

KIRILGAN BEŞLİ ÜLKELERİNDE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: DİNAMİK PANEL VERİ ANALİZİ

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH IN FRAGILE FIVE COUNTRIES: DYNAMIC PANEL DATA ANALYSIS

Pınar HAYALOĞLU

Gümüşhane Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, GÜMÜŞHANE
(pınarhayaloglu@gumushane.edu.tr)

ÖZ

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki rolü ile ilgili literatürde çelişkili görüşlerin yer alması, araştırmacılar arasında bu konuyu önemli bir ilgi odağı haline getirmiştir. Bu doğrultuda, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi özellikle 1980'lerden bu yana teorik ve ampirik literatürde en fazla tartışılan konuların başında gelmektedir. Bu çalışmada finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi kırılğan beşli ülkelerinde (Hindistan, Endonezya, Brezilya, Türkiye, Güney Afrika) araştırılmıştır. 1990-2012 dönemini kapsayan çalışmada dinamik panel veri analiz tekniği kullanılmıştır. Finansal gelişmişliğin göstergesi olarak farklı değişkenlerin kullanıldığı çalışmada elde edilen bulgular, finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Anahtar Sözcükler: Finansal gelişme, Kırılğan beşli ülkeleri, Ekonomik büyüme, Dinamik panel veri analizi

Jel Sınıflandırması: C33, E44, O11

ABSTRACT

Conflicting opinions of the role of financial development on economic growth in the literature have become a major focus of attention among researchers about this subject. In this regard, relationship between financial development and economic growth has been one of the most discussed topics in the theoretical and empirical literature especially since the 1980s. In this study the effect of financial development on the economic growth was investigated in fragile five countries (India, Indonesia, Brazil, Turkey, South Africa). A dynamic panel data analysis technique was used in the study for the period 1990-2012. The findings obtained in the study which different variables used to represent the financial development show that there was a positive relationship between financial development and economic growth.

Keywords: Financial development, Fragile five countries, Economic growth, Dynamic panel data analysis

Jel Classification Codes: C33, E44, O11

1. Giriş

Gelişme modeli ne olursa olsun her ülke için ekonomik büyüme ve kalkınma süreci, yatırımların artırılmasını gerektirir. Yatırımların artırılması ise bu yatırımları hayata geçirebilecek fon ihtiyacının karşılanmasına bağlıdır. Bu noktada, gelişmiş bir finansal sistem fon ihtiyacının giderilmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Ergeç, 2004: 63). Finansal sistem üstlenmiş olduğu fonksiyonlarla fonların transferinin daha etkin şekilde gerçekleşmesine imkân vermekte ve bu sayede ülkelerin büyümesinde önemli rol oynamaktadır. Levine (1997: 691)'e göre finansal sistem; ticareti ve risk yönetimini kolaylaştırma, etkin kaynak dağılımını sağlama, firma yöneticilerini izleme ve kurumsal kontrolü denetleme, tasarrufları harekete geçirme ve mal ve hizmet değişimini kolaylaştırma gibi fonksiyonları yerine getirmektedir. Finansal sistem bu sayede tasarrufları harekete geçirerek sermaye birikiminin artması ve teknolojik yeniliklerin teşvik edilmesi yoluyla ekonomik büyüme etkilemektedir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki teorik ilişkiler literatürde yaygın olarak dört yaklaşım altında özetlenebilir. İlk olarak arz yönlü yaklaşımda, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu vurgulanmaktadır. Bu görüşe göre gelişmiş bir finansal sistem; tasarruflar ve yatırımların artırılması, sermaye birikiminin hızlanması ve teknolojik gelişmeleri teşvik ederek ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkilerde bulunmaktadır. İkinci olarak talep yönlü yaklaşım ise, ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi uyardığı şeklindedir. Bu görüşe göre; finansal gelişmenin ekonomik büyüme yol açması, ancak reel büyümenin gerçekleşmesiyle birlikte reel ekonomik faaliyetlerin genişleme ihtiyacının ortaya çıkması sonucu olabilmektedir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkisi ile ilgili üçüncü hipotez, mali ve reel sektörlerin birbirlerinin gelişmesini teşvik ettiği yani iki değişken arasında çift yönlü nedenselliğin bulunduğuna işaret etmektedir. Son olarak Lucas (1988) ve Stern (1989)'in öncülüğünü yaptığı dördüncü yaklaşıma göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme birbirinden bağımsızdır (Al-Yousif, 2002:132).

Kısaca finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki uzun yıllardır tartışılan bir konu olmasına rağmen, gerek teorik gerekse ampirik bulgular finansal sistemin ekonomik büyüme üzerinde oynadığı rol konusunda henüz bir mutabakatın sağlanmadığını göstermektedir. Bazı araştırmacılar finansal gelişmenin büyüme sürecindeki olumlu etkisine vurgu yaparken (Schumpeter, 1911; Gurley ve Shaw, 1960; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Shaw, 1973; King ve Levine, 1993; Beck vd., 2000; Arestis vd., 2001; Falahaty ve Hook, 2003; Caporale vd., 2005; McCaig ve Stengos, 2005; Artan, 2007; Ang, 2008), bazı araştırmacılar finansal gelişmenin büyüme sürecinde önemli bir rolü olmadığını ileri sürmektedirler (Achy, 2004; Chang, 2002; Acaravcı vd., 2009). Bunun yanında; Müslümov ve Aras (2002), Christopoulos ve Tsionas (2004), Thangavelu ve James (2004), Chang ve Caudill (2005) ve Islam ve Shah (2012) çalışmalarında finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğunu öne sürerken, Liang ve Teng (2006), Ang ve McKibbin (2007) ve Odhiambo (2008) ekonomik büyümenin finansal gelişmeye neden olduğunu öne sürmektedirler. Diğer yandan iki değişken arasında çift yönlü nedenselliğin bulunduğuna işaret eden çalışmalar da mevcuttur (Al-Yousif, 2002; Calderon ve Liu, 2003; Pradhan vd., 2013; Dritsakis ve Adamopoulos, 2004, Shan ve Jianhong, 2006).

