

G-20 ÜLKELERİNDE FİNANSALLAŞMA VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN ANALİZİTuğba Figankaplan¹**ÖZET****Anahtar Kelimeler:**

- ❖ Finansallaşma,
- ❖ Ekonomik büyüme,
- ❖ G-20 ülkeleri
- ❖ Mankiw-Romer-Weil (MRW) büyüme modeli,
- ❖ Panel veri regresyon analizi

Bu çalışmanın amacı, G-20 üyesi ABD, Almanya, Arjantin, Avustralya, İngiltere, Brezilya, Çin Halk Cumhuriyeti, Endonezya, Fransa, Güney Afrika Cumhuriyeti, Güney Kore, Hindistan, İtalya, Japonya, Kanada, Rusya, Meksika, Türkiye ve Suudi Arabistan'ın 1980-2017 döneminde ekonomik büyüme ile finansallaşma göstergeleri arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Bu amaçla, konu Mankiw-Romer-Weil (MRW) büyüme modeli kullanılarak panel veri regresyon analiziyle ekonometrik açıdan araştırılmıştır. Panel eşbütünleşme testi ile değişkenler arasındaki uzun dönemli bir ilişkinin analizinin ardından panel nedensellik testleri yapılmıştır. Bu çalışma kapsamında, finansallaşma göstergesi olarak finansal ilişkiler oranı, kredi genişleme oranı, borsa kapitalizasyon oranı, finansal sektör karlılık oranı ve finansal varlık oranı; ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başı reel gelirdeki (GDP) değişim alınmıştır. Sonuç olarak, çalışma kapsamında ele alınan beş finansallaşma göstergesinden sadece kredi genişleme oranının ekonomik büyümeyi etkilediği belirlenmiştir.

THE ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIALIZATION AND ECONOMIC GROWTH IN THE G-20 COUNTRIES

Tuğba Figankaplan

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate the relationship between economic growth and financialization in the sample of G-20 countries including Argentina, Australia, Brazil, Canada, China, France, Germany, India, Indonesia, Italy, Japan, Mexico, Russia, Saudi Arabia, South Africa, South Korea, Turkey, the United Kingdom, and the United States for the period between the years 1980 and 2017. For his purposes the sample is examined by using Mankiw-Romer-Weil (MRW) growth model and employing panel data regression analysis. After the long run relation between the variables is tested by using panel co-integration test, panel causality analysis is also employed. As the financialization indicators financial relations ratio, credit expansion ratio, stock market capitalization ratio, financial sector profitability ratio and financial asset ratio have been taken into consideration. Analysis results imply that only credit expansion has an effect on economic growth.

Keywords:

- ❖ Financialization
- ❖ Economic growth,
- ❖ G-20 countries,
- ❖ Mankiw-Romer-Weil (MRW) growth model,
- ❖ Panel data regression analysis

¹ İstanbul Ticaret Üniversitesi, figankaplan@gmail.com

1. GİRİŞ

Bir ekonominin etkin işlemesi, ekonominin kaynak dağılımının ihtiyaca cevap verecek şekilde sağlanması ile mümkündür. Bu ise, ekonomide fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki mekanizmanın etkin işlemesi suretiyle sağlanabilir. Bu nedenle ekonomik etkinlik, fon arz ve talebi arasındaki aracılık işlevini üstlenen finansal sistemin etkinliğiyle doğrudan bağlantılıdır. Finansal sistemin “asli işlevi”, fonları en üretken yatırım fırsatlarına sahip iktisadi birimlere yönlendirerek reel sektörün ihtiyaç duyduğu finansmanı temin etmek olan aracılık işlevidir. Finansal sistemin bu işlevini ifa etmesi sayesinde ekonomik büyüme sağlanabilmektedir. Bu durum, finansal değişkenler ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz eden araştırmaların daima gündemde kalmasına sebep olmuştur. Özellikle 1980’li yılların başından itibaren, finansal sistemin hacminin, ürün ve işlem çeşitliliğinin hızla artması, ekonomik büyüme ile finansal değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin ve bu ilişkinin yönünün araştırılmasına yol açmıştır.

Finansallaşma, farklı boyutlarına odaklanılarak, farklı şekilde tanımlanabilir. En genel anlamda finansallaşma, finansal sistemde tasarrufları yatırıma dönüştüren kanalların yaygınlaşmasını ve sunulan finansal hizmet seçeneklerinin artmasını ifade eder. Bu anlamda, genel ekonomi içinde finansal faaliyetlerin hacminin ve ağırlığının artması olarak tanımlanabilir. Diğer bir ifadeyle, finansal sermayenin hacminin büyümesi ve hareketliliğinin artmasıdır (Bresser-Pereira, 2010). Finansallaşma, ekonomik karın reel üretim faaliyetlerinden daha ziyade, finansal faaliyetlerden elde edilmesi, dolayısıyla toplam karlara göre finansal karların daha hızlı büyümesidir. Finansallaşmayı, sermaye birikim mekanizmasının sanayi ve reel üretim alanından finans alanına kayma süreci olarak tanımlamak da mümkündür (Krippner, 2005). Bunun bir sonucu olarak finansallaşma, finansal kurum ve aktörlerin politik karar alma süreçlerindeki ağırlığının ve etkinliğinin artması olarak da tezahür etmektedir (Rohde, 2011).

Finansallaşma, finansal sistemin hacmini ve yapısını dikkate alan göstergelerle

açıklanmaktadır. Bunlar miktar göstergeleri ve yapısal göstergeler olarak 2 ana gruba ayrılabilir. Miktar göstergeleri, parasal büyüklükler (dar tanımlı para arzı (M1) / GSYH; geniş tanımlı para arzı (M2Y) / GSYH vb.), kredi büyüklükleri (toplam krediler / GSYH; yurtiçi krediler / GSYH; özel sektöre kullandırılan krediler / GSYH vb.) ve sermaye piyasası büyüklükleri (borsa kapitalizasyon oranı vb.) olarak üçe ayrılmaktadır. Yapısal göstergeler ise finansal sistemin büyüklüğü ve milli gelire oranı gibi yapısal hacim göstergeleridir (M2 / M1; toplam finansal varlıklar / GSYH vb.). Mesela geniş anlamda para arzının (M2) dar anlamda para arzına (M1) oranındaki (M2/M1) artış, ekonomik birimlerin elindeki paranın daha büyük kısmını vadeli mevduat olarak, yani bankacılık sistemi içinde değerlendirdiğini gösterdiğinden, önemli bir finansallaşma göstergesidir. Kişi başına düşen finansal hizmetler ve kurumlar veya finansal ürün çeşitliliği gibi unsurlar da yapısal göstergeler arasında sayılabilir (Shaw, 1973). Tüm bu göstergelerin 1980 yılı ve sonrasında sergilediği seyir, finansallaşmanın arttığına işaret etmektedir. 1980 yılında dünyadaki toplam finansal varlıkların değeri küresel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH)’nın 1,2 katı iken, 1990’da 1,95 katı, 2000’de 2,9 katı, 2006’da 3,4 katı ve 2015’de 4,2 katına yükselmiştir. Ayrıca küresel sınır ötesi sermaye hareketlerinin, küresel GSYH’ya oranı 1980’de %4 iken, 1990’da %5, 2000’de %13, 2007’de %20 ve 2017’de %32’ye ulaşmıştır (McKinsey Global Institute, 2018). Diğer yandan bu süreçte sanayileşmiş ülkelerle diğer ülkeler arasındaki gelir farklılıkları artmıştır. Sanayileşmiş ülkeler dışındaki ülkelerde yaşayan insanların dünya nüfusu içindeki payı 1970 yılında %80 iken, bu oran 2015 yılında %88’e çıkmıştır. Ancak bu kesimin dünya gelirinden aldığı pay 1970 yılında %32 iken, bu oran 2015 yılında %15’e düşmüştür (Piketty, 2014).

