonlar istenmeyen bir şekilde sistem içerisinde kalmakta ve finansal kazanca dönüşmekte, yani paradan para kazanılmaktadır. Reel sektör yatırımlarının finanse edilememesi ekonomik büyüme üzerinde uzun dönemde olumsuz etkiler ortaya çıkarmaktadır.

3.1. Finansal Derinleşmenin Ölçümü

Bir ekonomide finansal derinliğin hesaplanmasına yönelik çok sayıda ölçüm yöntemi bulunmaktadır. “Finans piyasalarında faaliyette bulunan kurumların sayısının ve çeşitliliğinin artması” ve “finansal araç çeşitliliğinin artması” finansal derinlik göstergeleri arasında kabul edilmektedir. Ancak, bu genel göstergelerin yanı sıra daha

seçici göstergeler de mevcuttur. Seçici göstergeler beş başlık altında toplanabilir. Bunlar (Lynch, 1996:12); miktar göstergeleri, yapısal göstergeler, reel faiz, ürün çeşitliliği ve değişim maliyetidir.

3.1.1. Miktar Göstergeleri

Parasal büyüklükler, kredi büyüklükleri ve sermaye piyasası büyüklükleri olmak üzere üçe ayrılmaktadır (Kar, 2001:157). Parasal büyüklükler, dar tanımlı para arzı (M1) ve geniş tanımlı para arzı (M2)'nin milli gelire oranıdır. M2/GSYİH oranı, yapılan çalışmalarda en sık kullanılan finansal derinleşme göstergelerinden biridir. Geniş tanımlı para arzının gelire oranını ifade etmekle birlikte ekonominin parasallaşma derecesini de ifade eder. Hane halklarının bankacılık sistemini kullanma düzeyi hakkında bilgi verir. M3/GSYİH oranı ise M2 para stokuna ilave olarak repo ve bir kısım banka fonlarının toplamından oluşan büyüklüğün GSYİH'ya oranını gösteren bir başka parasal ölçüt oranıdır. Bu oranların yüksek olması finansal piyasaların gelişmişliğini ifade etmektedir.

Finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan kredi büyüklükleri ise üçe ayrılmaktadır. Bunlar (Yeldan, 2003:32); yurtiçi toplam kredi hacminin milli gelire oranı (YİKH/GSYİH), özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı (ÖSKH/GSYİH) ve özel sektöre verilen kredilerin toplam kredi hacmine oranıdır (ÖSKH/YİKH).

Sermaye piyasasına ilişkin kullanılan gösterge ise *borsa kapitalizasyon oranıdır*. Bu oran; menkul kıymet borsası reel işlem hacminin GSYİH'ya oranı ile ifade edilir. Finansal derinleşme sermaye piyasalarının gelişimini de içermektedir. Sermaye piyasaları geliştiğinde firmalar doğrudan kredi bulma olanağına sahip olduğundan borsa kapitalizasyon oranının artması piyasanın gelişmişliğinin ölçüsü olarak kabul edilmektedir (Başoğlu ve Ceylan, 2001:512).

3.1.2. Yapısal Göstergeler

Finansal sistemin gelişmişliğini yapısal açıdan ölçen temel gösterge M2/M1 oranıdır. M2/M1 oranındaki artış ekonomik birimlerin ellerindeki paranın giderek daha büyük bölümünü vadeli mevduat olarak değerlendirdiğini belirttiğinden finansal sistemin yapısına ilişkin önemli bir gelişmişlik göstergesi olarak kabul edilmektedir (Lynch, 1996:12). Finansal sistemin geliştiği ülkelerde bu oran 5 ile 8 arasında değer alabilmektedir. Bir diğer yapısal gösterge, FIR (Financial Irrelations Ratio) = Toplam Finansal Varlıklar/ GSYİH şeklinde ifade edilir. "Finansal "İlişkiler Oranı" olarak adlandırılan bu oran ne kadar yüksekse ülkenin finansal gelişme oranı o kadar yüksektir (Goldsmith, 1987:26).

Reel Faiz: Faizlerin negatif olmasının tasarruflar üzerinde olumsuz etki yaratması nedeniyle özellikle gelişmiş ülkelerde reel faiz oranlarının pozitif olması finansal gelişmenin temel şartıdır. Ekonomide reel faiz oranları düzeyi ve reel faiz oranlarındaki esneklikler faiz oranlarının değişen konjoktüre hızla uyum sağladığını göstermekte olup, finansal gelişmişlik düzeyini belirlemede en önemli gösterge olarak kullanılmaktadır (Kar ve Ağır, 2005:12). Finansal gelişme, derinleşme ve aracılık faaliyetlerinin faiz oranlarına bağlı olduğu düşüncesine dayanarak reel faiz oranlarını finansal değişken olarak kullanan çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Reel faiz oranlarının değişken olarak seçiminin altında yer alan temel düşünce McKinnon Shaw

hipotezine dayanmaktadır. Hipotezin temelinde, reel faiz oranlarındaki artışın finansal tasarrufları, dolayısıyla yatırımların finansmanında kullanılacak fonları ve yatırımları artıracığı savı yer almaktadır (Erim ve Türk, 2005:27).

Ürün Çeşitliliği: Finansal gelişmenin diğer bir ölçüsü finansal piyasalarda kullanılan araç çeşitliliğinin artması ve bu araçların giderek daha yaygın kullanılabilir hale gelmesidir. Finansal sistemde daha fazla aracın kullanılabilir olması artan fon talebinin karşılanabilmesini sağlamaktadır (Oskay, 2000:19). Finansal derinliği zayıf piyasalarda kredi ve tahvil vb. temel finansman araçları olurken gelişmiş piyasalarda swap, future, forward ve opsiyon gibi türev ürünler kullanılmaktadır.

Aracılık Maliyetleri: Finansal sistem, aracılık işlevinde yatırımcılardan aldığı kredi faiz oranı ile tasarruf sahiplerine verdiği mevduat faiz oranı arasındaki farkı aracılık maliyeti olarak alıkoymaktadır. Etkin işleyen bir finansal sistemde aracılık maliyetlerinin düşük olması gerekmektedir. İşlem maliyetlerinin düşük olması yatırımlara aktarılacak fon miktarında artış sağlamaktadır (Kar ve Ağır, 2005:17). Finansal sistemin aracılık maliyetlerini düşürmesi uzun dönemli sürdürülebilir bir büyüme için ön koşul niteliğindedir. Finansal aracılık maliyeti, kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki marj ile ifade edilmektedir (BDDK, 2006:18).

Finansal sistemin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratabilmesi, işlevlerini yerine getirmenin yanı sıra finansal derinliğin sağlanmış olmasına da bağlıdır. Literatürde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin varlığına yönelik çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bununla birlikte Lucas (1988:4), finansal piyasalar ve büyüme ilişkisini inceleyen bilim adamlarının finansal piyasaların büyüme üzerindeki rolünü abarttıklarını ifade etmektedir. Ekonomik büyümenin fiziksel sermaye ve beşeri sermaye olmak üzere iki kaynağı bulunmaktadır. Ekonominin gelişmişlik düzeyi ve büyüme hızını sadece bu iki olgunun belirlediği durumlarda, finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerinde ancak küçük bir rolünün olabileceğine vurgu yapmaktadır.

3.2. Finansal Derinleşmeyle İlgili Modeller

Finansal sistemin gelişmişliği ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklayan çok sayıda model olmakla birlikte bunlar iki temel görüş ekseninde toplanmaktadır. Bu görüşlerin ilki, 1973 yılında McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'ın ayrı ayrı çalışmalarında ortaya koydukları görüşlere dayanan Finansal Baskı Okulu ve diğeri bu görüşün alternatifi olan Yapısalcı Okul'dur. Finansal liberalleşme sonucu finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine yönelik olarak ortaya konan modellerin öncüsü olan McKinnon-Shaw modelinden yola çıkarak daha sonra Kapur (1973), Fry (1989), Mathieson (1980) gibi çok sayıda ekonomist kendi modellerini ortaya koymuşlardır.