Son zamanlarda ekonomi gündeminde en çok tartışılan konuların başında 'kırılgan beşli' ülkeleri gelmektedir. 2013 Mayıs ayında ABD Merkez Bankası (FED)'nin tahvil alımını azaltacağını açıklamasıyla birlikte bu politika değişikliğinden en çok etkilenen ülkeler olarak ortaya atılan bu ülke grubunda Hindistan, Endonezya, Brezilya, Türkiye ve Güney Afrika yer almaktadır. FED'in

politika değişikliği sonrası paraları en çok değer kaybeden yükselen piyasa ekonomileri bu beş ülke olmuştur. Ayrıca cari açık, bütçe açığı, enflasyon oranı ve büyüme performansları da bu ülkelerin bu grupta yer almasında göz önünde bulundurulmuş diğer faktörler olarak sayılabilir.

Yaşanan gelişmeler neticesinde bu piyasalardan yüksek miktarda sermaye çıkışı yaşanmış ve bu piyasalara yönelen fonlar önemli ölçüde azalmıştır. Bu durum cari açıklarını büyük ölçüde sermaye hareketleri ile finanse eden kırılgan beşli ülkelere yönelik riski ve kırılganlıkları daha da arttırmıştır. Diğer yandan sıcak paranın hızla bu ülkelere çıkması dış finansman ihtiyacının sürdürülebilirliği sorununu ön plana çıkarmıştır. Dış finansman ihtiyacı yüksek olan söz konusu ülkeler için bu durumun, büyüme ve kalkınmanın önünde önemli bir engel teşkil ettiği vurgulanmaktadır. Kırılgan beşli ülkelerinin devam eden süreçte hızlı ekonomik büyüme sağlamaları büyük ölçüde kırılganlıklarını ortadan kaldırmaları ile mümkün olabilecektir. Bu doğrultuda ülkelerin kırılganlık yaratabilecek yönlerinin iyi analiz edilmesi ve bu kırılganlıkları gidermeye dönük politikaların uygulanması mevcut dönemden daha az olumsuz etkilenmelerini sağlaması bakımından önem taşımaktadır.

Bu bilgiler ışığında çalışmada finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi dinamik panel veri analiz yöntemi kullanılarak kırılgan beşli ülkeleri için araştırılmıştır. Bu sayede kritik bir süreçten geçmekte olan söz konusu ülkelere, finansal piyasalara dönük olarak uygulayacakları makroekonomik politikalar konusunda ışık tutmak amaçlanmıştır. Çalışmanın devam eden bölümleri şu şekilde organize edilmiştir: İkinci bölümde kırılgan beşli ülkelere yönelik temel makroekonomik göstergeler gözden geçirilmiş, üçüncü bölümde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini ele alan literatür sunulmuştur. Metodoloji ve veri setinin tanıtıldığı dördüncü bölümün ardından tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Altıncı bölümde analiz sonuçlarına yer verilmiş olup bu bölümü sonuç ve değerlendirme kısmı takip etmiştir.

2. Kırılgan Beşli Ülkeleri

Morgan Stanley'in Ağustos 2013 ekonomi raporunda "kırılgan beşli ülkeleri" olarak ifade edilen bir gruplandırma ortaya atılmıştır. Bu ülkeler ABD'nin para politikalarından en çok etkilenen ülkeler olmasının yanı sıra yüksek cari açık oranları, enflasyon oranları, kötüleşen bütçe dengesi, artan dış borç yükü ve yavaşlayan büyüme performansları gibi özellikle bu gruba dahil edilmelerinde rol oynamıştır. Tablo 1'de kırılgan beşli ülkelere ait seçilmiş bazı makroekonomik göstergelerin 2013 yılına ait değerleri yer almaktadır.

Tablo 1'de yer alan bilgilere göre büyüme performansları açısından, Endonezya %5.78 ile 2013 yılında en çok büyüyen ülke iken Güney Afrika %1.89 ile en az büyüyen ülke olmuştur. Enflasyon oranı açısından bakıldığında %8.14 ile Hindistan'ın en kötü durumdaki ülke iken, Güney Afrika'nın %5.40 ile en düşük enflasyon oranına sahip ülke konumunda olduğu dikkati çekmektedir. Cari açığın en yüksek olduğu ülke Türkiye iken en düşük olduğu ülke Hindistan'dır. Diğer yandan en yüksek bütçe açığına sahip ülke Hindistan, en düşük cari açığa sahip ülke ise Endonezya olmuştur. Kamu borcunun milli gelire oranı açısından en kötü durumda olan ülke Hindistan'dır. Dış borcun milli gelire oranına bakıldığında, Türkiye'nin %43.5'lik bir oranla en kötü durumdaki ülke olduğu görülmektedir. Ülke gurubu içinde dış borcun en düşük olduğu ülke ise Brezilya'dır. Diğer yandan, ülke grubu içinde en yüksek nüfusa sahip ülke Hindistan iken en düşük nüfusa sahip ülke Güney Afrika'dır. Son olarak işsizlik oranının en yüksek olduğu ülke %24.7'lik bir oranla Güney Afrika, en düşük olduğu ülke ise %5.3'lük bir oranla Brezilya'dır.