2008 küresel finans krizi, ulusal ve uluslararası düzlemde finansal sistemin etkinliğinin yeniden tartışılmaya başlanmasına yol açmıştır. Bu tartışmanın başlıca nedeni, aşırı finansallaşma sebebiyle finansal sektör ve reel sektör arasındaki dengenin bozulması ve bunun sonucunda maruz kalınan zararlar neticesinde finansal sistemin uğradığı güç ve itibar kaybıdır. Diğer bir sebebi ise

2008 krizinin finansal sistemleri gelişmiş olan ekonomileri daha derinden etkilemiş olmasıdır. 2008 krizinin yönetilmesi ve kriz sonrası dönemdeki belirsizliklerin bertaraf edilmesi gibi önemli çabaların merkezini G-20 (20'ler Grubu) oluşturmuştur. Bugün dünyanın en büyük 25 ulusal ekonomisinden 19'unu ve Avrupa Birliği (EU) temsilcisi, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Dünya Bankası (WB) başkanlarını içeren G-20'yi enformel bir küresel siyasal ekonomik forum olarak tanımlamak mümkündür (Suominen ve Dadush, 2011). G-20'nin amacı ilk olarak, Aralık 1999'da G-7 maliye bakanları düzeyindeki ilk resmi zirvede, Bretton Woods kurumsal çerçevesinde üye ülkeler arasında enformel bir diyalog ortamı oluşturarak istikrarlı ve sürdürülebilir küresel ekonomik büyümeyi desteklemek olarak belirlenmiştir (Cammack, 2012). Özellikle 2008'den itibaren devlet başkanlarının katılımıyla hem kriz yönetiminde hem de kalkınma ve küresel yönetim ekseninde etkin bir rol almaktadır (Payne, 2010).

Bu çalışmanın amacı, G-20 üyesi ülkelerde finansallaşmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmektir. Bu amaçla, G-20 üyesi 19 ülke ABD, Almanya, Arjantin, Avustralya, İngiltere, Brezilya, Çin Halk Cumhuriyeti, Endonezya, Fransa, Güney Afrika Cumhuriyeti, Güney Kore, Hindistan, İtalya, Japonya, Kanada, Rusya, Meksika, Türkiye ve Suudi Arabistan'ın 1980-2017 döneminde ekonomik büyüme ile finansallaşma göstergeleri arasında bir ilişki olup olmadığı Mankiw-Romer-Weil (MRW) büyüme modeli kullanılarak panel veri regresyon analiziyle ekonometrik açıdan araştırılmıştır. Model kapsamında incelenecek bağımlı değişken reel kişi başı GSYH (GDP) değerinde gözlemlenen değişimdir. Bağımsız değişkenler ise fiziki sermaye yatırım oranı, işgücü oranı, beşeri sermaye oranı ile finansallaşma göstergeleri olan finansal ilişkiler oranı, kredi genişleme oranı, borsa kapitalizasyon oranı, finansal sektör karlılık oranı ve finansal varlık oranıdır. Çalışmanın hem ele aldığı dönem ve ülke grubu hem de içerdiği değişkenler bakımından literatüre katkı sağlaması hedeflenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde konu ile ilgili literatürde yer alan çalışmalara değinilecektir.

İkinci bölümde, çalışmanın analiz kısmına ait büyüme modeli, veri seti, değişkenler ve metodoloji açıklanarak, analiz kapsamındaki G-20 ülkelerinde ekonomik büyüme ile finansallaşma ilişkisinin ekonometrik sınaması yapılacaktır. Bu bölümde, panel eşbütünlük testi ile değişkenler arasındaki uzun dönemli bir ilişkinin analizinin ardından panel nedensellik analizi yer almaktadır. Üçüncü bölümde, analiz sonuçları açıklanacak ve değerlendirilecektir. Çalışma, genel değerlendirme ve politika önerilerinin yapıldığı sonuç bölümüyle bitmektedir.

2. LİTERATÜR ÖZETİ

Finansallaşma ile ekonomik büyüme ve gelir arasındaki ilişkileri analiz eden çalışmalara genel olarak bakıldığında, en çok odaklanılan hususun finansallaşmanın gelir dağılımını bozduğunu belirten çalışmalar olduğu görülmektedir. Ardından politik ekonomi literatüründen hareketle ulusal gelir içindeki emek payına odaklanan ve fonksiyonel gelir dağılımı ile finansallaşmayı analiz eden çalışmalar gelmektedir.

Epstein (2005), dünya ekonomilerin son iki çeyrek yüzyılda yaşadığı dönüşümün başlıca faktörlerinin neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma olduğunu ifade etmektedir. Bu bağlamda finansallaşmayı, yerel ve uluslararası ekonominin işleyişinde, finansal güdülerin, finansal piyasaların, finansal aktörlerin ve finansal kurumların rolünün artması ve sektörel olarak baskın hale gelmesi şeklinde tanımlayarak, karlılık olgusunun ticari ve üretken alandan finans alanına kaydığını belirtmektedir. Klasik banka temelli finansman yönteminin yerini sermaye piyasaları temelli finansmanın alması sebebiyle, finansallaşmanın önemli göstergelerinden birinin, ülkelerin menkul kıymet borsalarının derinliği ve bu borsalara kayıtlı şirketlerin piyasa değerleri olduğunu ifade etmektedir. Ayrıca finansal sistemde kredi genişlemesiyle ortaya çıkan varlık balonlarının da finansallaşma sürecinin bir göstergesi olduğunu belirtmektedir. Bu sebeple finansal alana dair meselelerin ve etki alanlarının tüm dünya üzerinde gittikçe belirleyici hale gelmesi, finansallaşmanın bir sonucu niteliğindedir.

Palley (2007), finansallaşmayı finansal piyasaların, kurumların ve aktörlerin artan gücüne vurgu yaparak tanımlamakta, en belirgin niteliğinin de finansal aktörlerin ekonomi politikaları üzerindeki belirleyici gücü olduğunu ifade etmektedir. Finansallaşmanın bu niteliği, ekonomik sistemde makro ve mikro düzeyde önemli değişimlere neden olmuştur. Bu bağlamda ilk önemli etkisi, finans sektörünün reel sektöre göre öneminin artmasıdır. Diğer etkisi ise, reel kesimden finansal kesime kaynak transferidir. Bu etkilerinden ötürü finansallaşma, ekonomiyi borç darboğazına ve uzun süreli durgunluğa sürüklenme riski taşımaktadır. Bu bağlamda, özellikle hanehalkının borç gelir oranının ve şirketlerin borç özkaynak oranının son çeyrek yüzyılda önemli ölçüde arttığını belirterek, giderek büyümenin sürükleyici gücü halini alan bu borç temelli büyüme modelinin, finansal sistemi kırılganlaştırdığını ifade etmiştir.