3.2.1. Finansal Baskı Okulu: McKinnon-Shaw Modeli

Finansal baskı, hükümetlerin politik-yasal düzenlemeler ile finansal faaliyetleri yönlendirmeleri ve finansal ürün fiyatlarını kontrol etmelerini ifade etmektedir. Hükümetler, finansal baskı politikalarını kaynak dağılımını kontrol etmek ve kamu açıklarını düşük maliyetle finanse etmek amacıyla kullanmaktadırlar. Fon taleplerini yasal yaptırımlar ile kamu kâğıdı tutulmasını zorlayarak veya düşük faizle kaynak kullanarak elde etmektedirler. Yüksek rezerv karşılığı oranları ve kamu kâğıdı tutma zorunlulukları finansal kuruluşların sahip oldukları fonları özel sektöre aktarma

olanaklarını kısıtlamakta ve finansal piyasaların aracılık fonksiyonlarını tam olarak yerine getirmelerini engellemektedir (Fry, 1989:14). Finansal sistemde toplanan fonların ne kadar büyük bir bölümü kamuya aktarılıyorsa, finansal baskı politikaları o derece başarılı kabul edilmektedir. Kamuya aktarılan kaynaklar özel sektöre aktarılacak fonları sınırladığından yatırımları dışlayarak büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadırlar (Denizer vd, 1999:3). Bu mekanizma çerçevesinde finansal baskı McKinnon Shaw modelinin temel çıkış noktasını oluşturmaktadır. Finansal baskıyı belirleyen unsurlar faiz oranları, döviz kuru kontrolleri, yüksek rezerv oranları ve kredilerin ekonomik gereklerden çok politik kararlar doğrultusunda yönlendirilmesidir. Finansal piyasalar üzerindeki baskı ve kontrol, yatırımlar için gerekli tasarrufları azaltarak ekonominin uzun vadeli büyümesine engel olmaktadır

McKinnon-Shaw modeli iki varsayıma dayanmaktadır. *Birinci varsayım*; az gelişmiş ülkelerde sermaye birikiminin düşük olması nedeniyle oluşan finansal piyasaların gelişmemişliği nedeniyle, fiziki sermayeye yatırım yapma kapasitesi kendi kendilerini finanse etme potansiyelleriyle sınırlıdır (McKinnon, 1973:57). *İkinci varsayım* ise, yatırım harcamalarının tüketim harcamalarından daha büyük ve hareketsiz bir büyüklük olmasıdır. McKinnon, tasarruf sahiplerinin daha yüksek getirili fiziki yatırımlar yerine yeterli kaynağa sahip olana kadar parasal varlıklara yatırım yaparak fon biriktireceklerini öne sürmektedir. Mevduat şeklinde yatırılan bu fonlar sermaye birikimi için bir kaynak teşkil etmekte dolayısıyla mevduatlar ile fiziki sermaye tamamlayıcı varlıklar haline gelmektedir

McKinnon-Shaw modelinin temel hipotezi, tasarrufların, reel mevduat faizinin ve reel çıktıdaki artışın artan bir fonksiyonu olduğu, yatırımların ise yurtiçi faiz oranlarının azalan bir fonksiyonu olduğu varsayımına dayanmaktadır. Finansal baskının *ilk aşamasında* nominal faiz oranları sabitlenmekte, böylece faiz oranı denge düzeyinin altına inmektedir. Düşük faiz oranları ise cari tüketimi arttırırken tasarrufların önüne geçmektedir. Faiz oranı tavanının düşürülmesi tasarruflarda azalışa neden olmaktadır. *İkinci aşamada* ise faiz oranları düştüğünde sermayenin marjinal etkinliğinin düşük olduğu, getirisi daha az olan yatırımlara kaynak aktarılabilir. Yatırımların artan etkinliği çıktıda artışa neden olmakta ve uzun dönemde tasarrufları arttırmaktadır. Yatırım fırsatlarının bol ancak finansal sistemin baskı altında olduğu durumlarda yatırımların daha etkin ve yüksek olmasının anahtarı faiz oranları ve tasarruflardaki yükselmedir (McKinnon, 1991:11-12). Faiz oranlarındaki bir yükselme mevduat artışlarını uyarak bankacılık kesiminin kredi yaratma kapasitesini arttırmaktadır. Faiz oranları yükseldiğinde sermayenin marjinal getirisinin düşük olduğu yatırımlar sınırlanmakta, karlı olmaktan çıkmaktadır. Bu koşullar altında yatırımların ortalama etkinliği ve ekonomik büyüme artmakta ve tasarruflar da artmaktadır. Finansal baskı altındaki ülkelerde yatırım olanakları çok olmasına rağmen yetersiz tasarruflar büyüme sınırlamaktadır (McKinnon, 1973:59-61).

Shaw (1973:13), finansal liberalleşme ve gelişme sonucunda tasarruf ve yatırım yapma güdülerinin ve yatırımların ortalama etkinliğinin arttığını ifade etmektedir. Finansal araçlar, çeşitlenme ve işlem maliyetlerinin düşmesiyle fon bulmayı kolaylaştırmakta ve riski azaltmaktadır. Bu uygulama yatırımcılar açısından bilgi maliyetlerini azaltarak tasarruf yapanların reel kazançlarını ve yatırım yapanların reel maliyetlerini azaltmaktadır. Faiz oranları piyasada oluşması gereken denge düzeyinin

altında olduğu durumda finansal aracılık sistemi baskı altına alınmakta ve tasarruflar optimal düzeyin altında kalmaktadır (Fry, 1988:21). Bu durumda bankalar yüksek getirili projelerden risk primi tahsil edemedikleri için faiz tavanı uygulaması ekonomide risk alma eğiliminin azalmasına ve yatırımların ortalama getirisinin düşmesine neden olmaktadır (McKinnon, 1991:12).

McKinnon-Shaw modelinde finansal piyasalarda baskının ortadan kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması ekonomik gelişmeyi hızlandıracaktır. McKinnon ve Shaw finansal sektörün dünyayla bütünleşmesini sağlayacak dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki baskının da kalkması gerektiğini yani dış finansal liberalleşmenin de sağlanması gerektiğini savunmaktadırlar. Mevduat faiz tavanı ve kredi tayinlemesi, yüksek zorunlu karşılık oranları, selektif kredi kontrolleri gibi bankacılık sistemine getirilen kısıtlamaların finans sisteminin gelişiminde aksamalara neden olacağını ve bunun sonucunda ekonomik büyümenin olumsuz etkileneceğini ifade etmektedirler (Ghali, 1999:310).

3.2.2. Yapısalıcı Modeller

Yapısalıcı okul, McKinnon Shaw modelinin temel savı olan finansal baskının zararlı etkileri konusunda finansal baskı okuluyla aynı görüşleri benimsemekle birlikte, politika önerilerinde farklılaşmaktadır. Yapısalıcılara göre, gelişmekte olan ülkelerde kurumsallaşmış (formel yapı) finansal sistemin yanı sıra kurumsallaşmamış (informel yapı) ve zaman zaman formel sistemden daha büyük olabilen bir finansal yapının varlığı söz konusudur. Gelişmekte olan ülkelerde finansal yapıdaki bu ikili oluşuma finansal düalizm adı verilmektedir. Finansal düalizmi yaratan nedenler konusunda iki farklı görüş bulunmaktadır (Ghate, 1992:835). *İlk görüş*, informel yapının formel yapının kusurlarının bir sonucu olduğunu ifade etmektedir. Formel sektörde var olan bu kusur ise devletin finansal sistemdeki kurumlar üzerine getirdiği kısıtlamalar ve sistemin regüle olması, diğer bir ifadeyle finansal baskının varlığıdır. Formel piyasada var olan kısıtlar sonucu kredi bulma sorunu yaşayan kesim enformel sektöre yönelmektedir. Bu görüşün taraftarları finansal liberalleşme sonucu enformel sektörde yürütülen faaliyetlerin azalacağını ifade etmektedirler.