Tablo 1. Kırılgan Beşli Ülkelerinde Bazı Göstergeler (2013 Yılı)

Ülkeler	Hindistan	Endonezya	Brezilya	Türkiye	Güney Afrika
GSYH (Yıllık Yüzde Değişim)	4.35	5.78	2.28	4.29	1.89
Enflasyon	8.14	8.08	5.91	6.16	5.40
Cari Açık/GSYH (%)	-1.99	-3.26	-3.62	-7.85	-5.82
Bütçe Dengesi/GSYH (%)	-7.14	-2.22	-3.29	-4.53	-4.00
Kamu Borcu/GSYH (%)	66.71	26.10	66.33	35.849	45.23
Dış borç/GSYH (%)	18.9	28.6	13.2	43.5	35.4
Nüfus (milyon)	1,243.337	247.954	198.292	76.484	52.982
İşsizlik Oranı (%)	9.8	6.2	5.3	9.7	24.7

Kaynak: International Monetary Fund (IMF)

3. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini ele alan literatür; yatay kesit, zaman serisi ve panel veri analiz yöntemlerini kullanan çalışmalardan oluşmaktadır. Bununla birlikte, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı etkileşim olduğu yönündeki tartışmalara paralel olarak, söz konusu değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünü tespit etmeyi amaçlayan zaman serisi veya panel nedensellik analizine dayalı çalışmaların ağırlıkta olduğu dikkati çekmektedir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini ele alan literatür Schumpeter (1911), Gurley ve Shaw (1960) ve Goldsmith (1969)'e kadar uzanmaktadır. Schumpeter (1911) ve Gurley ve Shaw (1960)'un çalışmalarında bankacılık sistemindeki gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkilerde bulunduğunu ileri sürmüşlerdir. Goldsmith (1969), 1860-1963 yılları arasında 35 ülke için finansal kalkınma ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuştur. Bu çalışmalar takiben 1970'li yıllarda McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından yapılan çalışmalarda finansal gelişmenin tasarruf ve yatırımları arttırmak suretiyle ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği ortaya koyulmuştur.

King ve Levine (1993), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini 1960-1989 yıllarına ait verilerle 80 ülke için araştırmıştır. Dört farklı finansal gelişme göstergesinin kullanıldığı çalışmada finansal gelişmenin tüm göstergeleri ile büyüme arasında doğru yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Çalışmaya göre; finansal sektörün sunduğu hizmetler sermaye birikimi arttırarak ve ekonomilerin bu sermayeyi daha verimli alanlarda kullanmasını sağlayarak ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Levine (1997), yatay kesit analiz yöntemini kullandığı çalışmasında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Levine (1997)'e göre, finansal sistem, sermaye birikimi ve teknolojik yenilikleri teşvik ederek ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilemektedir. Levine ve Zervos (1998), finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini 1976-1993 yıllarını kapsayan dönemde 47 ülke için araştırmışlardır. Yatay kesit analiz yönteminin kullanıldığı çalışmada finansal gelişmenin göstergesi olarak kullanılan hisse senedi piyasası ve bankacılık sektörü gelişiminin ekonomik büyüme üzerinde pozitif olarak etkilediği ortaya koyulmuştur.

Beck vd. (2000), 1960-1995 yılları arasında 63 ülkeyi inceledikleri çalışmalarında finansal gelişmenin verimlilik artışı yoluyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğini ortaya

koymuşlardır. Lensink (2001), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini 1970-1998 yıllarını kapsayan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için araştırmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, siyasi belirsizliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi finansal sektörün gelişimine bağlıdır. Finansal gelişme düzeyinin yüksek olması siyasi belirsizliğin ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisini kısmen azaltmaktadır.

Arestis vd. (2001), 5 gelişmiş ülke (Almanya, İngiltere, Japonya, ABD ve Fransa) için zaman serileri analiz yöntemini kullanarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini araştırmışlardır. Çalışmada elde edilen bulgular, bankalar ve hisse senedi piyasaları gelişiminin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğunu göstermekle birlikte bankacılık sektöründeki gelişiminin hisse senedi piyasaları gelişimine oranla daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Falahaty ve Hook (2003), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini 1991-2009 yıllarını kapsayan dönemde 9 MENA ülkesi için araştırdıkları çalışmalarında finansal gelişmenin ekonomik büyümenin önemli bir belirleyicisi olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte elde edilen sonuçlar; finansal gelişme göstergelerinden hisse senedi piyasası gelişmesinin büyüme üzerindeki etkisinin, bankacılık sektöründeki gelişmenin büyüme üzerindeki etkisinden daha güçlü olduğunu göstermektedir. Nourzad (2002) ise çalışmasında finansal aracılık sektörünün ve sermaye piyasaların gelişmiş olduğu ekonomilerde üretim verimliliğinin daha yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Finansal derinleşme, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde üretimde verimsizliği azaltmakla birlikte bu etki gelişmiş ülkelerde daha fazladır.

Achy (2004), 1970-1998 dönemi için 5 MENA ülkesinde (Mısır, Ürdün, Fas, Tunus ve Türkiye) finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemiştir. Analiz sonuçları; özel yatırımlar, beşeri sermaye, ticari açıklık, enflasyon ve dış borç yükü gibi temel değişkenler kontrol edildiğinde, finansal derinlik göstergelerinin analiz kapsamındaki 5 MENA ülkesinde büyümeyi açıklamada başarısız olduğunu göstermektedir. Caporale vd. (2005), hisse senedi piyasası ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Şili, Kore, Malezya ve Filipinler'den oluşan 4 ülke için incelemişlerdir. Elde edilen bulgulara göre, hisse senedi piyasasındaki gelişme yatırım kanalıyla ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. McCaig ve Stengos (2005), 71 Ülke için yaptıkları çalışmalarında finansal aracılığın gelişmesinin büyümeyi pozitif yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Ang (2008), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini Malezya için incelemiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, finansal gelişme özel tasarruflar ve yatırımları teşvik ederek yüksek büyümeye yol açmaktadır.

