

Kurumsal Kalite Faktörlerinin Finansal Gelişmişlik Üzerindeki Etkisi: İslam İşbirliği Teşkilatı Ülkeleri Örneği

Muhammed KASIM (<https://orcid.org/0000-0002-7833-1251>), Süleyman Demirel University, Turkey; mohammad.monier1989@gmail.com

Gökhan ÖZKUL (<https://orcid.org/0000-0001-7545-8292>), Süleyman Demirel University, Turkey; gokhanozkul@sdu.edu.tr

Dilek ÇETİN (<https://orcid.org/0000-0002-0854-8746>), Süleyman Demirel University, Turkey; dilekceetin@sdu.edu.tr

Effect of Institutional Quality Factors on Financial Development: The Case of Islamic Cooperation Organization Countries

Abstract

The main aim of this study is to analyse the impact of institutional factors on financial development in Islamic Cooperation Organization Countries. The ratio of domestic credit given to the private sector to GDP is used as a proxy for financial development; income level, broad money, foreign direct investment, trade openness, saving rate, inflation, unemployment rate, exchange rate, final government expenditure, and external debt are utilized as determinants of financial development; corruption index and four sub-levels of economic freedom is used as a proxy for the institutional quality level. According to the linear dynamic panel data estimation by using 1995-2018 panel data, it has been found that the reduction of corruption, the rule of law, regulations effectiveness, and open markets positively affected financial development; however, government size negatively influenced financial development.

Keywords : Financial Development, Institutional Quality Factors, Islamic Cooperation Organization, Panel Data Analysis, Linear Dynamic Panel Model.

JEL Classification Codes : C23, E44, G1, O16, O43.

Öz

Bu çalışmanın amacı, kurumsal kalite faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisini İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde incelemektir. Finansal gelişmişliğin göstergesi olarak yurtiçindeki finansal sektör tarafından özel sektöre kullanılan kredilerin GSYH'ye oranı; finansal gelişmişliğin belirleyicisi olarak gelir düzeyi, para arzı, yabancı sermaye net girişi, ticaret açıklığı, tasarruf oranı, enflasyon, işsizlik, döviz kuru, devlet harcamaları ve dış borç; kurumsal kalite düzeyinin göstergesi olarak yolsuzluk endeksi ve ekonomik özgürlük endeksinin dört alt unsuru kullanılmıştır. 1995-2018 yıllarına ait panel veri kullanılarak elde edilen doğrusal dinamik panel veri tahmin sonuçlarına göre; yolsuzluğun azalmasının ve hukukun üstünlüğü, mevzuat etkinliği, piyasaların açıklığının finansal gelişmişliği pozitif, devlet büyüklüğünün ise negatif etkilediği bulunmuştur.

Anahtar Sözcükler : Finansal Gelişmişlik, Kurumsal Kalite Faktörleri, İslam İşbirliği Teşkilatı, Panel Veri Analizi, Doğrusal Dinamik Model.

1. Giriş

Ekonomik büyüme teorisi çeşitli perspektiflerden gelişmekle birlikte, ortaya çıkan yaklaşımlardan biri de finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisidir. Son yıllarda yapılan birçok çalışma (Cojocaru vd., 2016; Kyophilavong vd., 2016; Okpara vd., 2018) finansal gelişmişliğin ekonomik büyümeyi yönlendiren en önemli unsurlardan biri olduğunu ortaya koymaktadır. Bu artan önem, finansal gelişmişlik ile ilgili yapılan çalışma sayısına da yansımıştır (King & Levine, 1993; Levine & Zervos, 1996; Levine vd., 2000). Yapılan bu çalışmalar ekonomik büyümenin artmasında, ekonomideki istikrarın sağlanmasında ve bireylerin refahının artmasında finansal gelişmişliğin (finansal piyasalar ve kurumlar gelişmişliği) önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır. Bu nedenle finansal gelişmişlik; anlam, kapsam ve etkilerinin iyi anlaşılması gereken kavramlardan biridir.

Finansal gelişmişlik; genellikle finansal aracılık hizmetlerinin nicelik, nitelik ve verimliliğindeki gelişmeyi belirleyen bir süreç olarak tanımlanmaktadır. Bu süreç, birçok faaliyeti ve kurumların etkileşimini içermektedir (Abu-Bader & Abu-Qarn, 2008: 890). Dünya Ekonomik Forumu (World Economic Forum, 2012: 3); finansal gelişmişliği, etkin finansal aracılık ve piyasaların yanı sıra sermaye ve finansal hizmetlere derin ve geniş erişim sağlayan faktörler, politikalar ve kurumlar olarak tanımlamıştır. Bu tanım finansal gelişmişlik kavramının nicel ve nitel açıdan gelişmeleri kapsadığını anlatmaktadır. Hussain & Chakraborty (2012: 28) ise finansal gelişmişliği; bankacılık sektöründeki finansal hizmetlerin hacminde, finansal aracı kurumlarının sayısı ve sermaye piyasalarında gerçekleşen işlemlerin sayısında yükseliş göstermesi olarak tanımlamıştır. Bununla birlikte finansal gelişmişlik; yalnızca parasal büyüklükleri ve faiz oranlarını değil, aynı zamanda düzenleme ve denetleme, rekabet derecesi, finansal açıklık, kurumsal kapasite, piyasaları oluşturan finansal ürünlerin çeşitliliğini kapsayan ve ülkenin mali yapısını oluşturan çok yönlü bir kavramdır (Creane vd., 2007: 480).

Finansal gelişmişlik hem finansal genişlemeyi hem de finansal derinleşmeyi kapsamaktadır. Finansal genişleme, finansal hizmetlerin genişlemesi ve finansal kurumların büyümesi anlamına gelirken; finansal derinleşme ise, kişi başına düşen finansal hizmetlerin ve kurumların sayısındaki artışı ya da finansal varlıkların gelire oranındaki artışı ifade etmektedir. Finansal sektörün gelişmişliği, finansal piyasaları genişleterek ve çeşitlendirerek, kaynakların daha iyi tahsis edilmesine yol açmaktadır. Finansal gelişmişlik, yatırımcıların uygun ve çeşitli borç yapısını seçmelerine olanak sağlamaktadır (Ahmed & Ansari, 1998: 503-504). Ayrıca finansal gelişmişlik, daha derin hizmetler vererek tasarrufları artırmasıyla birlikte tasarrufları daha verimli alanlara aktarmaktadır (Ito & Kawai, 2018: 2). Erim ve Türk (2005: 23) finansal gelişmişliğin, finansal piyasaların gelişmişliğinden ibaret olduğunu belirtmişlerdir. Finansal piyasaların gelişmişliği ise, finansal piyasalardaki araçların çeşitlenmesi ile birlikte daha yaygın kullanılabilir hale gelmesi anlamına gelmektedir. Finansal derinleşme ise, finans sisteminde yaratılan fonların, reel kesime aktarılma oranından ibarettir.

Finansal gelişme çok boyutlu bir kavram olduğu için, finansal sektörün gelişmişliğini etkileyen birçok faktör söz konusudur. Literatür incelendiğinde bu faktörler makroekonomik faktörler, piyasaya ilişkin faktörler ve kurumsal kalite faktörleri olmak üzere üç başlık altında sınıflandırılabilir (Billmeier & Massa, 2007; Yartey, 2007; Mbulawa, 2015). Bununla birlikte bu faktörlerin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi ülkelerin sahip olduğu sosyal, siyasal ve ekonomik koşullardaki farklılıklardan dolayı ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Bu bağlamda, bu çalışmada dünyanın en büyük örgütlerinden biri olan İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde kurumsal kalite faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi incelenmiştir. Kurumsal kalite faktörleri, finansal piyasaların işlevselliğini etkileyerek daha derin bir finansal sistemin oluşmasında oldukça önemlidir (Yartey, 2007; Yüce-Akıncı vd., 2014; Ali vd., 2020). İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde ve özellikle de Arap ülkelerinde kurumsal kalite aktivitelerinin çok fazla gelişmediği söylenebilir. Bu bağlamda çalışmanın amacı İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde finansal gelişmişliği tetikleyen veya engelleyen kurumsal kalite faktörlerini belirlemektir. Kurumsal kalite faktörlerinin etkisi sadece yöneticileri değil aynı zamanda yabancı yatırımcıları yakından ilgilendirmektedir. Çünkü kurumsal kalite faktörleri hukukun üstünlüğü, finansal özgürlük ve yatırım özgürlüğü gibi kavramları içerdiği için bir ülkede yatırım yapmanın kalitesini ve miktarını oldukça etkilemektedir.