İnformel finans sektörünün varlığına ilişkin *ikinci yaklaşım*, informel sektörün ortaya çıkmasının altında yatan nedenin formel sektörde ortaya çıkan kısıtlar olmadığını, bunun toplumun ekonomik ve sosyal yapısındaki farklılıklardan kaynaklandığını ifade etmektedir. Bu görüşün savunucuları daha fazla regüle edilmiş bir finans sisteminden yana tavır sergilemekte ve finansal sistem liberalleşmiş olsa bile toplumsal yapıdan kaynaklanan enformel yapının varlığını sürdüreceğini iddia etmektedirler

Yapısalıcı modellerin öncülerinden Taylor, McKinnon-Shaw modelinden farklı olarak faiz oranlarındaki bir artışın ekonomide daralmaya neden olacağını ifade etmektedir. Taylor'un modelinde, hane halkları varlıklarını formel bankacılık sisteminde mevduat, enformel piyasalarda ise verimsiz oldukları düşünülen altın ve gayrimenkul olarak bulundurlar. Firmalar formel bankacılık sisteminde kredi bulabileceği gibi enformel piyasalarda bankerler ya da doğrudan tasarruf sahiplerinden de kredi bulabilmektedir. Dolayısıyla banka mevduatları hem enformel piyasalar hem de altın ve gayrimenkul gibi verimsiz yatırımlarla ikame edilebilmektedir. Taylor'a

göre enformel piyasalar gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak yer almakta ve rekabetçi bir özellik taşımaları nedeniyle önemli makroekonomik role sahip bulunmaktadır (Taylor, 1983: 92).

McKinnon-Shaw modelinde belirtildiğinin aksine, mevduat faizlerinde bir yükseliş, kullanılabilir krediler ve yatırımlarda artışa neden olmayabilir. Bu noktada faizlerde meydana gelen artışlar sonucunda banka mevduatlarındaki artışın hangi kaynaktan geldiği önem taşımaktadır. Banka mevduatlarındaki artış altın ve gayrimenkul gibi verimsiz yatırımlardan kaynaklanıyorsa banka kredileri ve yatırımların artması mümkün olabilecektir. Faizlerdeki artış sonucu informel piyasada kredi olarak kullanılan kaynaklar formal bankacılık sistemine mevduat olarak aktarılıyorsa ekonominin genelinde bir kredi daralması yaşanacaktır. Çünkü yasal bankacılık sisteminde mevduatlara karşılık ayırma zorunluluğu, kullanılabilir kredi miktarını kısıtlamaktadır (Taylor, 1983:100). Yapısalcılar bankacılık sektöründeki zorunlu mevduat karşılığı uygulamalarının yüksek olmasının kaynak kaybına neden olduğunu ifade etmektedirler. Yeni yapısalcı modellerde ise fonlar formal ve enformel sektör arasında akışkanlığa sahiptir ve yatırımcılar her iki piyasayı da kullanabilmektedir.

4. FİNANSAL DERİNLİK-BÜYÜME İLİŞKİSİ HİPOTEZLERİ

Konu ile ilgili çalışmalar, finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişkinin yönü hakkında görüş birliği olmadığı veya ilişkisiz oldukları yönünde sonuçlar bildirir. Finansal gelişme ile büyüme ilişkisinin yönü hakkında iki temel yaklaşım vardır. Bunlar; “arz öncüllü hipotez” ve “talep takipli hipotez”lerdir.

4.1. Arz Öncüllü Hipotez

Arz öncüllü hipotezde *nedenselliğin yönü, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğrudur*. Bu hipotezde neo-klasik iktisat görüşünde olduğu gibi finansal piyasaların serbestleştirilmesiyle tasarruflar teşvik edilecek ve marjinal verimliliği yüksek alanlarına yönlendirilerek büyüme hızlandırılacaktır (Alper ve Öniş, 2001:2). Bu hipoteze göre, finansal gelişmeyi üç farklı mekanizma etkilemektedir. Bunlar; (i) yurtiçi finansal sistemin boyutları/etkinliği, (ii) yurtiçi firmaların yabancı fonlara geçişi ve (iii) gelişen ortak yönetimle birlikte faaliyet gösteren birimlerin sorunlarının azaltılma derecesidir. Finansal liberalleşme sonucu piyasaya yabancı kurumların girmesiyle oluşan rekabet, maliyetleri azaltarak yatırımları ve dolayısıyla büyümeyi artıracaktır. Rekabet, yurtiçi finansal sektörde etkinliği artırarak ülkelerin öncü finansal araçlardan faydalanmasını sağlamakta ve ekonomik büyümenin artmasına neden olmaktadır (Galindo vd., 2002:8). Bu etkinin kaynağı finansal araçların fonksiyonlarını etkin biçimde yerine getirmesidir. Finansal araçlar reel sektöre kredi sağlama fonksiyonlarını başarılı biçimde yerine getirdikleri ölçüde ülkenin ekonomik büyümesine katkı sağlayabilmektedirler (Kar ve Tuncer, 2002:32).

4.2. Talep Takipli Hipotez

Talep takipli hipotezde *nedenselliğin yönü ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrudur*. Büyüme, teknolojik gelişme ve işgücü verimliliğindeki artış ile gerçekleşir. Reel ekonominin büyümesi sonucu finansal araçlara ve sundukları hizmetlere olan talep artmaktadır. Söz konusu talep artışı finansal kurumlar üzerinde

artan talebe cevap verecek ölçüde bir genişleme yönünde baskı yapmakta ve bu baskı sonucunda finansal gelişme ve genişleme sağlanmaktadır (Calderon ve Liu, 2003:326). Ekonomik büyüme finansal hizmetler için talep yaratarak yeni finansal araç ve kurumların oluşumunu teşvik etmektedir. Reel sektörde ortaya çıkan talep artışının karşılanmasında finansal araçlar aracı rolü üstlenmektedir. Robinson (1952), bu konudaki görüşünü “girişim yol gösterir, finans takip eder” biçiminde özetlemektedir. Talep takipli yaklaşım finansın, büyüme sürecinde temel olarak pasif bir unsur olduğunu ifade etmektedir.

4.3. Gelişme Safhası Hipotezi

Patrick (1966:174)'in *gelişme safhası hipotezi* olarak adlandırılan ve sözü edilen hipotezlerin birbirini izlemesi sonucu oluşan finansal gelişme ve büyüme durumunu anlatan bir görüşü mevcuttur. Bu hipoteze göre, ekonomik büyümenin erken aşamalarında finansal gelişmenin sağladığı yeni olanaklar ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir. Finansal araç ve hizmet türlerindeki artışa bağlı olarak sistem dışında kalan tasarrufların sisteme çekilmesiyle yatırımlar artarak arzın öncülük ettiği aşamayı ortaya çıkarmaktadır. Diğer bir ifadeyle finansal gelişme reel sermaye birikimiyle ekonomik büyümeyi artırmaktadır (Atamtürk, 2007:78). Finansal ve ekonomik gelişme ilerledikçe finansal gelişmenin arz öncüllüğündeki durumu azalarak talep takipli durum baskın hale gelmektedir (Calderon ve Liu, 2003:322).

5. EKONOMETRİK YÖNTEM VE ÇÖZÜMLEME SONUÇLARI

5.1. Literatür Özeti

Finansal gelişme, derinleşme ve büyüme ilişkisini belirlemeye yönelik literatür iki kısma ayrılmaktadır. Birinci grup literatür finansal gelişme-derinleşme ile büyüme ilişkisinin *varlığını* belirlemeye çalışırken, ikinci grup literatür ilişkinin *yönünü* nedensellik analizi ile araştırmaktadır. Finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişkinin varlığını açıklamaya çalışan çalışmaların özeti Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1: Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisinin Varlığına Yönelik Çalışmalar