Artan (2007), finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini 1980-2002 yıllarını kapsayan dönemde düşük, orta ve yüksek gelirli 79 ülkede araştırmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisi ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermektedir. Buna göre, orta ve yüksek gelirli ülkelerde finansal gelişme büyümeyi pozitif yönde etkilerken düşük gelirli ülkelerde finansal gelişme büyümeyi negatif yönde etkilemektedir. Mhadhbi (2014) çalışmasında finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini 1973-2012 yıllarını kapsayan dönemde farklı ülke grupları için araştırmıştır. Dinamik panel veri analiz yönteminin kullanıldığı çalışmada finansal gelişmenin göstergesi olarak finansal derinlik, özel sektöre verilen kredilerin toplam krediler içindeki payı ve bankalar tarafından özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ya oranı kullanılmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre; bankacılık sisteminin özel sektöre verdiği krediler ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, özel sektöre finansal sistem tarafından verilen krediler negatif yönde etkilemektedir. Finansal derinliğin büyüme üzerindeki etkisi ise gelişmekte olan ülkeler için pozitifken, gelişmiş ülkeler için negatiftir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönünü belirlemeye yönelik çalışmalar daha çok zaman serisi analizine dayanmakla birlikte çok ülkeli panel veri analizi kullanan çalışmalar da mevcuttur. Al-Yousif (2002)'in, 1970-1999 yıllarını kapsayan dönemde 30 gelişmekte olan ülke için yaptığı çalışmada elde edilen hem zaman serisi hem panel veri analiz sonuçlarına göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Calderon ve Liu (2003), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini 1960-1994 döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan 109 ülkede incelemiştir. Elde edilen bulgulara göre, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik söz konusudur. Bunun yanında finansal derinleşme gelişmiş ülkelere kıyasla gelişmekte olan ülkelerde nedensellik ilişkisine daha fazla katkıda bulunduğu öne sürülmüştür. Acaravcı vd. (2009), çalışmalarında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini 2005-1975 döneminde Sahra-altı Afrika ülkeleri için araştırmışlardır. Panel eş-bütünleşme ve GMM yöntemine dayanan panel nedensellik analizinin kullanıldığı çalışmada, elde edilen sonuçlara göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışmada 24 Sahra-altı Afrika ülkesi yapılan panel veri analizi bulgularına göre ise kişi başına düşen GSYH büyümesi ve bankacılık sektörü tarafından sağlanan yurtiçi krediler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Benzer şekilde Pradhan vd. (2013), BRICS ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) için yaptıkları analizde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Dritsakis ve Adamopoulos (2004)'ün çalışmasında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi 1960-2001 yıllarını kapsayan dönemde Yunanistan için araştırılmış ve çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Shan ve Jianhong (2006), 1978-2001 döneminde Çin için yapmış oldukları çalışmalarında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik olduğu yönündeki literatürü destekler nitelikte sonuçlara ulaşmışlardır.

Diğer yandan, Müslümov ve Aras (2002), 1982-2000 yılları arasında 22 OECD ülkesi için finansal gelişme ve büyüme ilişkisini araştırdıkları çalışmalarında nedenselliğin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğunu ileri sürmüşlerdir. Christopoulos ve Tsionas (2004), 10 gelişmekte olan için yaptıkları çalışmalarında nedenselliğin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu yönünde bulgulara ulaşmışlardır. Thangavelu ve James (2004) ise finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1960-1999 döneminde Avustralya için araştırmışlardır. Elde edilen sonuçlar; finansal piyasalardaki gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu, buna karşın ekonomik büyümeden finansal piyasaların gelişimine doğru bir nedenselliğin olmadığını göstermektedir. Benzer şekilde Chang ve Caudill (2005), 1962- 1998 döneminde Tayvan ekonomisi için nedenselliğin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu şeklinde bulgulara ulaşmışlardır. Islam ve Shah (2012), banka dışı finansal aracılık faaliyetleri ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini 1974-2004 yıllarını kapsayan dönemde Malezya için araştırmışlardır. Sınır testi (ARDL) yönteminin kullanıldığı çalışmada banka dışı finansal aracılık faaliyetleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını destekler nitelikte sonuçlara ulaşılmıştır. Bir diğer anlatımla, uzun dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Buna karşın, Liang ve Teng (2006), finansal gelişme ve büyüme ilişkisini 1952-2001 yıllarını kapsayan dönemde Çin için araştırdıkları çalışmalarında nedenselliğin yönünün ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu ileri sürmüşlerdir. Benzer şekilde, Ang ve McKibbin (2007), 1960-2001 yılları arasında Malezya örneği için yaptıkları çalışmada nedenselliğin yönünün ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu tespit edilmiştir. Odhiambo (2008) ise Kenya örneğinde yine nedenselliğin yönünün büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu ortaya koymuştur.

Chang (2002)'in 1987-1999 donemi verilerini kullanarak Çin için yaptığı çalışmasında ise finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Kar vd. (2011), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini 1980-2007 doneminde 15 Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) lkeleri için araştırmışlardır. Altı farklı finansal gelişmişlik göstergesinin (dar anlamda para arzının gelire oranı, para benzerleri finansal aktiflerin gelire oranı, M2'nin gelire oranı, mevduat bankası yükümlülüklerinin gelire oranı, özel sektör kredilerinin gelire oranı, yurt içi kredilerin gelire oranı) kullanıldığı çalışmaya göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi kullanılan göstergelere göre farklılık göstermektedir. Çalışmaya göre, finansal gelişmişliğin çeşitli göstergeleri için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü konusunda net bir fikir birliği bulunmamaktadır.

Türkiye için yapılan nedensellik analizine dayalı çalışmalara bakıldığında, Ergeç (2004)'in 1988-2001 yıllarını kapsayan çalışmasında elde etmiş olduğu bulgulara göre; nedenselliğin yönü kısa donemde ekonomik gelişmeden finansal gelişmeye doğru iken uzun donemde, finansal gelişmeden ekonomik gelişmeye doğrudur. Alternatif finansal gelişme göstergeleri için yapılan analizlerde hiçbir finansal gelişme göstergesi için iki yönlü bir nedensellik tespit edilememiştir. Aslan ve Küçükaksoy (2006)'un çalışmalarında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi 1970-2004 donemi yıllık verileri kullanılarak araştırılmış ve ilişkinin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyüme doğru olduğunu destekler nitelikte sonuçlara ulaşılmıştır. Benzer şekilde Acaravcı vd. (2007), Türkiye'de finansal gelişmeden ekonomik büyüme doğru tek yönlü bir nedenselliğin olduğunu destekler nitelikte sonuçlara ulaşmışlardır. Yılmaz vd. (2007) ise Türkiye'de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1988-2004 donemi için araştırmışlar ve finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu ortaya koymuşlardır. Başka bir anlatımla Türkiye'de finansal gelişmişlik, ekonomik büyümeyi desteklememekte ancak ekonomik büyüme finansal gelişmeyi etkilemektedir. Diğer yandan Soytaş ve Küçükkaya (2011), 1991-2005 yıllarını kapsayan çalışmalarında enflasyon ve para ve maliye politikalarının parasal büyüklükler ve ekonomik büyüme üzerindeki olası etkileri kontrol edildiğinde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında uzun donem nedensellik ilişkisi olmadığı yönünde bulgulara ulaşmışlardır. Buna karşın Demirhan vd. (2011), finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini 1987-2006 yıllarına ait verilerle araştırdıkları çalışmalarında elde ettikleri bulgular değişkenler arasında iki yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir.