Çalışmada İslam İşbirliği Teşkilatı üyesi olan 57¹ ülkeden 56²'sının 1995-2018 dönemine ilişkin verilerinden faydalanarak kurumsal kalite faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi panel veri analizi ile incelenmiştir. Bu bağlamda çalışmada ilk olarak kurumsal kalite faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisini ele alan çalışmalar çerçevesinde literatür taraması ortaya konmuştur. Daha sonra araştırmanın amacı ve yönteminden bahsedilmiştir. Son olarak ise araştırmanın bulgularına değinilmiş ve çalışma sonuç bölümüyle sona ermiştir.

2. Literatür Taraması

Finansal gelişmişlik; tasarruf eğilimini artırmak ve bunları verimli alanlara yönlendirmek, yatırım faaliyetlerini finanse etmek, yabancı sermaye girişlerini teşvik etmek, sermaye tahsisini optimize etmek ve verimliliğini artırmak, teknolojik alanlarda ilerlemeler kaydetmek gibi işlevleri sayesinde ekonomik büyümeyi teşvik eden oldukça kapsamlı bir kavramdır (The World Bank, 2020). Bu nedenle finansal gelişmişliğin ölçülmesinde miktar ölçütleri, yapısal ölçütler, finansal fiyatlar, ürün çeşitleri ve işlem maliyetleri şeklinde farklı

¹ Afganistan, Arnavutluk, Azerbaycan, Bahreyn, Bangladeş, Benin, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), Brunei Darüüsselam, Burkina Faso, Cezayir, Cibuti, Çad, Endonezya, Fas, Fildişi Sahili, Filistin, Gabon, Gambiya, Gine, Gine Bissau, Guyana, Irak, İran, Kamerun, Katar, Kazakistan, Kırgızistan, Komorlar, Kuveyt, Libya, Lübnan, Maldivler, Malezya, Mali, Mısır, Moritanya, Mozambik, Nijer, Nijerya, Özbekistan, Pakistan, Senegal, Sierra Leone, Somali, Sudan, Surinam, Suriye (Üyeliği 14-15 Ağustos 2012 tarihlerinde Mekke'de düzenlenen 4. Olağanüstü İİT Zirvesi'nde askıya alınmıştır), Suudi Arabistan, Tacikistan, Togo, Tunus, Türkiye, Türkmenistan, Uganda, Umman, Ürdün, Yemen.

² İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinden sadece Filistin, uygun veri bulunamamasından dolayı çalışmada yer almamaktadır.

ölçütler kullanılmaktadır (Lynch, 1996: 7). Miktar ölçütleri, geleneksel finansal gelişme ve derinleşme ölçütleri olup parasal büyüklükler, kredi büyüklükleri ve sermaye piyasası büyüklükleri şeklinde üç farklı kullanımı söz konusudur (Öztürk vd., 2010: 99). Parasal büyüklükler, geniş tanımlı M2 para arzı büyüklüğünün GSYH'ye oranı ve dar tanımlı M1 para arzı büyüklüğünün GSYH'ye oranını kapsamaktadır (Lynch, 1996: 7). Kredi büyüklükleri, özel sektöre kullanılan kredilerin GSYH'ye oranı, yurtiçindeki toplam kredi hacminin GSYH'ye oranı ve özel sektöre kullanılan kredilerin yurtiçindeki toplam kredi hacmine oranı ölçütlerini kapsamaktadır (Öztürk vd., 2010: 99; Ağır, 2009: 95). Sermaye piyasası büyüklüklerini ise piyasa kapitalizasyonu, piyasa likiditesi ve piyasa devir hızı olarak üç kategoriye ayırmak mümkündür. Yapısal ölçütlere bakıldığında ise finansal sistemin yapısını analiz etmek ve farklı unsurların önemini belirlemek için tasarlandığı söylenebilir. Yapısal ölçütler, geniş tanımlı para arzının (M2), dar tanımlı para arzına (M1) oranıyla ifade edilmektedir. Finansal fiyatlar ölçütü ise faiz oranı ve faiz oranındaki esneklik derecesi ile ölçülmektedir (Lynch, 1996: 10-12). Ürün çeşitleri ölçütü finansal sistemdeki araçların çeşitlenmesiyle birlikte finansal sistemdeki risklerin daha yönetilebilir hale gelmesini ve finansal sistemin gelişmesini kapsamaktadır. Son olarak işlem maliyetleri ise finansal sistemin mevduat karşılığında verdiği faiz oranı ile kredilerden aldığı faiz oranı arasındaki fark ile tanımlanabilmektedir (Lynch, 1996: 16-20). Bu çalışmada finansal gelişmişliğin göstergesi olarak miktar ölçütlerinden yurtiçindeki finansal sektör tarafından özel sektöre kullanılan kredilerin GSYH'ye oranı kullanılmıştır.

Finansal gelişmişliği etkileyen en önemli faktörlerden biri ülkenin sahip olduğu kurumsal kalite seviyesidir. Kurumsal kalite; hukuku, bireysel hakları ve yüksek nitelikli hükümet düzenlemelerini ve hizmetlerini içeren geniş bir kavramdır. Bu yüzden de literatürde kullanılan çeşitli kurumsal kalite göstergeleri bulunmaktadır. Genel olarak kurumsal kalite kavramı aşağıdaki yedi kategoriden oluşmaktadır (Bruinshoofd, 2016):

- **Oy ve hesap verebilirlik:** Bir ülke vatandaşının hükümetini seçme ve sorgulama derecesini ölçmektedir.
- **Siyasi istikrar ve şiddetin olmaması:** Genel olarak yabancı yatırımcılar, siyasi istikrara sahip olan ve şiddet uygulanmayan ülkelere yönelmektedir.
- **Hükümetin etkinliği:** Kamu hizmetlerinin kalitesini ve siyasi baskılardan etkilenmenin derecesini ölçmektedir. Böylece özel yatırımlar için uygun bir ortam oluşacaktır.
- **Düzenleyici kalite:** Hükümetin özel sektör gelişimine izin veren ve teşvik eden sağlam politikalar ve düzenlemeler oluşturma ve uygulama becerisini teşkil etmektedir.
- **Hukukun üstünlüğü:** Özellikle sözleşmelerin uygulanması, mülkiyet hakları, polis ve mahkemelerin niteliği gibi toplum kurallarının uygulanmasını içermektedir.
- **Yolsuzluk kontrolü:** Yolsuzluğun kontrolü ne kadar güçlüyse, ekonomik başarı bağlantılar ve rüşvetten ziyade çaba ve yetkinliğe bağlı olacaktır.

- **İş yapma kolaylığı:** Düzenleyici çevre ticari işlemleri kolaylaştırmanın boyutlarını belirleyen çok sayıda özelliği içermektedir.

Ekonomik büyüme, bir ülkenin kökeni ne olursa olsun, kısa vadeli yörüngesini belirlemek için kilit bir unsurdur. Bununla birlikte kurumsal gelişme, kısa vadeli kazanımların uzun vadede sürdürülebilir olup olmadığını belirlemektedir. Yüksek kurumsal kalite özellikleri piyasa ekonomisindeki bir sonraki ekonomik krizi engelleme gücüne sahip olmayabilir, ancak bir toplumun bu krizle başa çıkabilme, bu krizden kurtulabilme ve uzun vadeli ilerleme yolunda devam edebilme ihtimalini artırmaktadır (Bruinshoofd, 2016). Dolayısıyla kurumsal kalite faktörlerinin ekonomik büyüme üzerinde önemli etkiye sahip olması nedeni ile son yıllarda oldukça önem kazanmıştır. Bu artan önem ile birlikte hem kurumsal kalite faktörlerini hesaplayan kuruluşlar hem de bu faktörleri ve ekonomik büyüme etkisini ele alan çalışmalar artmıştır.

North (1981), Jones (1987) ve Olson (1987)'un teorik olarak kurumsal kaliteyi ele alan öncül çalışmaları, sonraki ampirik çalışmalara yön vermiştir. Knack & Keefer (1995), Mauro (1995) ve Barro (1997)'nin ampirik düzeyde öncül çalışmaları kurumsal kalitenin yatırım ve sürdürülebilir ekonomik büyüme için önemli olduğunu ortaya koymuşlardır. Diğer açıdan Hall & Jones (1999), dünya çapındaki kurumsal kalite farklılıklarının sermaye birikimi ve verimlilik artışında büyük değişikliklere ve dolayısıyla gelir farklılıklarına neden olduğunu belirlemiştir (Nawaz vd., 2014). Rodrik vd. (2004) hukukun üstünlüğünün ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini ortaya koyarken, Acemoglu vd. (2006) kurumsal özel mülkiyet haklarının uzun vadeli ekonomik büyümenin, yatırımların ve finansal gelişmişliğin ana etkeni olduğunu ortaya koymuştur. Bir ekonomideki finansal sistemin derinliğini, kurumsal kalite düzeyi belirlemektedir. Kurumsal kalite faktörleri, finansal gelişme ve finansal derinlik arasındaki ilişkiye bakıldığında, özellikle yasal ve denetleyici kurumların piyasaların işlevselliği üzerindeki etkilerine yoğunlaşmaktadır (Raza vd., 2014; Yüce-Akıncı vd., 2014: 2).