Orhangazi (2008), finansallaşmayı finansal varlık sahiplerinin milli gelirden aldığı payın artışı ve bunun sonucunda emeğin milli gelirden aldığı payın düşüşü, finansal istikrarsızlığın artışı, daha düşük ekonomik büyüme ve refah beklentilerinde düşüşle ilişkilendirmiştir. Finansallaşmanın başlıca faktörlerinin 1970'lerde yaşanan sermaye birikimi krizinin sonucunda finansal piyasaların serbestleşmesi ve deregulasyonu olduğunu ifade etmiştir. Sermaye birikimi darboğazının yarattığı kriz nedeniyle kurumsal performans kötüleşmiş ve finansal olmayan işletmelerin kârlılığı azalmıştır. Bu durum ise finansal olmayan işletmeleri daha çok finansal faaliyetlere yönlendirmiştir. Finansal piyasaların deregulasyonu, banka dışı finansal kurumların çoğalması ve finansal olmayan işletmelerin finansallaşması için uygun ortamı hazırlamıştır. Finansal piyasaların serbestleşmesi ve deregulasyonu, kurumsal yatırımcıların büyümesine de katkıda bulunmuştur. Kurumsal yatırımcıların artışıyla birlikte 1980'lerde şirket devralmalarıyla ortaya çıkan kurumsal kontrol ve hisse senedi opsiyonlarıyla yönetici ve hissedar çıkarlarının uyumlaştırılması kurumsal yönetimde hissedar değeri yaklaşımını öne çıkarmıştır. Sonuçta, kısa dönemde hissedar değerini artırmaya çalışmışlar ve finansal piyasalardan kaynaklanan baskı altında bu piyasalara yaptıkları ödemeleri artırmışlardır. Finansal piyasaların serbestleşmesi

ve deregulasyonu, genel olarak finansal yatırım fırsatlarını çoğaltmıştır. Bu da finansal sektörü daha da güçlendirmiş ve finansal olmayan işletmelerin finansal yatırımlarını artırması için uygun koşulları oluşturmuştur. Bu durum, finansal olmayan işletmelerin uzun dönemli büyüme stratejilerinden kısa dönemli yatırımlara kaymalarına neden olmuştur. Finansal olmayan işletmelerin finansal yatırımlarının artışı ise sermaye birikimini olumsuz etkilemiştir.

Palley (2009) diğer çalışmasında, finansallaşmayı bir süreç olarak ele almakta ve "gelişme evreleri" yöntemini kullanarak analiz etmektedir. Buna göre, finansallaşma sürecinde her bir evre farklı uzunlukta olabilmekte, bazı evreler ekonomiyi genişletici, bazıları ise daraltıcı etki doğurabilmekte, genelde başlangıç ve orta evreleri genişletici iken son evreleri durgunluğu getirebilmektedir. Bu çalışmada, finansallaşmanın üç kanaldan ekonomiyi etkilediği vurgulanmıştır. Birinci kanal, finansal piyasalardaki değişimlerle ve finansmana daha fazla erişim neticesinde borçluluk düzeyinin artması gibi finansal piyasa davranışlarıyla ilgilidir. İkinci kanal, finansal olmayan işletmelerin davranışlarındaki değişimlerle ilgilidir. Bu kanal, hissedarlara yapılan ödemeler, kurumsal kaldıraç ve finanse etme davranışları ile ilgili olarak kurumların finansal politikalarındaki değişimlerle ilişkilidir. Üçüncü kanal ise finansal çıkarların baskı yaparak yarattığı iktisat politikasındaki değişikliklerle ilgilidir.

Lapavitsas (2009), finansallaşmayı genel olarak, bankacılık sektörünün diğer sektörlerle göre giderek bağımsızlaştığı ve baskın hale geldiği bir süreç olarak tanımlamaktadır. Ayrıca finansallaşmanın sistemde bir dönüşüme tekabül ettiğini vurgulamakta, üretim ve finans dengesine dayalı olması gereken ekonomik modellerde ibrenin finansa döndüğünü belirtmektedir. Ayrıca, finansallaşmanın giderek güçlenmesinin arka planında, firmaların banka temelli finansman yoluna olan bağımlılığının azalması ve sermaye piyasalarının finansman sürecinde önemli bir konuma gelmesinin yattığını ifade etmektedir. Sermaye piyasalarının öne çıkması, menkul kıymet borsalarında işlem hacminin artmasına ve derinleşmenin hızlanmasına neden olmuştur. Bu bağlamda hisse senedi devir hızı ve piyasa

kapitalizasyonu yükselmiştir. Bu durum, bankaların da faaliyet alanında önemli değişiklikler yaratarak, onları hanehalkı finansmanına yönlendirmiştir. Bu da bireylerin finansal alanla iribatının artmasını sağlamak amacıyla bankaların finansal ürünlerin çeşidini artırmasına ve bireylerin gelirlerinin daha büyük bir kısmının finansal sektöre kaymasına sebep olmuştur. Böylece bireylerin finansallaşması sonucu artan hanehalkı borçluluğu ve finans kesimine artan gelir transferi, finansallaşma sürecinin en belirgin sonucu mahiyetindedir.

Zalewski ve Whalen (2010), 1995 ve 2004 yıllarını kapsayan çalışmalarında, Anglo-Amerikan ülkeleri (ABD ve İngiltere), Nordik ülkeleri (İsveç ve Danimarka) ve Kıta Avrupa'sı (Almanya ve Fransa) şeklinde üç kategoriye ayırdıkları gelişmiş ülkelerdeki finansallaşma ve gelir dağılımı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu çalışmada finansallaşma göstergesi olarak IMF'nin oluşturduğu finansal gelişme endeksi (FI), gelir dağılımı eşitsizliği göstergesi olarak OECD'den elde edilen Gini katsayısı kullanılmıştır. Yapılan analiz neticesinde, ilgili dönem boyunca finansal endeks değeri ortalama %12,2 artarken, Gini Katsayı %2,7 oranında artış göstermiştir. Bu iki değişken arasındaki korelasyon katsayısı 1995 yılında 0,184 iken, 2004 yılına gelindiğinde bu katsayı +0,254'e yükselmiştir. Dolayısıyla finansallaşma ve gelir dağılımı eşitsizliği arasında önemli bir korelasyon olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca ülke grupları arasında en yüksek finansallaşma ve gelir dağılımı eşitsizliğine sahip olan grubun Anglo-Amerikan ülkeleri olduğunu ifade etmişlerdir. Kıta Avrupa'sında finansallaşmanın yüksek olmasına rağmen eşitsizliğin daha az arttığını belirlemişlerdir. Eşitsizliğin en az gerçekleştiği grup ise Nordik ülkeleri olmuştur.

Kus (2012), 1995-2007 yıllarını ve 20 OECD ülkesini kapsayan çalışmada gelişmiş ülkelerde finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki etkileşimi panel veri analiziyle incelemiştir. Analizde bağımlı değişken olarak Gini katsayısı kullanılırken, bağımsız değişken olarak alınan finansallaşma göstergeleri, borsaların reel işlem hacminin GSYH'ye oranı, vergi öncesi banka karlılığının GSYH'ye oranı ve bankaların menkul kıymetleştirilen varlıklarıdır. Ayrıca ülkelerin kişi

başı GSYH değerleri, kontrol değişkeni olarak tanımlanmıştır. Finansallaşmayı temsil eden tüm değişkenlerin gelir eşitsizliğini anlamlı ve pozitif bir şekilde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu çerçevede finansallaşmanın güçlendiği yani finansal piyasaların daha fazla genişlediği ülkelerde gelir eşitsizliği artmaktadır. Sonuçlar, borsa kapitalizasyon oranında meydana gelen %1'lik bir artışın Gini katsayısını %0,23 artırdığını, vergi öncesi banka karlılığı oranında ve menkul kıymetleştirilen varlık miktarındaki %1'lik artışın ise Gini katsayısını sırasıyla %0,18 ve %0,16 yükselttiğini göstermiştir.