4. Metodoloji ve Veri Seti

Çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi 1990-2012 doneminde yıllık veriler kullanılarak Hindistan, Endonezya, Brezilya, Türkiye ve Güney Afrika'nın içinde yer aldığı Kırılğan Beşli lke grubu için analiz edilmiştir. Söz konusu ilişkiyi analiz etmek üzere dinamik panel veri yöntemlerinden olan ve Arellona ve Bover (1995) tarafından geliştirilen sistem GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu) tahminci yöntemi kullanılmıştır.

Dinamik modellerin tahmininde yaygın şekilde kullanılan GMM yönteminin önemli bir avantajı, gözlemlenemeyen ülke spesifik etkilerini ve gecikmeli bağımlı değişken modellerindeki bağımsız değişkenlerin içselliliği nedeniyle ortaya çıkan sorunları dikkate almasıdır. GMM tahmincilerinde bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri modele bağımsız değişken olarak ilave edilerek bu tür ekonometrik problemleri giderme olanağı sağlanır. GMM tahmincileri son yıllarda özellikle ekonomik büyüme regresyonlarında yaygın olarak kullanılmaktadır. Hem zaman sabiti

hem ülke sabit etkilerinin modele dahil edilmesi, büyüme ve belirleyicilerinin zamana bağlı değişimi hakkında ek bilgi vermekte, böylece daha kesin sonuçlar elde edilmesine yardımcı olmaktadır (Mhadhbi, 2014: 48).

Dinamik panel analizlerinde “Fark GMM” ve “Sistem GMM” olmak üzere iki temel GMM tahmincisi kullanılabilir. Arellone ve Bond (1991) tarafından geliştirilen birinci fark GMM tahmin yöntemi yatay-kesitlerin (ülke yada bireyler) spesifik etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla her bir denklemin birinci farkının tahmin edilmesini dikkate almakta ve araç değişkenler olarak açıklayıcı değişkenlerin bir gecikmeli düzey değerlerini kullanmaktadır (Çetin ve Seker, 2014: 136). Arellana ve Bover (1995) tarafından geliştirilen sistem GMM yaklaşımı ise fark denklemi ile düzey denklemlerinin birleştirilmesine dayanmaktadır. Blundell ve Bond (1998) ve Blundell vd. (2000) fark GMM’in sonlu örnekleme zayıf bir tahmin gücüne sahip olduğunu ve katsayı tahminlerinin sapmalı olduğunu ortaya koymuşlar ve sistem GMM’in tahmin gücünün daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir (Dökmen, 2012: 46). Bu doğrultuda çalışmada dinamik panel veri modellerinin tahmininde uygun olarak kullanılan sistem GMM yaklaşımı tercih edilmiştir.

Dinamik panel yaklaşımı çerçevesinde sistem GMM yaklaşımına göre, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmek üzere çalışmada kullanılan değişkenler aşağıdaki gibi modellenmiştir:

Model 1:

$$LGSYH_{it} = \alpha_t + \beta_1 LGSYH_{it-1} + \beta_2 DCP_{it} + \beta_3 LPOP_{it} + \beta_4 TRD_{it} + \beta_5 FDI_{it} + \beta_6 GCF_{it} + \eta_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

Model 2:

$$LGSYH_{it} = \alpha_t + \beta_1 LGSYH_{it-1} + \beta_2 DCP_{it} + \beta_3 LPOP_{it} + \beta_4 TRD_{it} + \beta_5 FDI_{it} + \beta_6 GCF_{it} + \eta_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

Yukarıdaki denklemlerde, η_i , gözlenemeyen bireysel etkileri; γ_t , gözlenemeyen zamana özgü etkileri; ε_{it} hata terimi bileşenlerini ifade etmektedir. Modelde η_i ile γ_t ’nin sabit olduğu varsayılmaktadır. Model 1 ve 2’de kullanılan değişkenler, elde edildikleri kaynaklar ve beklenti işaretleri Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2. Modelde Kullanılan Değişkenler

Değişkenin Adı	Değişkenin Tanımlanması	Elde Edildiği kaynak	Beklenen İşaret
LGSYH	Kişi Başına Düşen GSYH	World Bank, WDI	
DCP	Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Krediler (GSYH yüzdesi olarak)	World Bank, WDI	+
DCPB	Bankalar tarafından özel sektöre verilen yurtiçi krediler (GSYH yüzdesi olarak)	World Bank, WDI	+
LPOP	Nüfus büyüklüğü	World Bank, WDI	+
TRD	Ticaret (İhracat ve İthalat) (GSYH yüzdesi olarak)	World Bank, WDI	+
FDI	Doğrudan Yabancı Yatırımlar (GSYH yüzdesi olarak)	World Bank, WDI	+
GCF	Gayri Safi Sermaye Oluşumu (yıllık yüzde büyüme)	World Bank, WDI	+

Her iki modelde de bağımlı değişken olarak kişi başına dufen gelir (GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) kullanılmıştır. İktisadi büyümenin ölçüsü olarak ele alınan değişkenin 2005 yılı baz alınarak dolar cinsinden elde edilen reel değeri kullanılmış olup logaritması alınarak modele ilave edilmiştir. Modellerde finansal gelişmeyi ölçmek amacıyla özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYH'ya yüzde oranı ve bankacılık sektörü tarafından özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYH'ya yüzde oranı olmak üzere iki farklı değişken kullanılmıştır. Literatürdeki yaygın görüşe göre ilgili değişkenlerin iktisadi büyümeyi pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir.