Son yıllarda gelişmekte olan piyasalara yabancı sermaye girişlerindeki artış, kurumsal risk konusunu gündeme getirmiştir. Yabancı yatırımcılar gelişmekte olan piyasalara yatırım yapmaya karar verdiklerinde, üç farklı risk türü ile karşı karşıya kalırlar: Ekonomik risk, finansal risk ve kurumsal risk. Bu çalışmada kurumsal risk ve finansal gelişmişliğe odaklanılmaktadır. Düşük kurumsal risk, ekonomide kurumların kaliteli olduğunu göstermektedir.

Aşağıdaki Tablo 1'de kurumsal kalite faktörlerinin hem finansal sektör gelişmişliği hem de hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini ampirik düzeyde ele alan çalışmalar özet olarak sunulmuştur.

Tablo: 1
Literatür Özeti

Yazar	Ülke Grubu	Yöntem	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Sonuç
Billmeier & Massa (2007)	Ortadoğu ülkeleri	Sabit etkiler tahmin yöntemi	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu	Ekonomik özgürlük endeksi	Ekonomik özgürlük endeksinin hisse senedi piyasası kapitalizasyonu üzerindeki etkisi pozitifdir.
Yartey (2007)	Afrika 13 ülke	Rassal etkiler tahmin yöntemi	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu	Hukukun üstünlüğü, demokrasi ve hesap verebilirlik, yolsuzluk kontrolü	Tüm kurumsal kalite faktörlerinin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi pozitifdir.
Yartey (2008)	42 Gelişmekte olan ülke	Arellano-Bond GMM tahmin yöntemi	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu	Siyasi risk endeksi	Endeksteeki yüksek değer hisse senedi gelişmişliğine yol açmaktadır.
Cherif & Gazdar (2010)	Ortadoğu & Kuzey Afrika 14 ülke	Sabit etkiler tahmin yöntemi	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu	Siyasi risk endeksi	Siyasi risk endeksinin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi anlamsızdır.
Ayaydın & Baltacı (2013)	42 gelişmekte olan ülke	Panel regresyon	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu	Yolsuzluk	Yolsuzluğun hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi negatiftir.
Ben Naceur vd. (2014)	Ortadoğu & Kuzey Afrika 12 ülke	Sabit etkiler tahmin yöntemi	Özel sektöre kullanılan kredilerin GSYH'ye oranı, M3/GSYH	Hukukun üstünlüğü, bürokrasi kalitesi, demokrasi ve hesap verebilirlik, yolsuzluk kontrolü	Genel olarak kurumsal kalite faktörleri finansal gelişmişliği desteklemektedir.
Ayadi vd. (2015)	Güney ve Doğu Akdeniz ülkeleri	Rassal etkiler tahmin yöntemi	Özel sektöre kullanılan kredilerin GSYH'ye oranı	Yasal ve demokrasi kalitesi endeksi	Yasal ve demokrasi kalitesi endeksi finansal gelişmişliği pozitif yönde etkilemektedir.
Mbulawa (2015)	Güney Afrika Kalkınma Topluluğu (SADC) 11 ülke	Arellano-Bond GMM tahmin yöntemi	Bankacılık sektörü kredileri	Yasal ve demokrasi kalitesi endeksi	Kurumsal kalite faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi pozitifdir
Khalfaoui (2015)	15 Gelişmiş 23 gelişmekte olan ülke	Rassal ve sabit etkiler tahmin yöntemi	Özel sektöre kullanılan kredilerin GSYH'ye oranı	Yasal haklar endeksi	Kurumsal kalite faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi gelişmekte olan ülkelerde anlamsız, gelişmiş ülkelerde anlamlı ve etkisi pozitifdir.
Cherif & Dreger (2016)	Ortadoğu & Kuzey Afrika 12 ülke	Panel regresyon	Yurtiçi kredilerinin GSYH'ye oranı, hisse senedi piyasası kapitalizasyonu	Hukukun üstünlüğü, adli kurumların sağlamlığı	Kurumsal kalite faktörleri hem bankacılık sektörü hem de hisse senedi piyasasını pozitif etkilemektedir.
Bayar (2016)	8 Avrupa ülkesi	Panel regresyon	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu	Siyasi istikrar, şiddet yokluğu, mevzuat kalitesi, hukukun üstünlüğü, yolsuzluk kontrolü	Kurumsal kalite faktörlerinin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi pozitifdir.
Khan vd. (2020)	Gelişmekte olan 15 ülke	İki aşamalı en küçük kareler 2SLS)	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu, hisse senedi devir hızı, hisse senedi likiditesi, özel sektöre kullanılan kredilerin GSYH'ye oranı	Ekonomik özgürlük, siyasi istikrar, yolsuzluk kontrolü, devlet etkinliği, hukukun üstünlüğü	Genel olarak kurumsal kalite faktörleri finansal gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir.
Ali vd. (2020)	İslam İşbirliği Teşkilatı 45 ülke	Arellano-Bond GMM tahmin yöntemi	Finansal derinliği, etkinliği ve erişimini temsil eden IMF tarafından oluşturulmuş bir indeks	Yolsuzluk kontrolü, devlet etkinliği, siyasi istikrar, şiddet yokluğu, düzenleyici kalitesi, hukukun üstünlüğü, oy ve hesap verebilirlik	Kurumsal kalite faktörlerinin artması finansal gelişmişliğe yol açar.
Nguyen & Thi Ha (2021)	ASEAN ülkeleri	Arellano ve Bover (1995), Blundell ve Bond (1998) GMM tahmin yöntemleri	Finansal Erişim	Oy ve hesap verebilirlik, siyasi istikrar, şiddet yokluğu, hükümetin etkinliği, düzenleme kalitesi, hukukun üstünlüğü ve yolsuzluk kontrolü faktörlerini temsil eden bir proxy	Kurumsal kalite faktörlerinin finansal erişim üzerindeki etkisi anlamlı ve pozitifdir.

Literatür incelendiğinde Ali vd. (2020) dışında İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde kurumsal kalite faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaya

rastlanmamıştır. Ali vd. (2020) 2000-2016 dönemini kapsayan çalışmalarında kurumsal kalite faktörleri olarak devlet etkinliği ve yolsuzluk kontrolünü kullanmışlardır.

Bu çalışmanın literatürdeki diğer çalışmalardan farkı ise hem daha kapsamlı bir dönemi (1995-2018) hem de kurumsal kalite faktörü olarak ekonomik özgürlük ve yolsuzluk kontrolü değişkenlerini birlikte kullanıyor olmasıdır. Ekonomik özgürlük endeksinin alt başlıklarının da (hukukun üstünlüğü, devlet büyüklüğü, mevzuat etkinliği ve piyasaların açıklığı) kurumsal kalite faktörü olarak incelenmesi çalışmanın literatüre en önemli katkısıdır.

3. Yöntem, Veri ve Hipotezler

Hem teorik hem de ampirik düzeyde yapılan birçok çalışma, finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme ve bireylerin refahı üzerinde olumlu etkilere sahip olduğunu vurgulamaktadır. Bu bağlamda iyi ve gelişmiş bir finansal sektör, ekonomide diğer sektörlerin destekleyicisi durumundadır. Dolayısıyla finansal sektörün sorunsuz ve sağlıklı bir şekilde çalışması oldukça önemlidir. Bununla birlikte finansal sektörün gelişmişliğini olumlu veya olumsuz şekilde etkileyen çeşitli faktörler vardır. Bu bağlamda araştırmanın amacı İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde kurumsal kalite faktörlerinin finansal sektör gelişmişliğini hangi yönde ve ne ölçüde etkilediğini panel veri analizi yöntemini kullanarak incelemektir.

Gelişmekte olan ülkeler olarak sınıflandırılan İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde ve özellikle de Arap ülkelerinde yolsuzluk kontrolü ve ekonomik özgürlük gibi kurumsal kalite aktiviteleri etkin değildir. Dolayısıyla İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde kurumsal kalite faktörlerinin finansal sektör gelişmişliği üzerindeki etkisi merak uyandıran ve incelenmesi gereken bir konudur. Bu bağlamda bu çalışmada İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde finansal gelişmişlik için itici güç oluşturan veya engelleyen kurumsal kalite faktörleri belirlenmeye çalışılacaktır.

Araştırmada İslam İşbirliği Teşkilatı üyesi olan 57 ülkeden 56'sının 1995-2018 dönemine ilişkin verilerden faydalanılarak kurumsal kalite faktörlerinin ve makroekonomik faktörlerin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi panel veri analizi ile incelenmiştir. İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinin büyük bir çoğunluğunda sermaye piyasalarına ilişkin yeterli veri bulunmamaktadır. Dolayısıyla finansal gelişmişliği etkileyen piyasaya ilişkin faktörler araştırmaya dahil edilmemiştir³.