Flaherty (2015), 14 gelişmiş OECD ülkesinin 1990-2010 dönemini kapsayan çalışmada, önemli bir eşitsizlik göstergesi olarak kabul edilen en yüksek %1'lik gelire sahip kesimin gelir düzeyinde finansallaşma süreciyle birlikte yaşanan değişimi analiz etmiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişken olarak en yüksek %1'lik gelir kullanılmış ve finansallaşma göstergesi olarak piyasa kapitalizasyon oranı ile finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin GSYH içindeki payı seçilmiştir. Analiz neticesinde finansallaşma düzeyi ile %1'lik gelir arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca analiz sonuçları, devletlerin tüketim harcamalarındaki artış ve sendikalaşma oranındaki yükselmenin, %1'lik gelirleri baskıladığını göstermektedir. Sonuçta finansallaşmanın, ticari açıklığın, teknolojik değişimin ve finansal inovasyonların en yüksek %1'lik gelir grubunun toplam gelirler içindeki payını artırdığı ifade edilmiştir.

Köhler vd., (2016), 14 OECD ülkesini ele aldıkları ve 1989-2011 dönemini kapsayan çalışmalarında, finansallaşmanın ücret payı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bağımlı değişken olarak ücret payının kullanıldığı çalışmada, finansallaşmayı temsil eden bağımsız değişkenler, toplam yabancı varlık ve borçların GSYH'ye oranı, finansal değişkenlerden oluşturulan endeks, temettü ve faiz gelirleri ve temettü ve faiz ödemeleri, hanehalkı borç oranı ve piyasa kapitalizasyonudur. Emek piyasası kurumlarını temsilen işsizlik oranı, emek koruma mevzuatı katsayısı, sendika yoğunluğu ve işsizlik ödemeleri kullanılmıştır. Ayrıca küreselleşme göstergesi

olarak ihracat ve ithalat hacminin GSYH'ye oranı, teknolojik gelişme göstergesi olarak bilgi ve iletişim teknolojilerinin payı kontrol değişkenler olarak alınmıştır. Panel veri yönteminin uygulandığı çalışmada, temettü ve faiz ödemeleri değişkeni dışındaki tüm finansallaşma değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve ücret payını negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Tridico (2017), 34 OECD ülkesinin 1990-2013 dönemini kapsayan çalışmasında finansallaşma ve gelir dağılımı eşitsizliği arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile incelemiştir. Çalışmada, bağımlı değişken olarak Gini katsayısı alınırken, finansallaşma göstergesi olarak piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı, devletin sosyal harcamalarının GSYH'ye oranı, işsizlik oranı, ithalatın GSYH'ye oranı, doğrudan yabancı yatırım girişlerinin GSYH'ye oranı, bağımsız değişken olarak alınmıştır. Analiz sonucunda, finansallaşma yükseldiğinde, emek koruma mevzuatı azaldığında, sendikalaşma zayıfladığında ve sosyal harcamalar kısıldığında gelir eşitsizliklerinin arttığı ifade edilmiştir.

3. AMPİRİK ANALİZ

Bu çalışma kapsamında analiz edilen finansallaşmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisine ilişkin ekonomik büyüme modeli, ekonometrik yöntem ve veri seti aşağıda açıklanmıştır.

3.1. Ekonomik Büyüme Modeli

Ampirik araştırmalarda çok sık kullanılan büyüme modellerinden biri, klasik Solow büyüme modeli olarak adlandırılan neoklasik büyüme modelidir. Klasik Solow büyüme modeli, Cobb-Douglas üretim fonksiyonunun iki değişkenli modeline dayanır. Bu modelin temel varsayımları, kapalı bir ekonomi, rekabetçi piyasalar ve rasyonel davranan bireyler, sermaye ve işgücünden oluşan iki üretim faktörünün arasında tam ikame olduğu, üretim faktörlerinin marjinal maliyetleriyle fiyatlandırılması ve azalan verimler kanunudur. Nüfus artışı ve teknolojinin dışsal değişkenler olarak yer aldığı bu modelin üretim fonksiyonu şu şekildedir (Mankiw vd, 1992):

$$Y_t = K_{(t)}^\alpha (A_{(t)} L_{(t)})^{1-\alpha}$$

$$0 < \alpha < 1 \quad (\text{iki faktörlü model})$$

Y toplam üretimi, K toplam sermaye miktarını, L toplam işgücünü, A ise teknoloji seviyesini ifade eder. Teknoloji, işgücünü daha efektif yaptığından, işgücü hesabında teknolojik gelişme de dikkate alındığında, AL'ye toplam efektif işgücü miktarı da denilmektedir. Bir birim efektif işgücü miktarını ifade eden $A_{(t)}L_{(t)}$ 'deki değişme (n+g) oranında gerçekleşir. Solow modeli, toplam üretimin sabit oranının tasarruf (s) edildiğini varsayar. Toplam tasarruf oranı ise toplam yatırımları belirler. Tasarrufların yatırıma dönüşmesi suretiyle sermaye birikiminin artmasıyla ekonomik büyüme gerçekleşir. Bir birim işgücüne düşen sermaye stoku k ile ($k = K / AL$), bir birim işgücüne düşen sermaye miktarı da y ile ($y = Y / AL$) ve sermayenin aşınma oranı da δ ile gösterildiğinde, zaman içinde k'daki değişim;

$$k_{(t)} = sy_{(t)} - (n + g + \delta)k_{(t)}$$

$$= sk_{(t)}^\alpha - (n + g + \delta)k_{(t)}$$

ile açıklanmaktadır. Solow modelinin varsayımlarına göre, uzun vadede toplam üretimdeki büyüme, denge seviyesine yakınsayacaktır. Dolayısıyla ekonomik büyümenin sonsuza kadar devam etmeyeceğini ve bir noktada denge değerine (k^*) ulaşacağını varsayar. Denge durumuna ulaşan ekonominin denklemi ise şu şekildedir:

$$sk^{*\alpha} = (n + g + \delta)k^* \text{ veya}$$

$$k^* = [s/(n + g + \delta)]^{1/(1-\alpha)}$$

Buna göre, uzun vadede denge seviyesine ulaşan bir ekonomide, sermaye işgücü oranı tasarruf oranıyla doğru orantılı olarak değişirken, nüfus artış oranıyla ters orantılı değişecektir. Bu nedenle ekonomideki toplam tasarrufların artması yatırımların artmasına neden olarak yüksek sermaye işgücü oranına ulaşılmasını sağlarken, nüfus artışı, işgücü başına düşen sermaye oranını düşürecektir (Mankiw vd, 1992).

Solow büyüme modeli, Gregory Mankiw, David Romer ve David Weil tarafından beşeri sermaye faktörü eklenerek genişletilmiştir. Mankiw, Romer ve Weil yaptıkları ampirik çalışmalarda, beşerî sermaye birikimini ayrı bir değişken olarak Solow büyüme modeline dahil ettiklerinde, tasarruf ve nüfus büyümesi

değişkenlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin, ekonomilerde gözlenen somut durumu daha iyi yansıttığını belirlemişlerdir (Mankiw vd, 1992). Ampirik araştırmalar genişletilmiş Solow büyüme modelinin, üretim faktörlerindeki niteliksel ve niceliksel değişimi kapsadığı için ekonomik büyümenin kaynaklarını açıklamada daha yüksek bir açıklayıcı güce sahip olduğunu ortaya koymaktadır (Mankiw, 1992).