Modellerde kontrol değişkeni olarak ilave edilen nüfus değişkeni, toplam nüfusu ifade etmektedir. İlgili değişkenin logaritması alınarak modele ilave edilmiştir. Nüfusun büyüme üzerindeki etkisi pozitif veya negatif olabilmektedir. Bir diğer kontrol değişkeni olan ticaretin GSYH içindeki payı, mal ve hizmet ithalat ve ihracatının GSYH içindeki payının yıllar itibarıyla yüzde olarak büyüme oranını göstermektedir ve ekonomik büyümeye etkisinin pozitif olması beklenmektedir. Modellere ilave edilen üçüncü kontrol değişkeni doğrudan yabancı yatırımlar, doğrudan yabancı sermaye girişlerinin GSYH içindeki payını göstermektedir. Son kontrol değişkeni olan gayri safi sermaye oluşumu, kamu ve özel sektör tarafından yapılan yatırımların yıllık büyüme oranını ifade etmektedir. Söz konusu değişkenin büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olması beklenmektedir. Analizde kullanılan tüm değişkenler Dünya Bankası'nın World Development Indicators (WDI) veri tabanından elde edilmiştir.

5. Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait temel tanımlayıcı istatistikler Tablo 3'de sunulmuştur. Tablo 3'de değişkenlere ait minimum ve maksimum değerleri ile ortalama ve standart sapmalarına yer verilmiştir. Buna göre 1990-2012 yılları arasında kırılıgan beşli ülkelerinde logaritmik kişi başına dufen gelirin en yüksek değeri 9.09 dolar düzeyindeyken en düşük değeri 2.60 dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Finansal gelişmenin göstergesi olarak kullanılan özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYH'ya oranını ifade eden DCP değişkeni söz konusu yıllar arasında ortalama olarak %53.93 düzeyinde gerçekleşmiştir. İlgili değişkenin en düşük değeri 14.52 olarak Türkiye'de (2002 yılı) gerçekleşmişken en yüksek değeri %167 olarak Güney Afrika'da (2007 yılı) gerçekleşmiştir. Finansal sektörün gelişmesinin göstergesi olarak kullanılan bir diğer gösterge olan DCPB değişkeni bankacılık sektörünün özel sektöre sağladığı yurtiçi kredilerin GSYH'ya oranını ifade etmektedir. Söz konusu değişken 1990-2012 yılları arasında ortalama olarak %41.15 düzeyinde gerçekleşmiş olup en düşük ve en yüksek değerleri ise sırasıyla %14.52 olarak Türkiye'de (2002 yılı) ve %133.07 olarak Brezilya'da (1993 yılı) gerçekleşmiştir.

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Min	Max
LGSYH	115	3.40	0.40	2.60	9.09
DCP	114	53.93	42.15	14.52	167.53
DCPB	114	41.15	20.71	14.52	133.07
LPOP	115	8.20	0.48	7.54	9.09
TRD	115	41.83	16.19	14.93	96.18
FDI	115	1.34	1.35	-2.75	6.13
GCF	115	5.83	13.30	-39.03	48.40

Kontrol değişkenlerine ait tanımlayıcı istatistiklere bakıldığında ülkelerdeki nüfusun büyüklüğünü ifade eden LPOP değişkeninin söz konusu yıllar arasında ortalama olarak 8.20 olarak gerçekleşmiş olduğu dikkati çekmektedir. Bir diğer kontrol değişkeni olan ticaretin GSYH içindeki payını ifade eden TRD değişkeninin en düşük değeri %14.93 iken en yüksek değeri %96.18 olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırım girişlerinin GSYH içindeki payını gösteren FDI değişkeninin ise söz konusu yıllar arasında ortalama olarak %1.34 düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir. Son kontrol değişkeni olan gayri safi sermaye oluşumunun büyüme hızını ifade eden GCF değişkeninin en düşük değerinin %-39.03, en yüksek değerinin ise %48.40 olduğu görülmektedir. İlgili değişkenin negatif değer alması kamu ve özel sektör yatırımlarının azaldığının bir göstergesidir.

Tablo 4'te çalışmada kullanılan değişkenlere ait korelasyon matrisi yer almaktadır. Tablodan takip edilebileceği üzere, ülkelerin kişi başına düşen gelirleri ile DCP, DCPB ve FDI değişkenleri arasında pozitif ve genelde yüksek bir korelasyon olduğu dikkati çekmektedir. Bunun yanında kişi başına düşen gelir ile LPOP değişkeni arasında negatif ve %85 oranında bir korelasyon söz konusudur.

Tablo 4. Korelasyon Matrisi

	LGSYH	DCP	DCPB	LPOP	TRD	FDI	GCF
LGSYH	1.000						
DCP	0.347 (0.000)	1.000					
DCPB	0.265 (0.004)	0.878 (0.000)	1.000				
LPOP	-0.850 (0.000)	-0.475 (0.000)	-0.277 (0.002)	1.000			
TRD	0.085 (0.364)	0.308 (0.000)	0.169 (0.071)	-0.273 (0.002)	1.000		
FDI	0.258 (0.005)	0.113 (0.229)	0.192 (0.040)	-0.012 (0.894)	-0.074 (0.433)	1.000	
GCF	-0.064 (0.496)	-0.023 (0.802)	-0.037 (0.692)	0.097 (0.303)	-0.045 (0.632)	-0.005 (0.950)	1.000

Not: Parantez içindeki değerler istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

6. Analiz Sonuçları

Çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini analiz etmek üzere iki farklı model kullanılmıştır. Model 1'de finansal gelişmeyi temsilen özel sektöre verilen yurtiçi krediler kullanılırken, Model 2'de bankalar tarafından özel sektöre verilen yurtiçi krediler kullanılmıştır. Analiz sonuçları Tablo 5'te yer almaktadır.