Yazarlar	Örneklem	Yöntem	Temel Bulgular
Goldsmith (1969)	35 Ülke	Zaman Serileri Analizi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Gupta (1984)	Asya ve Latin Amerika Ülkeleri	Regresyon Analizi	İncelenen ülkelerden ondördünde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.
Athe ve Javanovic (1993)	39 ülke	Ekonometrik yöntemler	Menkul kıymetler borsası işlem hacmi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır..
King ve Levine (1993a)	80 ülke	Ekonometrik yöntemler	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.
King ve Levine (1993b)	80 ülke	Erkonometrik yöntemler	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin oldukça yüksek olduğu ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Japelli ve Pagano (1994)	İtalya	Ekonometrik yöntemler	Hanehalkı kredi miktarı arttığında tasarrufların azaldığı ve ekonomik büyümenin yavaşladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Levine ve Zervos (1996)	77 ülkenin hisse senedi piyasası	Ekonometrik yöntemler	Hisse senedi piyasasının likiditesi ve gelişmişliğinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.
Rajan ve Zingales (1998)	ABD	Ekonometrik yöntemler	Finansal gelişme sonucu firma dışı finansman sağlayan endüstrilerin daha fazla büyüdüğü sonucuna ulaşılmıştır.
Yazarlar	Örneklem	Yöntem	Temel Bulgular
Beakart ve Harvey (2000)	30 az gelişmiş ülke	Ekonometrik yöntemler	Finansal liberalleşme yoluyla sağlanan finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Arestis, Demetriades ve Luintel (2001)	5 gelişmiş ülke	Ekonometrik yöntemler	Bankacılık sektörünün ekonomik büyümeye katkısının hisse senedi piyasasından daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Evans (2002)	83 ülke	Panel veri analizi	Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkısının beşeri sermayeden daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Fink, Hais ve Hristofora (2003)	13 gelişmiş ülke	Nedensellik ve eşbütünlük analizi	Tahvil piyasasının gelişmesinin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Bhattacharya ve Sivassubraman (2003)	Hindistan	Regresyon analizi ve Granger nedensellik analizi	M3'deki değişimlerin uzun dönemde ekonomik büyümeye pozitif katkı sağladığı, ilişkinin yönünün ise finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Beck vd. (2004)	39 ülke	İstatistiksel ve ekonometrik analiz yöntemleri	Finansal gelişmenin küçük firmalar üzerindeki kısıtları kaldırarak sanayinin gelişmesine daha fazla katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.
Rioja ve Valev (2004)	71 ülke	GMM Dinamik panel veri analizi	Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin ekonomik büyümeye katkısının gelişmiş ülkelerekinden daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Chrisopolus ve Tsionas (2004)	10 gelişmekte olan ülke	Panel eşbütünlük analizi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin olduğu ve nedenselliğin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Ghirmay (2004)	13 Afrika ülkesi	VAR analizi	Uzun dönemde 13 ülkeden 12'sinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Rousseau ve Watchel (2005)	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Panel Veri	Gelir düzeyi 3.000 ve 12.000 \$ düzeyinde olan ülkelerde finansal derinleşme büyümeyi kuvvetli etkilerken, daha yüksek gelirli ülkelerde ilişkinin gittikçe zayıfladığı sonucuna ulaşılmıştır.
Vaona ve Patuelli (2008)	İtalya	Panel veri analizi	Yerel finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde anahtar bir rol üstlendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 1'de sunulan çalışmaların büyük bir kısmı finansal gelişme/derinleşme ile büyüme arasında güçlü bir pozitif ilişkinin varlığını desteklemektedir. Nedenselliğin yönünü belirlemeye yönelik çalışma özetleri ise Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2: Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisinin Yönünü Belirlemeye Yönelik Çalışmalar

Yazarlar	Örneklem	Yöntem	Temel Bulgular
Jung (1986)	Gelişmekte olan ülkeler	Granger nedensellik analizi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi belirlenmiştir.
Ahmed ve Ensari (1998)	Hindistan, Pakistan, Sri Lanka	Nedensellik analizi	Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Ghali (1999)	Tunus	Granger nedensellik analizi	Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Luintel ve Khan (1999)	10 ülke	VAR analizi	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında tüm örneklerde iki yönlü nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Xu (2000)	41 ülke	VAR analiz	Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Gürsoy ve Al-Aali (2000)	Bahreyn, Kuveyt ve Suudi Arabistan	Granger nedensellik analizi	Kuveyt için finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru, diğer ülkeler için ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru nedensellik ilişkisi bulunmuştur.
Al-Yousif (2002)	30 gelişmekte olan ülke	Panel veri analizi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Henry (2003)	18 az gelişmiş ülke	Ekonometrik yöntemler	Finansal serbestleşmeyle birlikte finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Müslümov ve Aras (2004)	OECD ülkeleri	Granger nedensellik analizi	Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Thangavelu ve Ang (2004)	Avustralya	Granger nedensellik analizi	Uzun dönemde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Dritsakis ve Adamopoulos (2004)	Yunanistan	Granger nedensellik analizi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Chang ve Chandil (2005)	Tayvan	VAR analizi	Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedenselliğin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Ang ve McKibbin (2005)	Malezya	Granger nedensellik analizi	Ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Habibullah ve Eng (2006)	13 Asya ülkesi	GMM ve Granger nedensellik analizi	Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedenselliğin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Eita ve Jordan (2007)	Bostwana	Granger nedensellik analizi	Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedenselliğin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 2'deki 9 çalışmada finansal gelişmeden büyüme, 1 çalışmada büyümeden finansal gelişmeye, 5 çalışmada ise çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı gözlenmektedir.

Tablo 3: Türkiye’yi Konu Alan Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisi Çalışmaları

Yazarlar	Örneklem	Yöntem	Temel Bulgular
Kar ve Pentecost (2000)	Türkiye	Granger nedensellik analizi ve VECM	Nedenselliğin yönünün finansal gelişmeyi ifade etmek için kullanılan değişkene göre farklılaştığı sonucuna ulaşılmıştır.
Ünalmiş (2002)	Türkiye	Granger nedensellik analizi	Kısa dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru, uzun dönemde çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Aslan ve Korap (2006)	Türkiye	Granger nedensellik analizi	Uzun dönemli ilişkinin finansal gelişmişliği ifade eden değişkene göre farklılaştığı sonucuna ulaşılmıştır.
Aslan ve Küçükaksoy (2006)	Türkiye	Granger nedensellik analizi	Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedenselliğin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır
Demir vd. (2007)	Türkiye	Granger nedensellik analizi	Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedenselliğin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır
Altunç (2008)	Türkiye	Granger nedensellik analizi	Uzun dönemli ilişkinin finansal gelişmişliği ifade eden değişkene göre farklılaştığı sonucuna ulaşılmıştır

Tablo 3’te sunulan çalışmalardan Türkiye’de finansal gelişmeden büyümeye doğru bir ilişkinin var olduğu net bir şekilde görülmektedir. Bu çalışmada ise, özetlenen çalışmalardan farklı olarak ilk kez Türkiye’nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan piyasaları konu alan ve önceki çalışmalardan farklı bir yöntemle, panel veri analizi ile finansal gelişme-büyüme ilişkisi test edilmektedir.

5.2. Durağanlık Sınaması

Zaman serileri analizinde değişkenler arasında sahte ilişkilerin önlenmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Tek değişkenli birim kök sınamalarının küçük örneklerde açıklama gücünün düşük olması nedeniyle Levin, Lin ve Chu (LLC 2002), Breitung (2000), Maddala ve Wu (1999) tarafından geliştirilen panel birim kök testleri kullanılabilir. LLC (2002) testi,

$$\Delta y_{it} = \rho^* y_{i,t-1} + \sum_{L=1}^{p_i} \theta_{iL} \Delta y_{i,t-L} + z_{it}' \gamma + u_{it} \quad (1)$$

$H_0 : \rho^* = (\rho - 1) = 0$ seriler durağan değildir, $H_1 : \rho^* < 0$ seriler durağandır şeklindedir. Denklemde z_{it} , sabit, sabit etkiler ve basit trend gibi modele ait deterministik bileşenleri ifade etmektedir. Dinamik otoregresif değişkenin katsayısının tüm panel bileşenleri için homojen ($\rho_i = \rho$) olduğu varsayılmaktadır. Im, Peseran ve Shin (IPS) (2003) testi,

$$\Delta y_{it} = \rho_i^* y_{i,t-1} + \sum_{i=1}^{p_i} \theta_{iL} \Delta y_{i,t-L} + z_{it}' \gamma + u_{it} \quad (2)$$

$H_0 : \rho_i^* = (\rho_i - 1) = 0$, $H_1 : \rho_i^* < 0$ (en az bir kesit serisi için) şeklindedir. ρ_i ’nin paneldeki her bir seri için değişebileceği diğer bir ifadeyle paneldeki her bir seri için heterojen olduğu varsayılmıştır. Bir serinin farklı gecikme uzunluğuna sahip olması, IPS testlerinin LLC testine göre daha yüksek açıklama gücüne sahip olduğunu göstermektedir (Maddala ve Wu, 1999).