Bu çalışmada, Mankiw, Romer ve Weil (MRW) modeli olarak adlandırılan, “Genişletilmiş Solow Modeli” şeklinde de ifade edilen büyüme modeli kullanılmıştır. Genişletilmiş Solow Modeline göre, ekonomide toplam tasarruflar, beşeri sermaye birikimi ve fiziksel sermaye birikimi için ayrılmaktadır. Ayrıca beşeri sermaye ve fiziki sermaye arasında mutlak ikamenin olduğu ve aynı aşınma payına sahip olduğu varsayılır. Beşeri sermayeyi de içeren MRW büyüme modeli şu şekildedir:

$$Y_t = K_{(t)}^\alpha H_{(t)}^\beta (A_{(t)} L_{(t)})^{1-\alpha-\beta} \quad \alpha + \beta < 1 \quad (\text{üç faktörlü model})$$

Buna göre MRW büyüme modelinde üretim fonksiyonu aşağıda verilen üç açıklayıcı değişkenle ifade edilmiştir.

$$\ln(\text{GDP}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(K) + \alpha_2 \ln(L) + \alpha_3 \ln(H) + \varepsilon_t$$

Bu eşitlikte α_0 , $(\ln A(0) + g_{(t)})$ 'yi, α_1 , $(\frac{\alpha+\beta}{1-\alpha-\beta})$ 'yi, $\ln(K)$, $[\ln(n+g+\delta)]$ 'yi, α_2 , $(\frac{\alpha}{1-\alpha-\beta})$ 'yi, $\ln(L)$, $\ln(S_k)$ 'yi ve α_3 , $(\frac{\beta}{1-\alpha-\beta})$ 'yi, $\ln(H)$ 'da $\ln(S_h)$ 'i ifade etmektedir. Teorik olarak $\alpha_1 > 0$, $\alpha_2 < 0$ ve $\alpha_3 > 0$ kabul edilmektedir.

MRW modelinde kullanılan kişi başı GSYH ve fiziki sermaye yatırım oranı (K) göstergeleri, Dünya Bankası'nın veri tabanı Dünya Gelişmişlik Göstergeleri (World Development Indicators, WDI)'den alınmıştır. İşgücü verisi (L), OECD'nin OECD.Stat veri setinden elde edilen nüfus artış hızı (n), fiziksel sermaye aşınma oranı (δ) ve teknoloji gelişme hızının (g) toplamı alınmak suretiyle hesaplanmıştır. Beşeri sermaye verisi (H) (ortaokula kayıtlı kişi sayısı / 15 yaş üstü nüfus) ise Barro ve Lee (2000) tarafından hazırlanan Dünya

Eğitim Düzeyi veri setinden alınmıştır. Çalışmada G-20 üyesi ülkelerin 1980-2017 dönemi, yıllık kişi başı GSYH, fiziki sermaye yatırım oranı (K) (reel yatırımlar / reel GSYH), işgücü (L) (nüfus artış hızı (n), teknoloji gelişme hızı (g) ve fiziksel sermaye aşınma (δ) oranı) ve beşeri sermaye (H) verileri kullanılmıştır. ABD doları cinsinden nominal değer olarak elde edilen kişi başı GSYH ve yatırım verileri, deflatör aracılığıyla reel hale getirilmiştir.

MRW büyüme modeli işgücü ve sermayeyi büyümenin belirleyici etkenleri olarak ele alırken, nüfus artışı ve teknolojiyi büyümeyi dışsal olarak belirleyen faktörler olarak almaktadır. Diğer taraftan MRW büyüme modelinde büyüme analizi, bir denge noktasının var olup olmadığına ve varsa seviyesine odaklanmaktadır. Bu bakımdan model, çoklu denge durumlarını açıklamadığı gibi denge halinde değişim yaratan yapısal farklılaşma ve dönüşümleri de içermemektedir. Dolayısıyla söz konusu model, ülkeler arasında yapısal farklılıklardan kaynaklanan farklı büyüme performanslarını ölçümlemekte yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle finansallaşma göstergelerinin büyüme üzerindeki etkilerini belirleyebilmek amacıyla, büyümedeki değişimi açıklayıcı göstergeler olarak modele dahil edilmiştir.

3.2 Ekonometrik Model

3.2.1. Veri Seti ve Değişkenler

Bu çalışmada MRW büyüme modeli çerçevesinde temel hipotez, finansallaşmanın ekonomik büyümeyi etkilediğidir. Temel hipotezin test edilebilmesi için modele finansallaşma göstergeleri dahil edilmiştir. Model kapsamında incelenecek bağımlı değişken, reel kişi başı GSYH (GDP) değerinde gözlemlenen değişimdir ve logaritmik formdaki reel kişi başı GSYH değerinin bir önceki dönemde gözlenen logaritmik formdaki reel kişi başı GSYH değerinden farkı alınarak hesaplanmıştır. Modelde kişi başına GSYH'nın logaritmasının farkının alınmasının amacı, bağımsız değişkenlerin ekonomik büyüme oranının değişimini nasıl etkilediğini incelemektir. Bağımsız değişkenler ise fiziki sermaye (K), işgücü (L), beşeri

sermaye (H) ile finansallaşma göstergeleri olarak finansal ilişkiler oranı, kredi genişleme oranı, borsa kapitalizasyon oranı, finansal sektör karlılık oranı ve finansal varlık oranıdır. Analizde kullanılan kısaltmalar, değişkenler ve tanımları Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1: Kısaltmalar, Bağımsız Değişkenler ve Açıklaması

Kısaltmalar	Bağımsız Değişkenler	Açıklaması
K	Fiziki Sermaye Yatırım Oranı	Reel Yatırımlar / Reel GSYH
L	İşgücü Oranı	Nüfus Artış Hızı + Teknoloji Gelişme Hızı + Sermaye Aşınma Oranı
H	Beşeri Sermaye Oranı	Ortaokula Kayıtlı Kişi Sayısı / 15 Yaş Üstü Nüfus
MOS	Finansal İlişkiler Oranı	Toplam Parasal Varlıklar (M2Y) / GSYH
CRD	Kredi Genişleme Oranı	Toplam Krediler / GSYH
CAP	Borsa Kapitalizasyon Oranı	Menkul Kıymetler Borsası Reel İşlem Hacmi / GSYH
INC	Finansal Sektör Karlılık Oranı	Finansal Kurumlar Vergi Öncesi Karı / GSYH
FAS	Finansal Varlık Oranı	Toplam Finansal Varlık Stoku / GSYH

Finansal İlişkiler Oranı; M2Y olarak ifade edilen döviz tevdiat hesapları da dahil toplam parasal varlıkların, GSYH’ya oranı şeklinde hesaplanır. Bu oran ekonominin parasallaşma derecesini ifade eder. Hanehalkının finansal sisteme erişim düzeyi hakkında bilgi verir. Bu oran ne kadar yüksekse, finansallaşma seviyesi o kadar yüksek kabul edilir.

Kredi Genişleme Oranı; Finansal sistemdeki tüm banka ve kredi kuruluşları tarafından kullanılan toplam kredilerin GSYH’ya oranı şeklinde ifade edilir. Dolayısıyla kredi genişlemesi, toplam kredi hacminin GSYH içindeki payının artması anlamına gelir. Bu oranın büyüklüğü kadar artış hızı da ekonomik dengeler açısından önemlidir. Mesela finansallaşmanın temel nedeni hızlı kredi artışı ise bu durum beraberinde ekonomiye ilişkin risk algısının da artmasını getirir. Ayrıca kredi artışının hangi kaynaklardan sağlandığı da önemlidir. Mesela önemli oranda dış borca dayalı bir kredi genişlemesi, ekonominin dışa bağımlılığının yüksek olduğuna işaret eder.

Borsa Kapitalizasyon Oranı; bir ekonomide gerçekleşen menkul kıymetler borsası toplam reel işlem hacminin GSYH’ya oranı şeklinde hesaplanır. Finansallaşma, sermaye piyasalarının gelişmişliğini

de içerir. Sermaye piyasaları geliştğinde firmaların fon bulma olanağı artacağından, borsa kapitalizasyon oranının artması finansallaşma seviyesindeki artışı ifade eder.