Öncelikle sistem GMM tahmincilerinin tutarlılığını test etmek üzere Wald testi, Sargan testi ve Arellano ve Bond testi uygulanmıştır. Modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden Wald testi her iki modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Araç değişkenlerinin aşırı tanımlama kısıtlarını test etmek için uygulanan Sargan testi sonuçlarında ise her iki modelde de uygun araç değişkenlerinin kullanıldığı sonucuna ulaşılmıştır. Son olarak modellerde otokorelasyon sorunu olup olmadığı Arellano ve Bond'un otokorelasyon testi ile sınanmıştır.

Buna göre, AR(1) testi sonucu tespit edilen birinci dereceden otokorelasyonun varlığı modelin yapısı nedeniyle doğal kabul edilmektedir. Bunun yanında her iki modelde de beklenti dahilinde AR(2) sürecinde otokorelasyon sorunu olmadığına karar verilmiştir.

Tablo 5'te yer alan model 1'e ait sonuçlara bakıldığında bağımlı değişkenin, gecikmeli değeri ile pozitif ve istatistiksel olarak %1 anlamlılık seviyesinde bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Finansal gelişmenin göstergesi olarak kullanılan özel sektöre verilen yurtiçi krediler ile bağımlı değişken arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 seviyesinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bir diğer ifadeyle, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğru yönlü bir ilişki söz konusudur. Kontrol değişkenlerine ait bulgulara bakıldığında ise, nüfus ve doğrudan yabancı yatırımlar ile kişi başına düşen gelir arasında pozitif ve istatistiki olarak %5 seviyesinde anlamlı bir ilişki söz konusuyken gayri safi sermaye oluşumu ile kişi başına düşen gelir arasında pozitif ve istatistiki olarak %1 seviyesinde anlamlı bir ilişki söz konusudur. Buna karşın ticaret değişkeni ile bağımlı değişken arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

Tablo 5. Model Sonuçları

LGSYH	Model 1	Model 2
LGSYH_{t-1}	0.9763*** (0.0218)	0.9720*** (0.0228)
DCP	0.0001** (0.0005)	
DCPB		0.0001** (0.0006)
LPOP	0.0802** (0.0407)	0.0935** (0.0429)
TRD	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
FDI	0.0013** (0.0007)	0.0013** (0.0007)
GCF	0.0008*** (0.0006)	0.0008*** (0.0006)
Wald x^2	10234.54 [0.0000]	10221.98 [0.0000]
Sargan x^2	91.8985 [0.5421]	92.6948 [0.5187]
AR(1)	-4.0139 [0.0001]	-3.9965 [0.0001]
AR(2)	-0.6164 [0.5376]	-0.6333 [0.5265]
lke Sayısı	5	5
Gözlem	104	104

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5, %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki değerler Z değerleridir.

Model 2'ye ait sonuçlara bakıldığında ise; Model 1'de olduğu gibi, bağımlı değişken ile gecikmeli değeri arasında %1 seviyesinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiş olduğu görülmektedir.

Finansal gelişmenin göstergesi olarak kullanılan bankacılık sektörü tarafından özel sektöre verilen yurtiçi krediler ile kişi başına düşen gelir arasında pozitif ve istatistiki olarak %5 seviyesinde anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. Kontrol değişkenlerine ait bulguların ise Model 1'e ilişkin bulgular ile aynı olduğu sonucuna varılmıştır.

7. Sonuç ve Değerlendirme

Morgan Stanley tarafından ortaya atılan ve son zamanlarda ekonomi yazınında sıklıkla kullanılan bir kavram olan 'Kırılgan Beşli' ülkeleri, FED'in Mayıs 2013'de açıkladığı politika değişikliğinden en çok etkilenen ülkeler olarak ön plana çıkmıştır. Kırılgan beşli ülke grubuna yönelik tartışmalar son zamanlarda küresel finans piyasalarının gündeminde sıklıkla yer almaktadır. Bu ülkeler yükselen piyasa ekonomileri olarak anılsa da taşıdıkları bir takım ekonomik riskler söz konusu ülke ekonomilerini kırılgan duruma getirmektedir. Dolayısıyla bu ülkelere yönelik riski ve kırılganlıkları ortadan kaldırmaya dönük olarak uygulanacak politikalar sürdürülebilir büyümenin sağlanması hususunda önem arz etmektedir.

Çalışmada finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi 1990-2012 yılları arası dönemde dinamik panel veri analiz yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Finansal gelişmenin göstergesi olarak özel sektöre verilen yurtiçi krediler ve bankalar tarafından özel sektöre verilen yurtiçi krediler olmak üzere iki farklı değişken kullanılmıştır. Çalışmada elde edilen bulgular, her iki finansal gelişme göstergesi ile ekonomik büyüme arasında doğru yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bir diğer anlatımla, ele alınan ülke grubu için finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde pozitif rol oynadığını söylemek mümkündür.

Elde edilen bu bulgu, kırılgan beşli ülkelerinde finansal piyasalara yönelik kırılganlıkları ortadan kaldırmaya dönük uygulanacak politikaların ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkide bulunacağı şeklinde yorumlanabilir. Diğer yandan sıcak paraya bağımlılığın yüksek olduğu bu ülkelerde; sıcak para olumsuz finansal gelişmelere duyarlı olduğundan, finansal sistemin güçlendirilmesi sıcak para çıkışlarının azaltılmasına da yardımcı olabilecektir. Bu doğrultuda gelişmiş bir finansal sistemin, kırılgan beşli ülkelerinde sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanmasında önemli bir rol üstlenebileceği söylenebilir.