Araştırmada kullanılan panel veri analizi zaman serisi verileri ve yatay kesit serilerinin aynı anda kullanımına imkân sağlayan bir analiz türüdür. Panel veride, birden çok birim ve her bir birime karşılık gelen birden fazla gözlem bulunmaktadır. Genel olarak yatay kesit ve zaman serisi verilerinin boyutlarının küçük olmasından dolayı 1950'li yıllardan

³ Piyasaya ilişkin faktörlere yönelik veriler İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinden sadece 18 ülke için bulunduğundan gözlem sayısı önemli derece düşmektedir. Dolayısıyla piyasaya ilişkin faktörlerin araştırmaya dahil edilmesi analizin güçlüğü açısından uygun görülmemiştir.

İtibaren panel veri kullanımı yaygınlaşmaya başlamış, fakat ampirik düzeyde ilk çalışmalar ise 1990'lı yıllardan itibaren başlamıştır⁴.

Panel veri analizi avantajlarından biri, modeli oluştururken değişkenler arasında etki farklılıkları göstermesidir. Dolayısıyla panel veri analizinin genel denklemi aynı zamanda sabit etki denklemi aşağıdaki gibidir (Kennedy, 2006: 345):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Y_{it} : i. birim ve t. dönem için bağımlı değişken

X_{it} : i. birim ve t. dönem için bağımsız değişkenler

α_i : sabit, β : bağımsız değişkenlerin katsayısı, ε_{it} : hata terimi

Diğer taraftan rassal etki tahmini için tahminci denklem aşağıdaki gibidir (Kennedy, 2006: 345):

$$Y_{it} = \mu + \beta X_{it} + (u_i + \varepsilon_{it}) \quad (2)$$

μ : rassal kesit katsayıları

$u_i + \varepsilon_{it}$: birleşik hata terimi

Bağımlı değişkenin gecikmeleriyle ilişkili olduğu modellerde, "doğrusal dinamik panel veri modeli (linear dynamic panel-data estimation)"⁵ kullanılabilir. Bu model, bağımlı değişkenin p gecikmesini ortak değişken (covariate) ve sabit ya da rassal gözlemlenmeyen (unobserved) panel etkileri içermektedir. Arellano-Bond (1991) veya Arellano-Bover/Blundell-Bond (1995, 1998) tahmin edicilerini kullanarak dinamik panel veri modelini tahmin etmekle birlikte bu iki modele göre daha avantajlıdır çünkü iki modele göre daha karmaşık bir yapıya sahip olan önceden belirlenmiş değişkenlere izin verebilmektedir. Standart GMM iki aşamalı tahminin varyansının eğimli (biased) olduğu bilinmektedir. Doğrusal dinamik panel veri modelinin bir diğer avantajı da Windmeijer (2005)'in geliştirdiği GMM tahmin edicileri için iki aşamalı güçlü (robust) tahmin edicileri kullanılabilmesidir⁶. Dinamik panel veri modeli aşağıdaki gibidir (Drukker, 2008; Wooldridge, 2001; Kennedy, 2006):

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^p \alpha_j Y_{i,t-j} + \mu + \beta X_{it} + (u_i + \varepsilon_{it}) \quad (3)$$

Araştırmada öncelikle rassal veya sabit etkiler panel veri tahminci ile tahmin yapılmıştır ve bu ikisi arasından birini tercih etmek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testinin sonucuna göre sabit etkiler tahmincisinin daha uygun olduğu görülmüştür. Ayrıca değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin olup olmadığını belirlemek için modifiye edilmiş Wald ve Wooldridge testleri yapılmıştır. Buna göre otokorelasyon ve değişen

⁴ Daha detaylı bilgi için bkz. Wooldridge, 2001; Arellano, 2003; Kennedy, 2006, Baltagi, 2013.

⁵ Daha detaylı bilgi için bkz. <<https://www.stata.com/manuals13/xtxtdpd.pdf>>.

⁶ Daha detaylı bilgi için bkz. Drukker, 2008.

varyans sorunu bulunduğu görülmüştür. Değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarını çözebilmek için ise doğrusal dinamik panel veri modeli kullanılmıştır.

Araştırmada kurumsal kalite faktörleri dışında kullanılan tüm veriler Dünya Bankası'ndan elde edilmiştir (The World Bank, 2020). Kurumsal kalite faktörlerinden yolsuzluk kontrolü verileri Uluslararası Şeffaflık Örgütü'nden (Transparency International, 2020), ekonomik özgürlük verileri ise Heritage Vakfı'ndan (The Heritage Foundation, 2020) alınmıştır.

Araştırmada kullanılan değişkenlere ilişkin özet istatistikleri Tablo 2'de gösterilmiştir. Değişkenlere ait korelasyon tablosu ise Ek 1'de yer almaktadır.

Tablo: 2
Özet İstatistiği

Değişken	Göz.	Ort.	Std dev.	Min.	Max.
FG (Finansal Gelişmişlik)	555	27,19	22,53	2,21	105,83
G.GD (Gecikmeli Gelir Düzeyi)	507	2,66	4,34	-22,31	32,99
G.PA (Gecikmeli Para Arzı)	507	45,91	38,58	7,21	258,82
YSG (Yabancı Sermaye Net Girişleri)	501	3,37	4,58	-15,23	32,32
TAC (Ticaret Açıklığı)	555	67,97	27,65	19,10	194,35
G.TO (Tasarruf Oranı)	555	16,52	17,29	-53,11	60,49
ENF (Enflasyon)	555	100,31	38,31	8,06	349,81
ISZ (İşsizlik Oranı)	555	7,74	4,83	0,27	23,72
DVZ (Döviz Kuru)	555	4,62	2,72	-1,34	10,33
DH (Devlet Harcamaları)	555	13,20	6,86	0,95	73,57
DBR (Dış Borç)	555	20,06	2,78	6,90	25,62
YK (Yolsuzluk Kontrolü)	555	28,28	8,45	4,00	47,00
EKO (Ekonomik Özgürlük)	555	55,36	8,85	15,60	77,70
EKO1 (Hukukun Üstünlüğü)	555	37,85	12,87	15,93	82,56
EKO2 (Devlet Büyüklüğü)	555	72,05	14,24	35,46	95,56
EKO3 (Mevzuat Etkinliği)	555	63,56	8,61	35,46	83,33
EKO4 (Piyasaların Açıklığı)	555	49,91	12,33	13,33	79,60

Kaynak: The World Bank, 2020; Transparency International, 2020; The Heritage Foundation, 2020.

Aşağıda çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımlanması yapılmıştır:

FG: Finansal sektörün gelişmişliğini temsil etmektedir. Özel sektöre kullanılan kredilerin GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Literatürde finansal gelişmişliğinin göstergesi olarak sıklıkla kullanılan bir orandır.

G.GD: Bu değişken gelir düzeyi yani kişi başına düşen GSYH'yi temsil etmektedir. Diğer değişkenler oran ile gösterildiği için bu değişkenin büyümesi hesaplanmış ve Garcia (1999) ve Yartey (2007)'in çalışmalarında olduğu gecikmeli değeri modele dahil edilmiştir.

G.PA: Para arzının gecikmeli değerini temsil etmektedir. Geniş tanımlı para arzının GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Literatürde çok sayıda çalışmada finansal sistemin gelişmişliğinin göstergesi olarak kullanılmıştır. Diğer çalışmalarda ise para arzı olarak kullanılmıştır. İncelenen ülkelerin finansal sistemi yeterince gelişmediği için çalışmada geniş tanımlı para arzı büyüklüğü tanımı olarak M3 tanımı kullanılmıştır. Yani bu ülkelerde para arzında herhangi bir genişleme olduğunda bu durum dolaşımdaki paranın artmasından ibaret olabilmektedir (Babayemi vd., 2013).

Para arzının artması faizleri düşürerek özel sektörün kredi talebini artıracak için, para arzının finansal sektörün gelişmişliği üzerinde olumlu bir etkisi beklenmektedir.

YSG: Bu değişken yabancı sermaye net girişlerini temsil etmektedir. Bu değişken yabancı sermaye girişlerinin yabancı sermaye çıkışlarına oranı ile hesaplanmıştır. Literatürde gelişmekte olan ülkeler üzerinde yapılan çalışmalarda yabancı sermaye girişleri finansal sektörün gelişmişliğini tetikleyen önemli faktörlerden biridir.

TAC: Bu değişken ticaret açıklığını temsil etmektedir. Bu değişken ithalat ve ihracat toplamının GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Genel olarak bu değişkenin değeri artıkça finansal gelişmişlik artar.

G.TO: Bu değişken tasarruf oranının gecikmeli değerini temsil etmektedir. Tasarruf oranı yurtiçi tasarrufların GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır.