IPS testinin alternatif hipotezinde paneldeki en az bir serininin durağan olduğu ifade edilmektedir. IPS yönteminde her bir kesit seri için hesaplanan ADF birim kök istatistiklerinin ortalaması alınmaktadır.

$$\bar{t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{\rho} \quad (3)$$

Im, Peseran ve Shin (2003), test istatistiklerinin normal dağıldığını göstermişlerdir. Maddala ve Wu (1999), her bir i kesiti için birim kök tahmininden elde edilen boş hipotezin reddedildiği anlamlılık düzeylerini birleştiren Fisher ve PP testini önermişlerdir. Bu testte;

$$P = -2 \sum_{i=1}^n \ln p_i \quad (4)$$

İstatistiği $2N$ serbestlik derecesine ve χ^2 dağılımına sahiptir. Testte ρ_i , her bir kesit seri için yapılan birim kök testinden elde edilen ρ değerini ifade etmektedir. Maddala ve Wu (1999) Fisher tipi testin IPS ve LLC testlerine oranla daha başarılı olduğunu ifade etmiştir. Bu çalışmada IPS testi, Maddala ve Wu'nun önerdiği Fisher ADF ve Fisher PP testleri kullanılarak serilerin durağanlık sınaması yapılmış olup, sonuçlar Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4: Birim Kök Testi Sonuçları

IPS	Düzy		Birinci Fark	
Değişkenler	Sabit	Sabit ve Trendli	Sabit	Sabit ve Trendli
BC	-2.9839 (0.00)*	-3.4223 (0.00)*	-5.6161 (0.00)*	-3.5937 (0.00)*
PC	-5.1516 (0.00)*	-1.5690 (0.05)**	-4.3786 (0.00)*	-4.5420 (0.00)*
MC	1.9460 (0.97)	1.4756 (0.93)	-4.0198 (0.00)*	-2.84.75 (0.00)*
M2	0.6169 (0.73)	-0.6376 (0.26)	-4.5759 (0.00)*	-3.1727 (0.00)*
M3	0.9528 (0.17)	-2.7258 (0.00)*	-5.8974 (0.00)*	-4.4535 (0.00)*
Y	-2.9428 (0.00)*	-08385 (0.20)	-6.9371 (0.00)*	-5.6060 (0.00)*
Fisher ADF	Düzy		Birinci Fark	
Değişkenler	Sabit	Sabit ve Trendli	Sabit	Sabit ve Trendli
BC	41.4215 (0.00)*	31.1789 (0.05)**	93.6160 (0.00)*	47.1276 (0.00)*
PC	44.2204 (0.00)*	31.7292 (0.04)**	55.8769 (0.00)*	58.4622 (0.00)*
MC	13.9674 (0.83)	12.4435 (0.90)	53.9889 (0.00)*	43.6766 (0.00)*
M2	14.5038 (0.80)	26.1498 (0.16)	57.6034 (0.00)*	45.0650 (0.00)*
M3	30.1288 (0.06)	29.8455 (0.07)	62.7711 (0.00)*	51.9709 (0.00)*
Y	39.6647 (0.00)**	23.5520 (0.20)	84.9967 (0.00)*	97.7728 (0.00)*
Fisher PP	Düzy		Birinci Fark	
Değişkenler	Sabit	Sabit ve Trendli	Sabit	Sabit ve Trendli
BC	14.9374 (0.78)	7.8418 (0.99)	97.8673 (0.00)*	51.1023 (0.00)*
PC	11.2854 (0.93)	7.5780 (0.99)	57.3243 (0.00)*	66.2703 (0.00)*
MC	20.8387 (0.40)	22.3211 (0.32)	132.330 (0.00)*	146.157 (0.00)*
M2	25.6406 (0.17)	15.0463 (0.77)	63.9394 (0.00)*	53.9428 (0.00)*
M3	54.0370 (0.00)*	31.6333 (0.04)**	101.150 (0.00)*	93.4091 (0.00)*
Y	70.1494 (0.00)*	48.8737 (0.00)*	199.944 (0.00)*	188.375 (0.00)*

* ** sırasıyla %1 ve %5 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir. IPS testi için parantez içindeki rakamlar ortalama t istatistikleri için p değerleridir. Fisher ADF ve Fisher PP testleri için parantez içindeki rakamlar ADF Fisher ve PP Fisher χ^2 istatistiklerine ilişkin p değerleridir.

Tabloda yer alan testlerdeki gecikme uzunlukları Schwarz Bilgi Kriterine (SIC) göre seçilmiştir. Birim kök sınavına ilişkin olarak yapılan testlerden IPS ve Fisher ADF testleri birinci farkı alındığında durağan olan MC ve M2 ve M3 değişkenleri hariç diğer değişkenlerin seviye itibarıyla durağan olduğunu göstermektedir. Bu nedenle model tahmin edilirken MC ve M2 değişkenler birinci farkları alınarak diğer değişkenler ise düzey itibarıyla alınarak model tahmin edilmiştir.

5.3. Panel Veri Regresyon Modelleri

Ekonomik araştırmalarda birbirinden farklı veri türleri kullanılmaktadır. Bu veri türleri ancak yapılarına uygun olan modellerle analize tabi tutulabilmektedir. Zaman serisi ve yatay dikey kesit veriler ile ayrı ayrı analizler yapılabilmektedir. Zaman boyutuna sahip kesit verileri kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine panel veri analizi adı verilmektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007:37). Panel veri analizlerinde zaman serisi ve yatay kesit veriler bir arada kullanılarak her iki boyutu da içeren bir veri seti oluşturulmaktadır. Panel veri analizlerinin yatay kesit ya da zaman serilerine göre bazı üstünlükleri vardır. Bunlar şu şekilde özetlenebilir (Gujarati, 2003:638): (i) Verilerin kesit veri boyutu da olduğundan kesit veri boyutundaki homojen olmayan etkiler daha iyi kontrol edilebilmektedir. (ii) Panel verilerde sadece kesit veri ya da sadece zaman serilerinde gözlenemeyen etkileri belirlemek ve ölçmek daha kolaydır. (iii) Panel veri kullanımıyla birlikte gözlem sayısında meydana gelen artış serbestlik derecesini de artırmaktadır. (iv) Serbestlik derecesindeki artış bağımsız değişkenler arasındaki çoklu doğrusal bağlantı sorununu da azaltmaktadır. (v) Açıklayıcı değişkenlerin hem kesit veri hem de zaman boyutunu içermesi nedeniyle panel veri modellerinden daha güvenilir parametre tahminleri elde edilebilmektedir. Parametre tahminlerinin doğruluğunun artması daha güvenilir sonuçlar elde edilebilmesi anlamına gelmektedir.

Yukarıda verilen bilgiler ışığında panel veri modelleri 5 nolu denklem ile ifade edilebilir.

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{1it} + \beta_3 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (5)$$

$i=1,2,\dots,N, t=1,2,\dots,T$

Yukarıdaki denklemde i kesit veri sayısını, T zaman periyodunu göstermektedir. Katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değişiminin varsayıldığı modellere “sabit etkiler modeli” (FEM) denilmektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007:37). Söz konusu “sabit etkiler modeli” 6 nolu denklemde belirtilmektedir (Gujarati ve Porter, 2009:596);

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (6)$$

$i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$

Sabit etki terimi sapmanın her bir birimde bireysel etkilerin farklı olabileceğini ancak zaman boyutunda sabit olacağını ifade etmektedir. 6 nolu denklemdeki sabit etkiler modelinde, eğim katsayısının zaman boyutunda ya da birimlere göre değişmediği, sabit olduğu varsayılmaktadır.

Rassal etkiler modelinde birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen değişiklikler modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilmektedir. Bunun temel

nedeni sabit etkiler modelinde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybının önlenmek istenmesidir (Baltagi, 2005:13). Rassal etkiler modelinde 6 nolu eşitlikte yer alan sabit terim β_{1i} sabit değil, $\bar{\beta}$ ortalama ile rassal bir değişken olmaktadır. Bu durumda her bir birim için sabit terimin değeri şu şekilde olmaktadır;

$\beta_{1i} = \beta + \mu_i$, μ_i sıfır ortalamalı ve sabit varyanslı hata terimidir. Bu koşullarda rassal etkiler modeli (REM);

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} + \mu_{it} \text{ veya} \quad (7)$$

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + w_{it}$$

biçiminde ifade edilmektedir. w_{it} bileşik hata terimidir. Bileşenleri ise birimlere özgü hata terimi (μ_{it}) ve panel hata terimidir (u_{it}).