Finansal Sektör Karlılık Oranı; finansal sektörü oluşturan tüm banka ve finans kurumlarının vergi öncesi karının GSYH’ya oranı şeklinde hesaplanır. Bir ekonomide sermaye birikim mekanizmasının sanayi ve reel üretim alanından finans alanına kayması sonucunda, finansal faaliyetlerden elde edilen karın reel üretim faaliyetlerinden elde edilen kardan daha fazla olması finansallaşmanın bir göstergesidir. Bu nedenle finansal sektör karlılığının milli gelir içindeki payının artması da bir finansallaşma göstergesi niteliğindedir.

Finansal Varlık Oranı; bir ekonomideki tüm finansal varlıkların toplamının (toplam finansal varlık stoğunun) GSYH’ya oranı şeklinde ifade edilir. Bu oran, hem para hem de sermaye piyasasına ilişkin göstergeleri içerir ve ekonominin tüm finansal varlıklarını ifade eder. Toplam finansal varlık stoğuna, hisse senetleri, kamu ve özel sektör tahvilleri, döviz tevdiat hesapları da dahil banka mevduatları ve mevduat sertifikaları, menkul kıymetleştirme uygulamaları ile yaratılan finansal

varlıklar, tezgâh üstü türev finansal ürünler gibi tüm finansal varlıklar dahildir. Bir ülkede kullanılan finansal araç çeşitleri ile bu çeşitliliğin yaygın kullanılabilmesi de finansallaşmanın bir göstergesidir. Dolayısıyla, bu orandaki artış, finansallaşmanın arttığını ifade eder.

Veri seti, G-20 üyesi 19 ülkenin bu değişkenlere ait 1980-2017 yıllarını kapsayan yıllık zaman serilerini içermektedir. Çalışmada bağımsız değişken olarak alınan finansallaşma göstergeleri Dünya Bankası'nın veri tabanı Dünya Gelişmişlik Göstergeleri (World Development Indicators, WDI) veri seti ve OECD'nin OECD.Stat veri setinden, AB İstatistik Kurumu (Eurostat) ve ilgili ülkelerin merkez bankalarının elektronik veri tabanından elde edilmiştir. Verilerin analiz edilmesinde Eviews 7.0, Stata 11.2 ve Gauss 10.0 paket programlarından yararlanılmıştır.

Bu çalışmada, aşırı finansallaşmanın yarattığı 2008 küresel finans krizine ilişkin ulusal ve uluslararası finansal sorunların çözümünün arandığı bir platform niteliğindeki G-20 ülkelerinin finansallaşmadan ne yönde etkilendiklerinin analiz edilmesi amaçlanmaktadır. Bu nedenle çalışma kapsamında incelenmek üzere G-20 ülkeleri seçilmiştir. Ayrıca bu ülkelerin bugün itibarıyla en büyük 25 ulusal ekonominin 19'unu teşkil ediyor olmaları sebebiyle, ekonomik ve finansal gelişmişlik düzeyinin yüksek olması ve bunlara dair detaylı ve düzenli verilere sahip olmaları da diğer bir sebeptir. Çalışmada analiz döneminin 1980 yılından başlamasının sebebi, özellikle 1980'li yılların başından itibaren sermaye hareketlerinde büyük ölçüde serbestleşmenin sağlanmasıyla birlikte finansallaşma sürecinin kendini göstermeye başlamış olmasıdır. 1980'li yılların başından itibaren, uluslararası anlaşmalar ile sermayenin önündeki engellerin kaldırılmasına paralel olarak, bilgi teknolojilerindeki hızlı gelişme ile ulaşım ve iletişim maliyetlerindeki düşüş, sermayenin küresel ölçekte çok daha hızlı hareket etmesine zemin hazırlamıştır. Dolayısıyla, yabancı doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları sınır ötesi alanlara yayılmıştır. Bu da finansallaşmanın hem ölçeğini artırmış hem de dışa açık tüm ülkelerde benzer süreçlerin yaşanmasına yol açmıştır.

Bu çalışmada finansallaşmanın ülkelerin ekonomik büyümelerinde nasıl bir farklılık oluşturduğunu incelemek için veri bir zaman diliminde farklı ülkelerin karşılaştırılması gerekmektedir. Bu amaçla yatay kesit birimleri arasında karşılaştırma yapılması gerekir. Ancak hem ekonomik büyüme hem de finansallaşma bir anda oluşmayıp, bir zaman sürecinde gerçekleştiğinden ve dinamik bir süreç olduğundan, bu analizde her bir yatay kesit biriminin zaman serisi verileri kullanılmalıdır. Dolayısıyla ampirik çalışmada hem yatay kesit hem de zaman boyutunu birlikte ele alan bir yöntem ihtiyacı vardır. Bu nedenle finansallaşmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin değerlendirilebilmesi amacıyla panel veri analizi yapılacaktır. Panel veri analizi, sadece yatay kesit ya da sadece zaman serisi ile karşılaştırıldığında çeşitli avantajlara sahiptir. Panel veri modellerinde gözlem sayısı kesit ve zaman serilerine göre daha fazladır. Bu durumda elde edilecek parametre tahminleri daha güvenilir olacak ve tahmin edilen modeller daha az kısıtlayıcı varsayıma dayanacaktır. Ayrıca panel veri yönteminin kullanılması, kısa dönemli verilerle daha kapsamlı ve açıklayıcı bir ortak sonuca ulaşılmasını sağlayacaktır (Brooks, 2008).

Bağımlı değişken olan GDP ve bağımsız değişkenler K, L, H ve finansallaşma göstergeleri olan MOS, CRD, CAP, INC ve FAS için aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir:

H_0 : GDP ile K, L, H ve finansallaşma değişkenleri arasında güçlü ve anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : GDP ile K, L, H ve finansallaşma değişkenleri arasında güçlü ve anlamlı bir ilişki vardır.

Buna göre finansallaşma göstergelerini içeren modeller Tablo 2'de yer almaktadır.

Tablo 2: Panel Veri Analizinde Kullanılan Modeller

Model İsmi	Model Eşitliği
Model 1 (MRW)	$\ln(\text{GDP}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(K) + \alpha_2 \ln(L) + \alpha_3 \ln(H) + \varepsilon_t$
Model 2 (MOS)	$\ln(\text{GDP}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(K) + \alpha_2 \ln(L) + \alpha_3 \ln(H) + \alpha_4 \text{MOS} + \varepsilon_t$
Model 3 (CRD)	$\ln(\text{GDP}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(K) + \alpha_2 \ln(L) + \alpha_3 \ln(H) + \alpha_4 \text{CRD} + \varepsilon_t$
Model 4 (CAP)	$\ln(\text{GDP}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(K) + \alpha_2 \ln(L) + \alpha_3 \ln(H) + \alpha_4 \text{CAP} + \varepsilon_t$
Model 5 (INC)	$\ln(\text{GDP}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(K) + \alpha_2 \ln(L) + \alpha_3 \ln(H) + \alpha_4 \text{INC} + \varepsilon_t$
Model 6 (FAS)	$\ln(\text{GDP}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(K) + \alpha_2 \ln(L) + \alpha_3 \ln(H) + \alpha_4 \text{FAS} + \varepsilon_t$