ENF: Enflasyonu temsil etmektedir. Bu değişken TÜFE'ye (2010 yılı sabit fiyatlarına) göre hesaplanmıştır. Enflasyon, genel olarak finansal sektörde belirsizliğe yol açacağı için, bu belirsizliğin finansal sektörün gelişmişliğini negatif yönde etkileyeceği beklenmektedir.

ISZ: Bu değişken işsizlik oranını temsil etmektedir. Genel olarak işsizlik oranı reel sektörü olumsuz etkiler, dolaylı olarak da finansal sektörü olumsuz etkiler.

DVZ: Bu değişken döviz kuru değerini temsil etmektedir. Bu değişken ülke para biriminin ABD dolarına karşı fiyatı ile hesaplanmıştır. Bu değişken ülkeler arasında büyük farklılık gösterdiği için logaritması alınarak kullanılmıştır.

DH: Bu değişken devlet harcamalarını temsil etmektedir. Devlet harcamalarının GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Bu değişkenden beklenen işaret pozitifdir.

DBR: Bu değişken dış borcu temsil etmektedir. Diğer değişkenler oran olduğu için bu değişkeninin logaritması alınmıştır. Genellikle dış borç finansal sektöre fon sağlayacağı için olumlu bir etkisi beklenmektedir.

YK: Uluslararası Şeffaflık Örgütü tarafından hesaplanan yolsuzluk kontrolü endeksini temsil etmektedir. Bu endeks 1995 yılından beri hesaplanmaktadır. 1995-2011 yılları arasında yolsuzluk endeksi (0-10) arasında değer almıştır. 2012 yılından bu yana (0-100) arasında değer almaktadır. Bu sorunu çözmek için 1995-2011 yılları arasındaki veriler 10'la çarpılmıştır. Sıfır değeri yüksek yolsuzluk ve düşük şeffaflık için, 100 değeri ise düşük yolsuzluk ve yüksek şeffaflık için kullanılmıştır. Dolayısıyla bu değişkenin katsayısının artması finansal sektörün gelişmişliğinin iyileştiği anlamına gelmektedir.

EKO: Bu değişken ekonomik özgürlük endeksini temsil etmektedir. Ekonomik özgürlük endeksi 1995 yılından beri Heritage Vakfı (The Heritage Foundation) tarafından hesaplanmaktadır. Ekonomik özgürlük endeksi; hukukun üstünlüğü (mülkiyet hakları, hükümetin dürüstlüğü, yargı etkinliği), devlet büyüklüğü (devlet harcamaları, vergi yükü, mali sağlık), mevzuat etkinliği (iş özgürlüğü, işgücü özgürlüğü, para özgürlüğü) ve piyasaların açıklığı (ticaret özgürlüğü, yatırım özgürlüğü ve finansal özgürlük) şeklinde dört geniş kategoride sınıflandırılan 12 nicel ve nitel faktöre dayanarak hesaplanmaktadır. Bu anlamda ekonomik özgürlük endeksi değişkeni birçok kurumsal kalite faktörünü bir araya getiren bir değişkendir. Bu endeks 0-100 arasında bir değer almaktadır. 0 değeri kurumsal kalitenin düşük

olduğunu gösterirken, 100 değeri ise yüksek olduğunu göstermektedir. Ekonomik özgürlüklerin finansal gelişmişliği pozitif etkilemesi beklenmektedir. Diğer taraftan ekonomik özgürlük endeksinin hesaplanmasında kullanılan hukukun üstünlüğü (*EKO1*), devlet büyüklüğü (*EKO2*), mevzuat etkinliği (*EKO3*) ve piyasaların açıklığı (*EKO4*) unsurlarının etkisini görebilmek adına ekonomik özgürlük değişkeni ayrı olarak modele dahil edilmiştir.

Araştırmada kullanılan ekonometrik model Law ve Habibullah (2009), Johansson ve Kongstad (2013) ve Mbulawa (2015) çalışmalarında kullanılan modeller baz alınarak geliştirilmiştir. Bu üç modelin de ortak özelliği makroekonomik faktörleri ve kurumsal kalite faktörlerini aynı anda inceliyor olmasıdır. Dolayısıyla bu üç modelden yola çıkarak çalışmada kullanılan model aşağıdaki şekilde geliştirilmiştir:

$$FG = \beta_0 + \beta_1 MATRIX + \beta_3 YK + \beta_2 EKO + u \quad (4)$$

Modelde kullanılan "MATRIX" kontrol değişkenlerini temsil etmektedir. Diğer değişkenler ise ilgi değişkenler olan yolsuzluk kontrolü ve ekonomik özgürlük değişkenlerini temsil etmektedir. Aşağıda Tablo 3'te modelde kullanılan değişkenler ve bu değişkenlere ilişkin beklenen işaret gösterilmektedir.

Tablo: 3
Modeldeki Kullanılan Bağımsız Değişkenler

Kontrol Değişkenleri		İlgi Değişkenler	
Değişken	Beklenen İşaret	Değişken	Beklenen İşaret
G.GD	+	YK	+
G.PA	+	EKO	+
YSG	+	EKO1	+
TAC	+	EKO2	+
G.TO	+	EKO3	+
ENF	-	EKO4	+
ISZ	-		
DVZ	-		
DH	+		
DBR	+		

Modelin temel hipotezleri ilgi değişkenler üzerinden kurulmuştur. Yan hipotezleri ise kontrol değişkenleri üzerinden kurulmuştur. Modelde ilgi değişkenler üzerinden kurulan temel hipotezler şunlardır:

- H₁: Yolsuzluk kontrolü, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₂: Ekonomik özgürlük, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₃: Hukukun üstünlüğü, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₄: Devlet büyüklüğü, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₅: Mevzuat etkinliği, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₆: Piyasaların açıklığı, finansal gelişmişliği etkilemektedir.

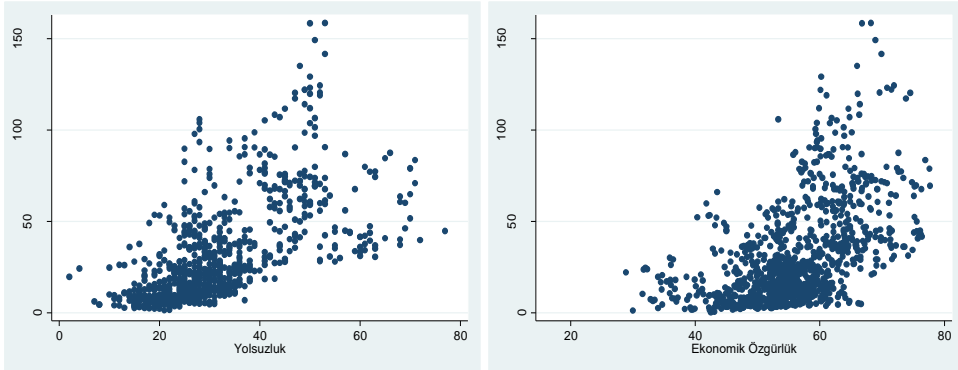
Modelin yan hipotezleri ise aşağıda gibidir:

- H₇: Gelir düzeyi, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₈: Para arzı, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₉: Yabancı sermaye net girişleri, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₁₀: Ticaret açıklığı, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₁₁: Tasarruf oranı, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₁₂: Enflasyon, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₁₃: İşsizlik oranı, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₁₄: Döviz kuru, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₁₅: Devlet harcamaları, finansal gelişmişliği etkilemektedir.
- H₁₆: Dış borç, finansal gelişmişliği etkilemektedir.

4. Araştırmanın Bulguları

Panel analizine geçmeden önce, betimsel analiz yapılarak ilgi değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki ilişkiye bakılmıştır. Aşağıdaki Şekil 1'de yolsuzluk ve ekonomik özgürlük ile finansal gelişmişlik arasındaki ilişki gösterilmiştir. Dikey eksen bağımlı yatay ise bağımsız değişken değerleri göstermektedir. Şekilde görüldüğü üzere ilgi bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasında net bir şekilde pozitif bir ilişki gözlemlenebilmektedir.

Şekil: 1
Finansal Gelişmişlik ile Yolsuzluk ve Ekonomik Özgürlük Arasındaki İlişki



Analize geçmeden önce sabit etkiler ve rassal etkiler tahmininden hangisinin kullanılmasının uygun olduğunu belirlemek için Hausman testi (58.46***) yapılmıştır. Hausman testinin sonuçlarına göre sabit etkiler modelinin daha uygun olduğu bulunmuş ve sabit etkiler⁷ tahmincisi kullanılarak ilişkiye bakılmıştır. Ardından değişen varyans ve otokorelasyon problemleri olup olmadığını belirlemek için sırası ile Modifiye edilmiş Wald ($3.8 \times 10^{30}***$) ve Wooldridge testleri (293.301***) yapılmıştır. Yapılan testlerin

⁷ Sabit etkiler tahminin sonuçları Ek 2'de sunulmuştur.

sonuçlarına göre hem değişen varyans hem de otokorelasyon problemlerinin varlığına rastlanılmıştır. Bu problemlerinin ikisini birden çözmek için doğrusal dinamik panel veri modelinden faydalanılmıştır. Tablo 4'te bu modelinin sonuçları sunulmuştur.