Panel veri analizi yapılırken gruplara özgü spesifik etkilerin sabit yada tesadüfi kabul edilmesi model seçim sırasında karşılaşılan en önemli sorundur. Sabit etkiler modeli için en küçük kareler (OLS) en etkin ve sapmasız (BLUE- Best Lineer Unbiased Estimator) tahmin edici iken; rassal etkiler modelinde genelleştirilmiş en küçük kareler (GLS) en etkin ve sapmasız tahmin edicidir.

Gruplara özgü spesifik etkilerin tesadüfi yada sabit olarak belirlenmesi araştırmacının tercihinin bırakılmakla beraber verilerin içerikleri, elde edilme koşulları ve yöntemi hangi modelin tercih edileceği konusunda önem taşımaktadır. Bu noktada tercih yaparken Hausman model tanımlama test istatistiği yaygın olarak kullanılmaktadır. Hausman test istatistiği rassal etkiler tahmincisi doğrudur. Sıfır hipotezi altında k serbestlik dereceli ki-kare dağılımı göstermektedir. Gerçekleşmesi durumunda tesadüfi etkili modelin hata terimleri bileşenlerinin bağımsız değişkenler ile ilişkili olmadığı kararı verilebilecektir. Test istatistiği sonucu tablo değerinden büyük olduğu durumda H_0 hipotezi reddedilir ve FEM modeli REM modeline tercih edilir (Gujarati, 2003:650).

Çalışmada ilk kez King ve Levine (1993a) tarafından kullanılan ve takip eden süreçte çok sayıda çalışmada kullanılan modele paralel olarak geliştirilen ancak Levin'in çalışmasından farklı olarak finansal gelişme ve derinleşme göstergelerinin kullanıldığı bağımsız değişkenlerle ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla oluşturulan aşağıdaki çoklu doğrusal regresyon modeli tahmin edilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 M2_{it} + \beta_2 M3_{it} + \beta_3 BC_{it} + \beta_4 PC_{it} + \beta_5 MC_{it} + u_{it} \quad (8)$$

Modelde kullanılan değişkenler aşağıdaki gibidir.

Y_{it} : t yılındaki kişi başına düşen GDP artış oranı (yıllık yüzde değişim)²

² GDP Per Capital Growth Annual (WDI Online System Series Name)

$M2_{it}$: t yılındaki geniş tanımlı para arzı (dolaşımdaki para + vadesiz mevduat + vadeli mevduat) /GDP³

$M3_{it}$: t yılındaki bankaların nakit yükümlülükleri (M2 + banka dışı mali araçların mevduatları, hazine bonoları vb. likit kıymetler) / GDP⁴

BC_{it} : t yılında bankaların verdiği yurtiçi kredi toplamı / GDP⁵

PC_{it} : t yılında özel sektöre verilen yurtiçi krediler toplamı / GDP⁶

MC_{it} : t yılındaki piyasa kapitalizasyon oranı (borsada işlem gören hisselerin toplam değeri) / GDP⁷

u_t : hata terimi

Modelde finansal derinleşme ve büyüme ilişkisini belirlemek için kullanılan değişkenler, literatürde finansal gelişme ve büyüme ilişkisini test etmek için de kullanılmaktadır. Çalışmada literatürde yapılan çalışmalardan farklı olarak finansal derinleşmenin ölçümünde kullanılan parasal göstergeler, kredi göstergeleri ve sermaye piyasası göstergeleri bir arada kullanılarak büyüme ile ilişkileri test edilmiştir. Daha önce teorik olarak ortaya konulan ve literatürde diğer çalışmalardan elde edilen bulgular doğrultusunda finansal derinleşme ve büyüme arasındaki ilişkinin pozitif olması beklenmekte ve katsayıların pozitif olması öngörülmektedir.

Sabit etkiler modeli ve rassal etkiler modeli arasında etkin tahmin yönteminin hangisi olduğunu belirleyebilmek için, model, rassal etkiler modeli ile tahmin edildikten sonra Hausman testi kullanılarak sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinden hangisinin etkin tahmin yöntemi olduğu belirlenmiştir. Hausman testi sonucuna göre, birim ve zaman etkilerinin rassal olduğunu ifade eden H_0 hipotezi olasılık değeri 1.00 olarak bulunduğundan reddedilmiş ve etkin tahmin yöntemi olan Sabit Etkiler Modeli kullanılarak modelin tahmin edilmesine karar verilmiştir. Yapılan sabit etkiler modeline göre regresyon sonuçları Tablo 5'de gösterilmektedir.

Analiz sonuçlarına göre, BC değişkeninin büyümeye etkisinin %10 düzeyinde, diğer değişkenlerin etkisinin ise %1 düzeyinde anlamlı olduğu gözlenmektedir. Bu bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında kuvvetli bir ilişkinin varlığını göstermektedir. R^2 değeri 0.70 olup, yüksek bir anlamlılık düzeyine sahiptir. F istatistik değeri modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. LM testi otokorelasyon sorununun olmadığını göstermektedir. Değişen varyans problemini ortadan kaldırmak için White düzeltmesi yapılarak regresyon tahmin edilmiştir.

³ Money and Quasi Money M2 as % of GDP (WDI Online System Series Name)

⁴ Liquid Liabilities M3 as % of GDP (WDI Online System Series Name)

⁵ Domestic Credit Provided by Banking Sector as % of GDP (WDI Online System Series Name)

⁶ Domestic Credit to Private Sector as % of GDP (WDI Online System Series Name)

⁷ Market Capitalization of Listed Companies as % of GDP (WDI Online System Series Name)

Tablo 5: Regresyon Analizi Sonuçları

Değişken	Katsayı	T istatistiği *	Olasılık
M2(1)**	-0.100156	-4.710069	0.00
M3(1)**	0.130927	3.847685	0.00
BC	0.044571	1.707358	0.08
PC	-0.085209	-2.830101	0.00
MC(1)**	0.033270	3.808962	0.00
C	5.206013	3.996605	0.00
R^2	0.70	LM $[\chi^2(2)]$	5.78
F istatistiği	22.70474		

**Değişkenler birinci fark alınarak model tahmin edilmiştir. *t istatistikleri değişen varyansı gidermek için White düzeltmesi yapıldıktan sonraki t değerleridir.

Finansal gelişmişliği ve derinliği ölçmede kullanılan ve parasal göstergeler arasında yer alan M2/GSYİH ile kişi başına düşen gelir arasında teoriye ters düşen negatif bir ilişki tespit edilmiştir. M2/GSYİH oranında meydana gelen değişimin kişi başına düşen GSYİH'yi azaltıcı etkisi %10 oranındadır. Finansal sistemdeki nakit yükümlülükleri ifade eden ve finansal sistemin gelişmişliğinin ölçütü olarak kullanılan M3/GSYİH oranı ile kişi başına gelir arasında teoriye uygun olarak yüzde 13 oranında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Finansal sistemin derinliği arttıkça kişi başına düşen gelir de artmaktadır.

Modelde BC katsayısı bankacılık sektörünün sağladığı toplam kredi miktarının Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya oranı ile kişi başına gelirin büyümesi arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Teorik olarak finansal gelişme sürecinde beklenen, kredi hacmindeki artışın ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemesidir. Test sonucu göre, pozitif katsayı teoriye uyumludur. Buna göre, BC/GSYİH oranında meydana gelen değişimin kişi başına düşen GSYİH'ya yüzde 4,4 oranında pozitif etkisi vardır. Özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı ile kişi başına gelirin artış oranı arasındaki ilişkiyi ifade eden yüzde 8 oranındaki PC katsayısı teoriye ters olarak negatiftir.