3.2.2. Modellere İlişkin Ön Testler

Panel veri analizinde seriler arasındaki yatay kesit bağımlılığının dikkate alınıp alınmaması, elde edilecek sonuçları önemli ölçüde etkilemektedir (Breusch ve Pagan, 1980; Pesaran, 2004). Bu nedenle analize başlamadan önce, serilerde ve eşbütünleşme denkleminde yatay kesit bağımlılığının varlığının test edilmesi ve yapılacak birim kök ve eşbütünleşme testleri seçilirken, bu durumun göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Bu nedenle yatay kesit birimlerinin birbiriyle bağımlı olup olmadığı, seriye gelen bir şoktan aynı derece etkilenip etkilenmediği incelenmelidir. Yatay kesit bağımlılığının varlığı, panelin zaman boyutu yatay kesit boyutundan büyük olduğunda Breusch-Pagan (1980) Lagrange Multiplier (LM) testiyle; her ikisi de büyük

olduğunda Pesaran (2004) Cross-Section Dependence (CD) testiyle araştırılabilmektedir. Bu çalışmada 37 yıl ve 19 ülke olduğu için, paneli oluşturan yatay kesitler (ülkeler) arasındaki bağımlılık, Breusch-Pagan (1980) tarafından bulunan ve Pesaran vd. (2008) tarafından sapması düzeltilen LM_{adj} (Adjusted Lagrange Multiplier) testiyle incelenmiştir. Testin hipotezleri:

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1 : Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Test sonucunda elde edilecek olasılık değeri 0.05'ten küçük ise H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmekte ve paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığının olduğuna karar verilmektedir (Pesaran vd., 2008).

Tablo 3: Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Değişken	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
ln(K)	1,615	0,038
ln(L)	1,846	0,022
ln(H)	1,466	0,024
MOS	5,579	0,000
CRD	6,516	0,000
CAP	3,219	0,000
INC	5,712	0,002
FAS	2,322	0,000
Eşbütünleşme Denklemi	46,480	0,000

Tablo 3'den görüldüğü üzere, değişkenlere ait olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğundan, H_0

hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilerek, seriler ve eşbütünleşme denklemi için yatay kesit

bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir. Seriler arasındaki yatay kesit bağımlılığı, analizde yer alan ülkelerden birinin analiz kapsamındaki verilerini etkileyeceğini ifade etmektedir. Yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden, analizin devamında yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri ve panel eşbütünleşme

yöntemleri uygulanmıştır. Bu bağlamda serilerin durağan olup olmadığı Im, Pesaran ve Shin (IPS) panel birim kök testiyle analiz edilecektir. IPS panel birim kök testine göre boş hipotez serinin durağan dışı olduğunu gösterirken, alternatif hipotez serinin durağan olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 4: IPS Panel Birim Kök Testi

	Olasılık Değeri	Sonuç	Durağanlık Derecesi
ln(GDP)	0,842	Durağan Dışı	1. Derece
ln(K)	0,023	Durağan	-
ln(L)	0,000	Durağan	-
ln(H)	0,021	Durağan	-
MOS	0,826	Durağan Dışı	1. Derece
CRD	0,785	Durağan Dışı	1. Derece
CAP	0,644	Durağan Dışı	1. Derece
INC	0,000	Durağan	-
FAS	0,884	Durağan Dışı	1. Derece

Tablo 4’de yer alan IPS panel birim kök test sonuçlarına bakıldığında 4 değişkenin seviyesinde, 5 değişkenin ise birinci farkında durağan olduğu görülmektedir. Bu çerçevede GDP, MOS, CRD, CAP ve FAS serileri için durağanlığın sağlanmadığı görülmektedir. Bu nedenle sözkonusu serilerin birinci derece farkı alınarak durağan hale gelmesi sağlanmıştır.

Panel veri analizinde seriler arasında eşbütünleşmenin varlığı, Westerlund (2008) Durbin-Hausman yöntemi ile test edilmiştir. Tazin hipotezleri şu şekildedir:

H_0 : Eşbütünleşme ilişkisi yok.

H_1 : Eşbütünleşme ilişkisi var.

Hipotezlerin red veya kabulüne, elde edilen test istatistiğinin normal dağılım tablosu kritik değerleriyle karşılaştırılmasıyla karar verilmektedir. Buna göre, elde edilen test istatistiği

%5 anlamlılık düzeyinde 1.645’ten büyük olduğunda, H_0 reddedilmekte ve eşbütünleşme ilişkisinin varlığına karar verilmektedir.

Westerlund (2008) Durbin-Hausman yönteminde, eşbütünleşme ilişkisinin varlığı, grup ve panel boyutunda ayrı ayrı test edilmektedir. Westerlund (2008) Durbin-Hausman grup testinde otoregresif parametrenin kesitler arasında farklılaşmasına izin verilmektedir. Bu testte H_0 hipotezinin reddedilmesi, en azından bazı kesitler için eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir. Westerlund (2008) Durbin-Hausman panel eşbütünleşme testinde ise, otoregresif parametrenin bütün kesitler için aynı olduğu kabul edilmektedir. Bu varsayım altında, H_0 hipotezi reddedildiğinde, bütün kesitler için eşbütünleşme ilişkisinin var olduğu kabul edilmektedir (Bayar, Güloğlu ve Selman, 2011). Buna göre Tablo 5’deki test sonuçları elde edilmiştir.

Tablo 5: Durbin-H Panel Eşbütünleşme Testi

	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	Kritik Değer (%5)	Karar
Durbin-H Grup İstatistiği	0.424	0.0000	1.645	Eşbütünleşme ilişkisi yoktur.
Durbin-H Panel İstatistiği	0.117	0.0002	1.645	Eşbütünleşme ilişkisi yoktur.

Test sonucunda elde edilen grup ve panel istatistiklerinin 1.645'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu durumda H_0 hipotezi kabul edilmiş ve ülke gruplarında ve panelin genelinde, değişkenlere ilişkin seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmada hangi modelin kullanılacağına karar vermek amacıyla Standart F Testi ve

Hausman Testi uygulanmıştır. Bu bağlamda klasik (havuzlanmış panel veri yöntemi) model ve sabit etkiler modeli arasında tercih yapabilmek için standart F-Testi; sabit ve rastsal etkiler modeli arasında karar verebilmek için ise Hausman Testi uygulanmıştır. Her bir model ayrı ayrı test edilmiştir. Testten elde edilen bulgular Tablo 6'da yer almaktadır.

Tablo 6: Standart F Testi ve Hausman Testi

Modeller	F Testi		Hausman Testi		Seçilen
	F İstatistiği	Olasılık	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık	Model
Model 1 (MRW)	63,4652	[0.0000]	21,5892	[0.7148]	Rastsal Etkiler
Model 2 (MOS)	82,1095	[0.0000]	38,5724	[0.1752]	Rastsal Etkiler
Model 3 (CRD)	62,2135	[0.0000]	31,6795	[0.0000]	Sabit Etkiler
Model 4 (CAP)	75,4685	[0.0000]	19,6842	[0.4662]	Rastsal Etkiler
Model 5 (INC)	74,2048	[0.0000]	28,7519	[0.0003]	Sabit Etkiler
Model 6 (FAS)	78,7823	[0.0000]	25,4682	[0.0000]	Sabit Etkiler

Standart F testi için oluşturulan hipotezler şu şekildedir:

H_0 : Modelin sabit terimi tüm yatay kesit birimleri için aynıdır.

H_1 : Modelin sabit terimi tüm yatay kesit birimleri için aynı değildir.

F-İstatistiği test sonuçlarına göre "modellerin sabit terimi tüm yatay kesit birimleri için aynıdır" şeklindeki H_0 hipotezi %1 önem düzeyinde reddedildiği için sabit etkiler panel veri modelinin veriyi daha iyi temsil ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Birim veya birim ve zaman farklılıklarını temsil eden katsayıların yani tesadüfi etkili modelin hata terimi bileşenlerinin modeldeki bağımsız değişkenlerle ilişkisiz olduğu hipotezinin geçerliliği, Hausman tarafından önerilen test istatistiği ile incelenmiştir. Sabit etkili model parametre tahmincileri ile tesadüfi etkili modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını ortaya koymak için Hausman Testi yapılmıştır (Greene, 2003).