Tablo: 4
Doğrusal Dinamik Panel Veri Tahmin Sonuçları

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	FG	FG	FG	FG	FG	FG
G.GD	0,231*** (0,0455)	0,228*** (0,0473)	0,251*** (0,0456)	0,257*** (0,0467)	0,242*** (0,0475)	0,247*** (0,0480)
G.PA	0,754*** (0,0270)	0,791*** (0,0285)	0,738*** (0,0272)	0,688*** (0,0286)	0,781*** (0,0288)	0,731*** (0,0297)
YSG	0,0704 (0,0768)	0,0678 (0,0789)	0,0541 (0,0764)	0,0579 (0,0782)	0,0560 (0,0788)	0,0683 (0,0795)
TAC	0,00980 (0,0185)	0,00522 (0,0187)	0,0172 (0,0186)	0,0388** (0,0191)	0,0101 (0,0188)	0,0269 (0,0190)
G.TO	0,0835*** (0,0271)	0,0615** (0,0273)	0,0656** (0,0274)	0,0634** (0,0288)	0,0502* (0,0277)	0,0439 (0,0289)
ENF	-0,00574 (0,00917)	-0,0191** (0,00930)	-0,0105 (0,00922)	-0,0145 (0,00950)	-0,0221** (0,00937)	-0,0261*** (0,00950)
ISZ	-0,419*** (0,129)	-0,270*** (0,135)	-0,374*** (0,128)	-0,183 (0,134)	-0,246* (0,135)	-0,0885 (0,139)
DVZ	3,137*** (1,088)	1,710 (1,052)	2,870*** (1,084)	4,175*** (1,123)	1,621 (1,050)	3,216*** (1,074)
DH	0,142*** (0,0380)	0,0828** (0,0389)	0,131*** (0,0379)	0,0822** (0,0390)	0,0767** (0,0388)	0,0433 (0,0393)
DBR	0,479*** (0,145)	0,454*** (0,138)	0,415*** (0,145)	0,300** (0,148)	0,419*** (0,138)	0,372*** (0,140)
YK		0,388*** (0,0506)			0,371*** (0,0511)	0,265*** (0,0536)
EKO			0,00940*** (0,00282)		0,00635** (0,00291)	
EKO1				0,0714*** (0,0144)		0,0646*** (0,0146)
EKO2				-0,0650*** (0,00952)		-0,0607*** (0,00966)
EKO3				0,0382*** (0,00753)		0,0394*** (0,00766)
EKO4				0,0871*** (0,0106)		0,0656*** (0,0111)
Sabit Terim	-29,46*** (5,366)	-33,93*** (5,165)	-31,30*** (5,358)	-43,46*** (5,627)	-35,27*** (5,185)	-45,41*** (5,360)
Wald Chi-2	1818***	1769***	1855***	1896***	1851***	1785***
Sargan ^a	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
A&B Otokorelasyon ^b	0,404	0,178	0,331	0,320	0,095	0,235
Gözlem Sayısı	455	455	455	455	455	455
Ülke Sayısı ^c	33	33	33	33	33	33

NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır standart hata göstermektedir.

*%10 düzeyinde, **%5 düzeyinde, ***%1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

^a H0: Kullanılan araçlar geçerlidir.

^b H0: Otokorelasyon yoktur.

^c Afganistan, Arnavutluk, Cezayir, Azerbaycan, Bangladeş, Benin, Burkina Faso, Kamerun, Fil Dişi Sahili, Mısır, Gabon, Gambiya, Gine, Gine-Bissau, Gıyana, Endonezya, İran, Ürdün, Kazakistan, Kırgızistan, Mali, Moritanya, Fas, Nijer, Nijerya, Pakistan, Senegal, Sierra Leone, Tacikistan, Togo, Tunus, Türkiye ve Uganda.

Otokorelasyonun varlığını test etmek için Arellano ve Bond'un testi ve aşırı tanımlama kısıtlamalarını diğer bir ifade ile kullanılan araçların geçerliliğini test etmek için Sargan testi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre otokorelasyon sorunu çözüldüğü ve modelde kullanılan araçların geçerliliğini göstermektedir. Model tahmin edilirken güçlü (robust) tahmin edici kullanıldığından dolayı değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

Tablo 4'te yer alan çoklu doğrusal modelinden elde edilen sonuçlara göre, Wald testinin değerine bakıldığında oluşturulan modelin genel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. İlgili değişkenlerinin ikisi de finansal gelişmişliği pozitif yönde etkilemektedir. Yolsuzluk kontrolünün etkisi ekonomik özgürlüğün etkisinden daha fazladır. Dolayısıyla H_1 (Yolsuzluk kontrolü, finansal gelişmişliği etkilemektedir) ve H_2 (Ekonomik özgürlük, finansal gelişmişliği etkilemektedir) hipotezleri kabul edilmiştir. Diğer yandan ekonomik özgürlük alt başlıklarından hukukun üstünlüğü, mevzuat etkinliği ve piyasaların açıklığı finansal gelişmişliğini pozitif yönde etkilerken devlet büyüklüğü negatif yönde etkilemektedir. Ekonomik özgürlükler içinde finansal piyasaları etkileyen en önemli unsur beklenildiği üzere piyasaların açıklığıdır. İslam İşbirliği Teşkilatına üye olan ülkeler gelişmekte olan ülke olarak kabul edilebilirler ve bu ülkelerde devlet büyüklüğünün artması dışlama etkisi yaratarak finansal sektörün özel sektöre kullandığı kredi miktarının GSYH içindeki payının azalmasına neden olmaktadır.

Modelde gelir düzeyi ve para arzı değişkenleri de literatürle uyumlu bir şekilde %1 anlamlılık düzeyinde finansal gelişmişliği olumlu yönde etkilemektedir. Dolayısıyla H_7 (Gelir düzeyi, finansal gelişmişliği etkilemektedir) ve H_8 (Para arzı, finansal gelişmişliği etkilemektedir) hipotezleri kabul edilmiştir. Tasarruf oranı %10 anlamlılık düzeyde finansal gelişmişliği pozitif yönde etkilemektedir. Yani H_{11} (Tasarruf oranı, finansal gelişmişliği etkilemektedir) hipotezi kabul edilmiştir. Enflasyon ve işsizlik değişkenleri sırası ile %5 ve %10 anlamlılık düzeyde finansal gelişmişliğini negatif yönde etkilemektedir. Dolayısıyla H_{12} (Enflasyon, finansal gelişmişliği etkilemektedir), H_{13} (İşsizlik oranı, finansal gelişmişliği etkilemektedir) hipotezleri kabul edilmiştir. Ayrıca devlet harcamaları ve dış borç değişkenleri %1 anlamlılık düzeyde finansal gelişmişliği pozitif yönde etkilemektedir. Böylece H_{15} (Devlet harcamaları, finansal gelişmişliği etkilemektedir) ve H_{16} (dış borç, finansal gelişmişliği etkilemektedir) hipotezleri kabul edilmiştir. Diğer yandan modelde ticaret açıklığı, döviz kuru ve yabancı sermaye net girişleri değişkenlerinin etkisi anlamsızdır. Dolayısıyla H_{10} (Ticaret açıklığı, finansal gelişmişliği etkilemektedir), H_9 (Yabancı sermaye net girişleri, finansal gelişmişliği etkilemektedir) ve H_{14} (Döviz kuru, finansal gelişmişliği etkilemektedir) hipotezleri reddedilmiştir. Bütün değişkenler literatürle uyumludur. Literatürden farklı şekilde ticaret açıklığı, döviz kuru ve yabancı sermaye net girişleri İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde finansal gelişmişliği açıklamada başarısız kalmışlardır. Aşağıdaki Tablo 5'te çalışmanın özet sonuçları gösterilmiştir:

Tablo: 5
Araştırma Bulguları Özeti

Değişken	Anlamlılık Düzeyi	Beklenen İşaret	Gerçekleşen İşaret	Hipotez Kabul/Ret
G.GD	***	+	+	Kabul
G.PA	***	+	+	Kabul
YSG	-	+	+	Ret
TAC	-	+	+	Ret
G.TO	*	+	+	Kabul
ENF	**	-	-	Kabul
ISZ	*	-	-	Kabul
DVZ	-	-	-	Ret
DH	**	+	+	Kabul
DBR	***	+	+	Kabul
YK	***	+	+	Kabul
EKO	**	+	+	Kabul
EKO1	***	+	+	Kabul
EKO2	***	+	-	Kabul
EKO3	***	+	+	Kabul
EKO4	***	+	+	Kabul

5. Sonuç

İslam İşbirliği Teşkilatı ülkeleri, genel olarak gelişmekte olan ülkelerden oluştuğu için yolsuzluk kontrolü ve ekonomik özgürlük gibi kurumsal kalite özellikleri düşük olan ülkelerdir. Kurumsal kalite özellikleri kısa vadeli kazanımların uzun vadede sürdürülebilir olup olmadığını belirlediği için finansal sistemin derinliğini artırmak suretiyle ekonomik büyüme ve gelişmeyi önemli derecede etkilemektedir. Dolayısıyla çalışmada İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde kurumsal kalite faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi, 1995-2018 dönemine ait yıllık veriler kullanarak panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir.