Piyasa kapitalizasyonu hisse senedi piyasasının büyüklüğünün bir işareti olarak piyasada hisseleri işlem gören şirketlerin piyasa değerleri toplamını ifade etmektedir. Piyasada işlem gören şirketlerin değerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasıla içindeki payının artması finansal gelişmişliğin bir göstergesidir. Modelde kullanılan MC katsayısı hisse senedi piyasasında işlem gören şirketlerin toplam değerlerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya oranı ile kişi başına gelirin büyüme oranı arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Katsayı teorik beklentiye uygun biçimde pozitifdir. MC/GSYİH oranında meydana gelen bir birim değişimin kişi başına GSYİH'ya pozitif yönde 3 birim etkisi vardır.

6. SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerde finansal derinleşme ve büyüme arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla yapılan bu çalışmada litatürdeki ekonometrik analizlere uygun bir biçimde çeşitli göstergeler kullanılmıştır. Finansal derinleşme göstergeleri olarak, toplam parasal varlıkların GSYİH'ya oranı (M2/GSYİH), finansal sistemin nakit yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranı (M3/GDP), bankaların verdiği kredi toplamının

GSYİH içindeki payı, özel sektöre verilen kredi toplamının GSYİH içindeki payı ve borsada işlem gören şirketlerin değerinin GSYİH içerisindeki payı seçilmiştir. Yöntem olarak panel veri regresyon modeli seçilmiş olup, verilerine ulaşılabilen ve etkilerin daha iyi görülebilmesi için ekonomik açıdan Türkiye'ye benzer 10 gelişen piyasanın 1992-2007 dönemi verileri kullanılmıştır.

Yapılan analiz sonucunda, finansal sistemde nakit yükümlülüklerin artışı diğer bir ifadeyle finansal sistemin daha fazla kullanıldığını belirten M3/GSYİH ile büyüme arasında beklendiği gibi pozitif ve anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. Yine Finansal sistemin banka kredileri aracılığıyla reel sektör yatırımlarını finanse ettiğinin bir göstergesi olan Banka kredileri/GSYİH oranının artması büyümeyi pozitif etkilemektedir. Finansal gelişmeyle birlikte daha fazla fon sistemde toplanarak reel sektör yatırımlarını finanse etmede kullanılmaktadır. Bu nedenle banka kredilerinin GSYİH içerisindeki payını artırması büyümeye pozitif katkı sağlamaktadır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular bu görüşü destekler niteliktedir.

Sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyini gösteren borsa kapitalizasyon oranı, borsa işlem hacminin GSYİH'ya oranı ile ifade edilmektedir. Finansal sistemin gelişmesi sermaye piyasalarının gelişmişliğini de içermektedir. Analiz sonucunda borsa kapitalizasyonu ile büyüme arasında pozitif bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir.

Geniş tanımlı para arzının milli gelire oranını ifade eden M2/GSYİH oranı ekonominin parasallaşma derecesini ifade etmektedir. Finansal sistemin ekonomideki birimlerce kullanılma düzeyini belirten bu oranın yüksek olması büyümeyi olumlu etkilemektedir. Ancak çalışmanın sonunda elde edilen bulgu beklenenin aksine negatif ancak zayıf bir ilişkinin varlığını ifade etmektedir. M2/GSYİH oranının büyüme sürecinde negatif etki yarattığına ilişkin sonuçlar elde edilmesinin nedeni, çalışmaya konu olan ülkelerin para arzı tanımlarındaki dönemsel değişimler ve parasal gösterge olarak M2'nin kapsamının ülkeden ülkeye farklılık göstermesi gibi nedenlerden kaynaklanabilmektedir. Bununla birlikte M2'nin para piyasası fonları ve repo gibi finansal kaynakları içermemesi ve gelişmekte olan ülkelerde bu yatırım araçlarının önemli bir paya sahip olması katsayının negatif çıkmasının nedenleri arasında sayılabilir.

Özel sektöre verilen kredi toplamının GSYİH içindeki payının artmasının büyümeyi pozitif etkilemesi beklenmektedir. Ancak çalışmadan elde edilen bulgu negatif bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Bu durum özellikle gelişmekte olan, finansal sisteminin yeterince gelişerek derinleşemediği ülkelerde özel sektöre verilen kredilerin büyümeyi teşvik edici alanlarda yatırıma dönüştürülemediği biçiminde değerlendirilebilir. Bankacılık sisteminden yurt içi piyasaya verilen kredilerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitifken, banka dışı finans kurumlarının reel sektör yatırımlarına kaynak aktarımında etkinliğin sağlanamadığı biçiminde değerlendirilebilir.

KAYNAKÇA

Ahmed, Syed M. ve M. I Ansari (1998), "Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience", *Journal of Asian Economics*, Vol. 9, No. 3, pp. 503-517.

- Alper, Emre ve Ziya Öniş (2001), “Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi”, *Doğu Batı Dergisi*, Sayı 17, ss. 203–225.
- Altunç, Ömer Faruk (2008), “Türkiye’de Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedenselliğin Ampirik Bir Analizi”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 3, Sayı 2, ss. 113–127.
- Al-Yousif, Yousif Khalifa (2002), “Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence From Developing Countries”, *Review of Financial Economics*, Vol. 11, No. 2, pp. 131–150.
- Ang, James B. ve Warwick J. McKibbin (2005), “Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia”, *Journal of Development Economics*, Vol. 84, No. 1, pp. 215–233.
- Arestis, Philip, Panicos Demetriades ve Kul B. Luintel (2001), “Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 33, No. 1, pp. 16–41.
- Aslan, Özgür ve Levent Korap (2006), “Türkiye’de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi”, *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 17, ss. 1-20.
- Aslan, Özgür ve İsmail Küçükaksoy (2006), “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, *İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı 4, ss. 12–28.
- Atamtürk, Burak (2007), “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkileri”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 23, Sayı 2, ss. 75–89.
- Atje, Raymond ve Boyan Jovanovic (1993), “Stock Markets and Development”, *European Economic Review*, Vol. 37, No. 2, pp. 632–640.
- Baltagi, Badi H. (2005), *A Companion to Econometric Analysis of Panel Data*, 3rd Edition, John Wiley & Sons, New York.
- Başıoğlu, Ufuk ve Ali Ceylan (2001), *Finans Teori Kurum ve Araçlar*, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa.
- Beakart, G. ve Harvey, C. R. (2000), “Foreign Speculators and Emerging Equity Markets”, *NBER Working Paper*, No. 6312.
- Beck, Thorsten, Aslı Demirgüç-Kunt ve Ross Levine (2004), “Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence”, *NBER Working Paper*, No.10979, December.
- BDDK, (2006), *Finansal Sektör Değerlendirmesi*, Finansal Piyasalar Raporu, BDDK Yayınları, Ankara.
- Bhattacharya, Prabir C. ve M. N. Sivasubramanian (2003), “Financial Development and Economic Growth in India: 1970–1971 to 1998–1999,” *Applied Financial Economics*, Vol. 13, No. 12, pp. 905–909.
- Breitung, Jörg (2000), “The Local Power of Some Unit Roots Tests for Panel Data”, *Nonstationary Panels, Panel Cointegration and Dynamic Panels*, B.Baltagi (ed.), Amsterdam: Elsevier Science, pp. 161–178.