Kaynakça

- Acaravci, A.; Öztürk, İ. ve Kakilli, S. A. (2007) "Finance-Growth Nexus: Evidence from Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, 30-40.
- Acaravci, Songul Kakilli; Ozturk, İlhan ve Acaravci, Ali (2009) "Financial Development and Economic Growth: Literature Survey and Empirical Evidence from Sub-Saharan African Countries", *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 12(1), 11-27.
- Achy, Lahcen (2004) "Financial Liberalization, Saving, Investment and Growth in MENA Countries", *Middle East Economics*, 6, 67-94.
- Al-Yousif, Y.K. (2002) "Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries", *Review of Financial Economics*, 11(2), 131-150.
- Ang, J.B. (2008) "What are the Mechanisms Linking Financial Development and Economic Growth in Malaysia?", *Economic Modelling*, 25(1), 38-53.
- Ang, James B. ve McKibbin, Warwick J. (2007) "Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia", *Journal of Development Economics*, 84(1), 215-233.

- Arellano, M. ve Bover, O. (1995), "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-components Models", *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- Arestis, P.; Demetriades, P. ve Luintel, K. B. (2001) "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(1), 16-41.
- Artan, Seyfettin (2007) "Finansal Kalkınmanın Büyümeye Etkileri: Literatür ve Uygulama", *İktisat İşletme ve Finans*, 22(252), 70-89.
- Aslan, Özgür ve Küçükaksoy, İsmail (2006) "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", *Ekonometri ve İstatistik*, 4, 12-28.
- Beck, T.; Levine, R. ve Loayza, N. (2000) "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 261-300.
- Calderon, C. ve L. Liu (2003) "The Direction Causality between Financial Development Economic Growth", *Journal of Development Economics*, 72(1), 321-334.
- Caporale, G. M.; P. Howells ve A. M. Soliman (2005) "Endogenous Growth Models and Stock Market Development: Evidence from Four Countries", *Review of Development Economics*, 9(2), 166-176.
- Chang, T. ve S. B. Caudill (2005) "Financial Development and Economic Growth: The Case of Taiwan", *Applied Economics*, 37, 1329-1335.
- Chang, Tsangyao (2002) "Financial Development and Economic Growth in Mainland China: A Note on Testing Demand- Following or Supply-Leading Hypothesis", *Applied Economics Letters*, 9, 869-873.
- Christopoulos, D. K. ve E. G. Tsionas (2004) "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests", *Journal of Development Economics*, 73(1), 55-74.
- Çetin ve Seker (2014) "Ticari Açıklık ve Finansal Gelişmenin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi" *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(1), 125-147.
- Demirhan E., Aydemir O. ve İnkaya A. (2011) "The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth: Evidence from Turkey", *International Journal of Management*, 28(1), 3-19.
- Dritsakis N. ve A. Adamopoulos (2004) "A Causal Relationship between Government Spending and Economic Development: An Empirical Examination of the Greek Economy", *Applied Economics*, 36(5), 457-464.
- Dökmen, Gökhan (2012) "Yolsuzlukların Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi", *Doğuş Üniversitesi*, 13(1), 41-51.
- Ergeç, Etem Hakan (2004) "Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi ve Türkiye Örneği: 1988-2001", *Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 51-66.
- Falahaty, Manizheh ve Hook, Law Siong (2011) "The Effect of Financial Development on Economic Growth in the MENA Region", *Journal of Economic Cooperation and Development*, 34, 3(2013), 35-60.
- Goldsmith, R. W. (1969) *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press.
- Gurley, J.G. ve Shaw, E.S. (1960) *Money in A Theory of Finance*, Washington, DC: Brookings Institution.
- İslam, M.A. ve Shah J.S.A. (2012) "An Empirical Analysis of Causality between Development of Non-Bank Financial Intermediaries and The Economic Growth in Malaysia", *European Journal of Social Sciences*, 30(4), 654-664.
- Kar, M., Nazloğlu, Ş. ve Ağır, H. (2011) "Financial Development and Economic Growth Nexus in the MENA Countries: Bootstrap Panel Granger Causality Analysis", *Economic Modelling*, 28, 685-693.
- King, R.G. ve R. Levine (1993) "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Economic Journal*, 107, 771-782.
- Lensink, Robert (2001) "Financial Development, Uncertainty and Economic Growth", *De Economist*, 149(3), 299-312.

- Levine R. ve Zervos S. (1998) "Stock Market, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, 88, 537-558.
- Levine, R. (1997) "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
- Liang, Qi ve Teng, Jian Z. (2006), "Financial Development and Economic Growth: Evidence from China", *China Economic Review*, 17(4), 395-411.
- McCaig, B. ve T. Stengos (2005) "Financial Intermediation and Growth: Some Robustness Results", *Economics Letters*, 88(3), 306-312.
- McKinnon, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: The Brookings Institution.
- Mhadhbi, Khalil (2014), "Financial Development and Economic Growth: A Dynamic Panel Data Analysis", *International Journal of Econometrics and Financial Management*, 2(2), 48-58.
- Müslümov, A. ve G. Aras (2002) "Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği", *İktisat İşletme ve Finans*, 17(198), 90-100.
- Nourzad, F. (2002) "Financial Development and Productive Efficiency: A Panel Study of Developed and Developing Countries", *Journal of Economics and Finance*, 26, 138-49.
- Odhambo, Nicholas M. (2008) "Financial Depth, Savings and Economic Growth in Kenya: A Dynamic Causal Linkage", *Economic Modelling*, 25(4), 704-713.
- Pradhan, Rudra P.; Dasgupta, Prateek ve Bele, Samadhan (2013), "Finance, Development and Economic Growth in BRICS: A Panel Data Analysis", *Journal of Quantitative Economics*, 11(1&2), 308-322.
- Schumpeter, Joseph Alois (1911) *The Theory of Economic Development*, Massachusetts: Cambridge.
- Shan, Jordan ve Jianhong, Qi (2006) "Does Financial Development 'Lead' Economic Growth? The Case of China", *Annals of Economics and Finance*, 231-250.
- Shaw, E. S. (1973) "Financial Deepening in Economic Development", New York: Oxford University Press.
- Soytaş U. ve Küçükkaya E., (2011) "Economic Growth and Financial Development in Turkey: New Evidence", *Applied Economics Letters*, 18(6), 595-600.
- Thangavelu, Shandre M. ve James, Ang Beng Jiunn (2004) "Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis", *Empirical Economics*, 29, 247-260.