Çalışmada finansal gelişmişliğin göstergesi olarak yurtiçindeki finansal sektör tarafından özel sektöre kullanılan kredi değerinin GSYH'ye oranı ile kullanılmıştır. Literatürden finansal gelişmişliğin belirleyicisi olarak gelir düzeyi, para arzı, yabancı sermaye net girişi, ticaret açıklığı, tasarruf oranı, enflasyon, işsizlik, döviz kuru, devlet harcamaları ve dış borç belirlenmiştir. Kurumsal kalite göstergesi olarak da yolsuzluk endeksi ve ekonomik özgürlüğün dört alt başlığı (hukukun üstünlüğü, mevzuat etkinliği, piyasaların açıklığı, devlet büyüklüğü) modele dahil edilmiştir.

Çoklu doğrusal dinamik modelinden elde edilen sonuçlara göre; ticaret açıklığı, yabancı sermaye girişleri ve döviz kuru değişkenleri hariç çalışmada kullanılan bütün değişkenlerin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi anlamlıdır. Ekonomik özgürlük, yolsuzluk kontrolü, para arzı, gelir düzeyi tasarruf oranı, devlet harcamaları ve dış borç değişkenlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi pozitif iken, enflasyon ve işsizlik değişkenlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi negatiftir. Değişkenlerin beklenen işaretleri literatürle uyumludur. Ayrıca İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde kurumsal kalite faktörlerinden yolsuzluk kontrolünün finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi ekonomik özgürlüğün etkisine göre daha güçlüdür. Diğer yandan devlet büyüklüğü finansal gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir. Gelişmekte olan bu ülkelerde devlet büyüklüğünün artması dışlama etkisi yaratarak finansal sektörün özel sektöre kullandığı kredi miktarının GSYH içindeki payının azalmasına neden olabilmektedir. Dış borç ve tasarruf oranı

değişkenlerinin katsayıları birbirleri ile karşılaştırıldığında dış borç değişkeninin katsayısı tasarruf oranının katsayısından büyük olduğu görülmektedir. Bu durum finansal sektörünün kaynaklarının çoğunun mevduattan değil dış borçtan oluştuğu şeklinde yorumlanabilir. Elde edilen sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde Ayaydın & Baltacı (2013), Bayar (2016) ve Khan vd. (2020) çalışmalarının sonuçları ile benzerlik gösterdiği söylenebilir.

Yolsuzluk kontrolü ve ekonomik özgürlük gibi kurumsal kalite faktörlerinin finansal sektörün gelişmişliği üzerinde önemli bir etkiye sahip olması sebebiyle, politika yapıcılar tarafından yolsuzluğa karşı önemli tedbirler alınmasının yanı sıra iş kurma ve yatırım işlemlerini kolaylaştıracak yeni düzenlemeler yapılmalıdır. Tüm bunlar ise yatırım yapmanın kalitesini artırmak suretiyle finansal piyasaların daha işlevsel bir özellik kazanmasını sağlayacak ve hem ekonomik büyümeyi hem de gelişmeyi destekleyecektir.

Kaynaklar

- Abu-Bader, S. & A.S. Abu-Qarn (2008), "Financial Development and Economic Growth: The Egyptian Experience", *Journal of Policy Modeling*, 30(5), 887-898.
- Acemoglu, D. et al. (2006), "Did Medicare Induce Pharmaceutical Innovation?", *American Economic Review*, 96(2), 103-107.
- Ağır, H. (2009), "Türkiye'de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkinin Ekonometrik Analizi", *Doktora Tezi*, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Ahmed, S.M. & M.I. Ansari (1998), "Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience", *Journal of Asian Economics*, 9(3), 503-517.
- Ali, M. et al. (2020), "Financial Inclusion, Institutional Quality and Financial Development: Empirical Evidence from OIC Countries", *The Singapore Economic Review*, doi:10.1142/s0217590820420084.
- Arellano, M. & O. Bover (1995), "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models", *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Arellano, M. & S. Bond (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M. (2003), *Panel Data Econometrics*, Oxford University Press: New York.
- Ayadi, R. et al. (2015), "Determinants of Financial Development Across the Mediterranean", in: R. Ayadi et al. (eds.), *Economic and Social Development of the Southern and Eastern Mediterranean Countries*, Springer, Cham, 159-181.
- Ayaydın, H. & N. Baltacı (2013), "Corruption, Banking Sector, and Stock Market Development: A Panel Data Analysis". *European Journal of Research on Education*, (Special Issue), 94-99.
- Babayemi, A.W. et al. (2013), "Empirical Relationship between the Stock Markets and Macroeconomic Variables: Panel Cointegration Evidence from African Stock Markets", *International Journal of Engineering Science and Innovative Technology*, 2(4), 394-410.
- Baltagi, H.B. (2013), *Econometric Analysis of Panel Data*, 5th edition, John Wiley & Sons: England.
- Barro, R.J. (1997), *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*, Mass.: MIT Press, Cambridge.

- Bayar, Y. (2016), "Institutional Determinants of Stock Market Development in European Union Transition Economies", *The Romanian Economic Journal*, (61), 211-226.
- Ben Naceur, S. et al. (2014), "What Drives the Development of the MENA Financial Sector?", *Borsa Istanbul Review*, 14(4), 212-223.
- Billmeier, M.A. & I. Massa (2007), "What Drives Stock Market Development in the Middle East and Central Asia: Institutions, Remittances, or Natural Resources?", *IMF Working Papers*, No. 7-157, International Monetary Fund.
- Blundell, R. & S. Bond (1998), "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Bruinshoofd, A. (2016), "Institutional Quality and Economic Performance", *RaboResearch - Economic Research*, <<https://economics.rabobank.com/publications/2016/january/institutional-quality-and-economic-performance/>>, 12.04.2020.
- Cherif, M. & C. Dreger (2016), "Institutional Determinants of Financial Development in MENA Countries: Financial Development in MENA Countries", *Review of Development Economics*, 20(3), 670-680.
- Cherif, M. & K. Gazdar (2010), "Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Mena Region: New Results From a Panel Data Analysis", *The International Journal of Banking and Finance*, 7(1), 139-159.
- Cojocaru, L. et al. (2016), "Financial System Development and Economic Growth in Transition Economies: New Empirical Evidence from the CEE and CIS Countries", *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(1), 223-236.
- Creane, S. et al. (2007), "Measuring Financial Development in the Middle East and North Africa: A New Database", *IMF Staff Papers*, 53(3), 479-511.
- Drukker, D. (2008), "Econometric Analysis of Dynamic Panel-Data Models Using Stata", in: *Summer North American Stata Users Group Meeting*, Gleacher Center, University of Chicago, <https://www.stata.com/meeting/snasug08/drukker_xtdpd.pdf>, 20.02.2020.
- Erim, N. & A. Türk (2005), "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (10), 21-45.
- Garcia, V.F. & L. Liu (1999), "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development", *Journal of Applied Economics*, 2(1), 29-59.
- Hall, R.E. & C.I. Jones (1999), "Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker than Others?", *The Quarterly Journal of Economics*, 114(1), 83-116.
- Hussain, F. & D.K. Chakraborty (2012), "Causality between Financial Development and Economic Growth: Evidence from an Indian State", *The Romanian Economic Journal*, XV(15), 27-48.
- Ito, H. & M. Kawai (2018), "Quantity and Quality Measures of Financial Development: Implications for Macroeconomic Performance", *Public Policy Review*, 14(4), 1-32.
- Johansson, D. & A.S. Kongstad (2013), "The Determinants of Stock Market Development: Implications of a Dynamic Panel Data Model", *MSc in Finance Thesis*, School of Economics and Management Lund University.
- Jones, E.L. (1987), *The European Miracle: Environments, Economies, and Geopolitics in the History of Europe and Asia*, Cambridge University Press.