- Calderon, Sezar ve Lin Liu (2003), “The Direction Of Causality Between Financial Development and Economic Growth”, *Journal Of Development Economics*, Vol. 72, No. 1, pp. 321–334.
- Chang, Tsangyao ve Steven B Caudill (2005), “Financial Development and Economic Growth: The Case of Taiwan”, *Applied Economics*, Vol. 37, No. 12, pp. 1329–1335.
- Christopoulos, Dimitris ve Efthymios G. Tsionas (2004), “Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests”, *Journal of Development Economics*, Vol. 73, No. 1, pp. 55–74.
- Darıcı, Havva Kılıç (2009), “Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Gelişmekte Olan Piyasalar Örneği”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, SBE, İktisat ABD.
- Darrat, Ali F. (1999), “Are Financial Deepening and Economic Growth Causally Related? Another Look at The Evidence”, *International Economic Journal*, Vol. 13, No. 3, pp. 19–35.
- Demir, Yusuf, Erdoğan Öztürk ve Mesut Albeni (2007), “Türkiye’de Finansal Piyasalar ile Ekonomik Büyüme İlişkisi”, *Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi İİBF Dergisi*, Aralık, ss. 438–455.
- Denizer, Cevdet, Oya Celasun ve Dong He (1999), “Capital Flows, Macroeconomic Management, And The Financial System: Turkey, 1989-1997”, *The World Bank Policy Research Working Paper Series*, No 2141.
- Dritsakis, Nikolaos ve Antonios Adamopoulos (2004), “Financial Development and Economic Growth in Greece: An Empirical Investigation with Granger Causality Analysis”, *International Economic Journal*, Vol. 18, No. 4, 547–559.
- Eita, Joel Hinaunye ve André C. Jordan (2007), “A Causality Analysis Between Financial Development and Economic Growth for Botswana”, *University of Pretoria Working Paper*, No. 22, October.
- Erim, Neşe ve Armağan Türk (2005), “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 10, ss. 21–45.
- Evans, Alun Dwyfor (2002), “Human Capital and Financial Development in Economic Growth: New Evidence Using the Translog Production Function”, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 7, No. 2, ss. 123–140.
- Fink, Gerhard, Peter Haiss ve Sirma Hristoforova (2003), “Bond Markets and Economic Growth”, *Research Institute for European Affairs, Working Paper No. 49*, April.
- Fry, Maxwel (1988), *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Baltimore and London: The John Hopkins University Press,
- Fry, Maxwel (1989), “Financial Development: Theories And Recent Experience”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5, No. 4, pp. 13–28.
- Galindo, A. Micco, A. ve Ordonez, G. (2002), “Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence”, Paper presented at World Bank Conference on Financial Globalization, World Bank, Washington D.C.
- Ghali, Khalifa (1999), “Financial Development and Economic Growth: The Tynisian Experience”, *Review of Development Economics*, Vol. 3, No. 3, pp. 310–322.

- Ghate, Prabhu B. (1992), "Interaction Between the Formal and Informal Financial Sectors: The Asian Experience", *World Development*, Vol. 20, No. 6, pp. 859–872.
- Ghirmay, Teame (2004), "Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis", *African Development Review*, Vol. 16, pp. 415–432.
- Goldsmith, Raymond W. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven and Yale University Press, London.
- Goldsmith, Raymond W. (1987), *Premodern Financial System*, Cambridge University Press.
- Greenwood, Jeremy ve Boyan Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth, And The Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, pp. 1076–1107.
- Gujarati, Damador (2003), *Basic Econometric*, Fourth Edition, McGraw Hill, USA.
- Gujarati, Damador ve Davn Porter (2009), *Basic Econometric*, Fifth Edition McGraw Hill, USA.
- Gupta, Kanhaya Lal (1984), *Finance and Economic Growth in Developing Countries*, Taylor & Francis, New Hampshire, USA.
- Gürsoy, Cudi T. ve Hassan Al-Aali (2000), "Causal Relationship Between Financial and Economic Development in Gulf Countries", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt 1, Sayı 1, ss. 124–134.
- Habibullah, Muzafar S. ve Yoke-Kee Eng (2006), "Financial Development Cause Economic Growth? A Panel Data Dynamic Analysis for the Asian Developing Countries", *Journal of the Asia Pacific Economy*, Vol. 11, No. 4, pp. 377–393.
- Henry, Peter Blair (2003), "Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth", *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 2, pp. 91–96.
- Im, Kyung So, M. Hashem Pesaran ve Yongcheol Shin (2003), "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels", *Journal of Econometrics*, Vol. 115, No.1, 53–74.
- Japelli, T. ve M. Pagano (1994), "Saving, Growth, and Liquidity Constraints", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 1, pp. 93–109.
- Jung, Woo S. (1986), "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 34, No. 2, pp. 333–341.
- Kapur, Basant K, (1973), "Professor McKinnon's Model of Foreign Exchange Constraints in Economic Development: A Note", *Economic Journal*, Vol. 83, No. 329, pp. 221–234.
- Kar, Muhsin (2001), "Finansal Kalkınma Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi, Türkiye Örneği", *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt 22, ss. 150–165.
- Kar, Muhsin ve Ağır H. (2005), "Finansal Derinleşme Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme", *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 42, Sayı 496, ss. 10–24.

- Kar, Muhsin ve Pentecost, E. (2000), "The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence", *Loughborough University, Department of Economics, Economic Research Paper*, No.00/27, December.
- Kar, Muhsin ve Seyhan Tuncer (2002), "A Critical Survey Of The Emprical Studies On Financial Liberalization in Turkey", *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 5, Sayı 1, ss. 29-45.
- Khan, Aubhik (2000), "The Finance Growth Nexus", *Federal Reserve Bank Of Philadelphia Business Review*, January/February, 3-14.
- King, Robert G. ve Ross Levine (1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717-737.
- King, Robert G. and Ross Levine (1993b), "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3, pp. 513-542.
- Levin, Andrew, Chien-Fu Lin, James Chu ve Chia Shang (2002), "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties", *Journal of Econometrics*, Vol. 108, No. 1, pp. 1-24.
- Levine, Ross ve Robert King (1997), "Financial Development And Economic Growth: Views And Agenda", *Journal Of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2, pp. 668-726.
- Levine, Ross, Norman Loayza ve Thorsten Beck (2002), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Worldbank Policy Research Paper*, No.2059.
- Levine, Ross ve Sara Zervos (1996), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *World Bank Policy Research Working Paper*, No.1690.
- Lucas, Robert E (1988), "On The Mechanics Of Economic Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, No. 1, pp. 3-42.
- Luintel, Kul B. ve Mosahid Khan (1999), "A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR", *Journal of Development Economics*, Vol. 60, No. 2, pp. 381-405.
- Lynch, David (1996), "Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia Pasific Countries", *Developing Economies*, Vol. 33, No. 1, pp. 3-33.
- Maddala, G.S. ve Shaowen Wu (1999), "A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 61, pp. 631-652.
- Mathieson, Donald J. (1980), "Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy", *Journal of Development Economics*, Vol. 7, No. 3, pp. 357-395.
- McKinnon, Ronald (1973), *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- McKinnon, Ronald (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.

- Miskhin, Frederick S. (2004), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, Pearson Adison -Wesley.
- Müslümov, Alövsat ve Güler Aras (2002), “Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği”, *İktisat İşletme Finans Dergisi*, Cilt 198, Sayı 17, ss. 90–105.
- Oskay, Suna (2000), “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi”, *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi*, Cilt 75, No 10, ss. 9–18.
- Patrick, T. Hugh (1966), “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, pp. 174–189.
- Pazarlıoğlu, Vedat M. ve Özlem Kiren Gürler (2007), “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 44, Sayı 508, ss. 35-43.
- Rajan, Raghuram ve Luigi Zingales (1998), “Which Capitalism? Lessons From The East Asian Crisis”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 11, No 3, pp. 1-18.
- Rıoja, Felix ve Neven Valev (2004), “Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development”, *Economic Inquiry*, Vol. 42, No. 1, pp. 127–140.
- Robinson, Joan (1952), “The Rate of Interest and Other Essays”, (in) *The Generalization of the General Theory*, London: Macmillan, pp. 69-142.
- Rousseau, Peter L. ve Paul Wachtel (2005), “Economic Growth and Financial Depth: Is the Relationship Extinct Already?”, United Nations University, Discussion Paper No. 2005/10, December.
- Shaw, Edward (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, London.
- Taylor, Lance (1983), *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for The Third World*, Basic Books, New York.
- Thangavelu, Shandre M. ve James B. Ang (2004), “Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis”, *Empirical Economics*, Vol. 29, No. 2, pp. 247–260.
- Ünalımsı, Deren (2002), “The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey,” *The Central Bank of Republic of Turkey Research Department Working Paper*, No. 3, Ankara.
- Vaona, Andrea ve Roberto Patuelli (2008), “New Emprical Evidence on Local Financial Development and Growth”, *Letters in Spatial and Resource Sciences*, Vol. 1, No. 1, pp. 147–157.
- World Bank, World Development Indicators, 2009.
- Xu, Zhenhui (2000), “Financial Development, Investment, and Growth”, *Economic Inquiry*, Vol. 38, pp. 331–344.

Yeldan, Erinç (2003), "Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları", *İktisat İşletme Finans Dergisi*, Cilt 12, Sayı 22, ss. 32-37.