- Kennedy, P. (2006), *Ekonometri Kılavuzu*, 5. Baskı. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Khalifaoui, H. (2015), "The Determinants of Financial Development: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries", *Applied Economics and Finance*, 2(4), 1-9.
- Khan, M.A. et al. (2020), "Impact of Institutional Quality on Financial Development: Cross-Country Evidence based on Emerging and Growth-Leading Economies", *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(15), 3829-3845.
- King, R.G. & R. Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Knack, S. & P. Keefer (1995), "Institutions and Economic Performance: Cross-Country Test Using Alternative Institutional Measures", *Economics and Politics*, 7(3), 207-227.
- Kyophilavong, P. et al. (2016), "The Nexus between Financial Development and Economic Growth in Lao PDR", *Global Business Review*, 17(2), 303-17.
- Law, S.H. & M.S. Habibullah (2009), "The Determinants of Financial Development: Institutions, Openness And Financial Liberalisation", *South African Journal of Economics*, 77(1), 45-58.
- Levine, R. & S. Zervos (1996), "Stock Market Development and Long-Run Growth", *The World Bank Policy Research Department Finance and Private Sector Development Division*, 1-24.
- Levine, R. et al. (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31-77.
- Lynch, D. (1996), "Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia-Pacific Countries", *The Developing Economies*, 34(1), 1-27.
- Mauro, P. (1995), "Corruption and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, 110(3), 681-712.
- Mbulawa, S. (2015), "Determinants of Financial Development in Southern Africa Development Community (Sadc): Do Institutions Matter?" *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 3(6), 39-62.
- Nawaz, S. et al. (2014), "The Impact of Institutional Quality on Economic Growth: Panel Evidence", *The Pakistan Development Review*, 53(1), 15-31.
- Nguyen, Y.H.D. & D.T. Thi Ha (2021), "The Effect of Institutional Quality on Financial Inclusion in ASEAN Countries", *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(8), 421-431.
- North, D.C. (1981), *Structure and Change in Economic History*, Norton.
- Okpara, G.C. et al. (2018), "Econometrics Analysis of Financial Development and Economic Growth: Evidence from Nigeria", *Global Journal of Management and Business Research*, 18(2), 1-5.
- Olson, M. (1982), *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*, Yale University Press.
- Öztürk, N. vd. (2010), "Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(12), 95-119.
- Raza, S.H. et al. (2014), "Exploring the Determinants of Financial Development (Using Panel Data on Developed and Developing Countries)", *Journal of Finance and Economics*, 2(5), 166-172.

Rodrik, D. et al. (2004), "Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Geography and Integration in Economic Development", *Journal of Economic Growth*, 9(2), 131-165.

The Heritage Foundation (2020), *2020 Index of Economic Freedom*, <<https://www.heritage.org/index/explore?view=by-region-country-year&u=637264682744903681>>, 23.01.2020.

The World Bank (2020), "World Development Indicators DataBank", *World Development Indicators*, <<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>>, 22.01.2020.

Transparency International (2020), "Research - CPI - Overview", *Corruption Perceptions Index*, <<https://www.transparency.org/research/cpi/cpi/0>>, 25.01.2020.

Windmeijer, F. (2005), "A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators", *Journal of Econometrics*, 126, 25-51.

Wooldridge, J.M. (2001), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, The MIT Press: Cambridge.

World Economic Forum (2012), *The Financial Development Report 2012*, New York: World Economic Forum.

Yartey, C.A. (2007), "Well-Developed Financial Intermediary Sector Promotes Stock Market Development: Evidence from Africa", *Journal of Emerging Market Finance*, 6(3), 269-289.

Yartey, C.A. (2008), "The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?", *IMF Working Papers*, Working Paper. No. 08/3, 1-33.

Yüce-Akıncı, G. vd. (2014), "Finansal Gelişmişliğin Makroekonomik Belirleyicileri: Türkiye İçin Bir VAR Modeli", *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 6(1), 1-15.

Ek: 1 Korelasyon Testinin Sonuçları

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1	1																
2	-0,05**	1															
3	0,76**	-0,08***	1														
4	-0,06*	-0,00	-0,04	1													
5	0,48***	0,00	0,34***	-0,02	1												
6	0,24***	0,01	0,06**	-0,01	0,18***	1											
7	0,16***	-0,04	0,14***	-0,07**	0,02	-0,04	1										
8	-0,03	0,02	0,13***	0,06*	0,05*	-0,00	-0,06**	1									
9	-0,38***	-0,00	-0,24***	0,02	-0,32***	-0,34***	0,15***	-0,10***	1								
10	0,23***	-0,09***	0,19***	-0,02	0,25***	-0,03	0,05*	0,04*	-0,24**	1							
11	0,49***	0,03	0,40***	-0,03	-0,02	0,24***	0,01	0,24***	-0,21***	0,03	1						
12	0,61***	-0,14***	0,35***	0,01	0,38***	0,39***	0,05	-0,13***	-0,52***	0,28***	0,24***	1					
13	0,38***	-0,05*	0,25***	-0,07**	0,14***	0,17***	0,28***	-0,14***	-0,07**	0,06***	0,26**	0,49**	1				
14	0,49***	-0,09***	0,29***	-0,04	0,24***	0,27***	0,11***	-0,11***	-0,31***	0,19***	0,31***	0,68**	0,81**	1			
15	0,21***	-0,03	0,10***	-0,07**	-0,02	0,12***	0,31***	-0,16***	0,08***	-0,08**	0,19**	0,23***	0,91***	0,65***	1		
16	0,36***	-0,04*	0,27***	-0,09***	0,16***	0,18***	0,40***	-0,11***	-0,00	0,05***	0,22***	0,38***	0,92***	0,65***	0,80***	1	
17	0,34***	-0,02	0,24***	-0,05	0,14***	0,09**	0,14***	-0,11**	-0,07***	0,09***	0,24***	0,48***	0,91***	0,71***	0,76**	0,78***	1

1=FG, 2=G.GD, 3=G.PA, 4=YSG, 5=TAC, 6=G.TO, 7=ENF, 8=ISZ, 9=DVZ, 10=DH, 11=DRR, 12=YK, 13=EKO, 14=EKO, 15=EKO, 16=EKO, 17=EKO.

*%10 düzeyinde, **%5 düzeyinde, ***%1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Ek: 2 Sabit Etkiler Tahmin Sonuçları

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	FG	FG	FG	FG	FG	FG
G.GD	0,224** (0,0923)	0,184** (0,0925)	0,234** (0,0923)	0,215** (0,0905)	0,194** (0,0928)	0,192** (0,0914)
G.PA	0,851*** (0,0541)	0,821*** (0,0545)	0,829*** (0,0554)	0,781*** (0,0553)	0,807*** (0,0556)	0,770*** (0,0557)
YSG	0,0724 (0,169)	0,0631 (0,168)	0,0532 (0,169)	0,0614 (0,166)	0,0494 (0,168)	0,0619 (0,166)
TAC	0,00579 (0,0330)	0,0161 (0,0329)	0,0158 (0,0334)	0,0331 (0,0331)	0,0228 (0,0333)	0,0350 (0,0330)
G.TO	0,0555 (0,0528)	0,0620 (0,0524)	0,0414 (0,0533)	0,0442 (0,0539)	0,0511 (0,0530)	0,0467 (0,0538)
ENF	-0,0131 (0,0154)	-0,0244 (0,0158)	-0,0202 (0,0160)	-0,0270* (0,0158)	-0,0289* (0,0162)	-0,0324** (0,0161)
ISZ	-0,417* (0,230)	-0,284 (0,232)	-0,374 (0,231)	-0,234 (0,229)	-0,261 (0,233)	-0,171 (0,231)
DVZ	1,197 (1,614)	1,308 (1,599)	1,211 (1,610)	3,082* (1,613)	1,311 (1,598)	2,986* (1,611)
DH	0,0729 (0,0742)	0,0583 (0,0737)	0,0642 (0,0742)	0,0271 (0,0729)	0,0529 (0,0738)	0,0219 (0,0728)
DBR	0,313 (0,193)	0,399** (0,194)	0,303 (0,193)	0,241 (0,192)	0,386** (0,194)	0,307 (0,195)
YK		0,264*** (0,0899)			0,245*** (0,0911)	0,153 (0,0928)
EKO			0,00995* (0,00587)		0,00739 (0,00590)	
EKO1				0,0566** (0,0279)		0,0511* (0,0281)
EKO2				-0,0548*** (0,0185)		-0,0524*** (0,0185)
EKO3				0,0269* (0,0144)		0,0269* (0,0143)
EKO4				0,0865*** (0,0197)		0,0773*** (0,0205)
Hata Terimi	-19,18** (7,967)	-28,30*** (8,485)	-23,45*** (8,339)	-36,84*** (8,586)	-30,84*** (8,718)	-40,36*** (8,830)
Gözlem Sayısı	455	455	455	455	455	455
Birim İçi R ²	0,533	0,542	0,536	0,563	0,544	0,565
Birimler Arası R ²	0,679	0,716	0,693	0,607	0,723	0,636
F-Test	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ülke Sayısı	33	33	33	33	33	33

NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır standart hata göstermektedir.

* %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.