Sabit etkiler modeli ile rastsal etkiler modeli arasında tercih yapabilmek için kullanılan Hausman testinde, öncelikle model rastsal olarak tahmin edilmiş, ardından elde edilen tahmin test

edilerek hangi modelin kullanılacağına karar verilmiştir.

H_0 : Rastsal etkiler mevcuttur.

H_1 : Rastsal etkiler yoktur.

Hausman test sonuçları incelendiğinde, Model 3 (CRD), Model 5 (INC) ve Model 6 (FAS)'da olasılık değeri sıfıra yakın olduğundan rastsal etkilerin mevcut olduğunu varsayan H_0 hipotezi, %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Buna göre sözkonusu modellerde sabit etkili modelin daha tutarlı sonuçlar verdiği anlaşılmaktadır. Ancak Model 1 (MRW), Model 2 (MOS) ve Model 4 (CAP)'de Hausman Testine ilişkin H_0 hipotezi, %1'lik

önem seviyesinde reddedilememiştir. Bu sonuç, sözkonusu modellerde, rastsal etkiler modelinin uygulanmasının uygun olacağını ifade etmektedir.

Sabit etkiler yaklaşımının uygulanmasına karar verilen Model 3, Model 5 ve Model 6 için, değişen varyans ve otokorelasyon olup olmadığını tespit etmek amacıyla sırasıyla Modified Wald Testi ve Modified Bhargava et. al. Durbin-Watson Testi uygulanmıştır. Sözkonusu modellerde kullanılan tahmin yönteminin yatay kesitsel bağımlılığa sahip olup olmadığının sınaması için Breusch-Pagan LM testi uygulanmıştır (Turhan ve Taşseven, 2010).

Tablo 7: Sabit Etkiler Yaklaşımının Uygulandığı Modellerde Varsayımların Testi

Model 3		Model 5		Model 6	
Modified Wald Testi		Modified Wald Testi		Modified Wald Testi	
chi2(01)	Prob>chi2	chi2(01)	Prob>chi2	chi2(01)	Prob>chi2
85,84	0,000	143,30	0,082	170,10	0,074
Modified Bhargava et. al. Durbin-Watson Testi		Modified Bhargava et. al. Durbin-Watson Testi		Modified Bhargava et. al. Durbin-Watson Testi	
2,764573		3,214633		2,258782	
Breusch-Pagan LM Testi		Breusch-Pagan LM Testi		Breusch-Pagan LM Testi	
0,0000		0,0000		0,0000	

Tablo 7'de verilen test sonuçlarından görüldüğü üzere, Model 5 ve Model 6'da değişen varyans görülmezken, Model 3'de değişen varyans sorunu olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Değişen varyans sorunu ile karşılaşılan modelde, Arellano-Froot-Rogers tahmincisi kullanılarak standart hatalar düzeltilmiş ve model sonuçları buna göre yorumlanmıştır. Diğer taraftan Model 3, Model 5 ve Model 6'da, otokorelasyon sorunu yoktur. Ancak test sonuçları, yatay kesitsel bağımlılık sorununa işaret etmektedir. Bu nedenle parametre tahminlerine dokunmadan dirençli standart hatalar elde edilmeli ve bu sorunu göz önüne alan dirençli tahminciler kullanılmalıdır. Bu nedenle modelde değişkenlerin seviyelerindeki çözümleri,

yatay kesitsel bağımlılık sorununa karşı dirençli tahminciler üreten ve zaman boyutunun birim sayısından fazla olduğu durumlarda etkili olan Driscoll ve Kraay (1998) tahmincisiyle yapılacaktır.

Rastsal etkiler yaklaşımının uygulanacağı Model 1, Model 2 ve Model 4 için, değişen varyans ve otokorelasyon olup olmadığını tespit etmek amacıyla sırasıyla Breusch Pagan LM Testi ve Modified Bhargava et. al. Durbin-Watson Testi uygulanmıştır. Sözkonusu modellerde yatay kesit bağımlılığı sınaması Breusch-Pagan LM testi ile yapılmıştır (Turhan ve Taşseven, 2010).

Tablo 8: Rastsal Etkiler Yaklaşımının Uygulandığı Modellerde Varsayımların Testi

Model 1		Model 2		Model 4	
Breusch Pagan LM Testi		Breusch Pagan LM Testi		Breusch Pagan LM Testi	
chi2(01)	Prob>chi2	chi2(01)	Prob>chi2	chi2(01)	Prob>chi2
126,25	0,000	21,84	0,000	111,80	0,000
Modified Bhargava et. al. Durbin-Watson Testi		Modified Bhargava et. al. Durbin-Watson Testi		Modified Bhargava et. al. Durbin-Watson Testi	
2,586642		3,625478		2,547164	
Breusch-Pagan LM Testi		Breusch-Pagan LM Testi		Breusch-Pagan LM Testi	
0,0000		0,0000		0,0000	

Tablo 8’de verilen test sonuçlarından görüldüğü üzere, Model 1, Model 2 ve Model 4’de değişen varyans sorununa rastlanmıştır. Değişen varyans sorunu ile karşılaşılan modellerde, Arellano-Froot-Rogers tahmincisi kullanılarak standart hatalar düzeltilmiş ve model sonuçları buna göre yorumlanmıştır. Diğer taraftan sözkonusu modellerde, otokorelasyona ilişkin bir bulguya rastlanmamıştır. Ancak test sonuçları, yatay kesitsel bağımlılık sorununa işaret ettiğinden, değişkenlerin seviyelerindeki çözümleri, soruna

karşı dirençli tahminciler üreten ve zaman boyutunun birim sayısından fazla olduğu durumlarda etkili olan Driscoll ve Kraay (1998) tahmincisiyle yapılacaktır.

3.2.3. Modellere İlişkin Panel Veri Analizi

Sabit etkiler modelinin tahmin sonuçları Tablo 9’da yer almaktadır.

Tablo 9: Sabit Etkiler Modeli Tahmin Sonuçları

Model	Model 3 (CRD)	Model 5 (INC)	Model 6 (FAS)
Değişken	Katsayı	Katsayı	Katsayı
	Olasılık	Olasılık	Olasılık
K	0,2482	0,1142	0,3847
	0,0000	0,0000	0,0011
L	0,2278	0,3188	0,2703
	0,0000	0,0004	0,0000
H	0,1673	0,2497	0,1105
	0,0006	0,0000	0,0000
CRD	0,1198		
	0,0000		
INC		0,0021	
		0,8664	
FAS			-0,1107
			0,0000
R ²	0,8022	0,7204	0,7628
F İstatistiği	67,84684	52,79234	58,24895
Olasılık (F istatistiği)	0,000000	0,000028	0,001033

Temel MRW modeline finansallaşma değişkenleri eklenerek oluşturulan modellerde, INC haricindeki temel değişkenler istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Model 5 (INC)'de %5 anlamlılık düzeyinde INC değişkeni anlamlı sonuç vermemiştir. Diğer değişkenlerin t değerlerinin anlamlı çıktığı görülmektedir. Bu nedenle sözkonusu değişkenler ile bağımlı değişken arasında ilişki olmadığını varsayan H_0 hipotezi reddedilmiştir.

Modele göre, finansallaşma göstergeleri açısından bakıldığında, kredi genişleme oranı değişkeni ile gelir arasında pozitif yönde, finansal varlık oranı ile gelir arasında negatif bir ilişki olduğu görülmektedir.

MRW büyüme modeline kredi genişleme oranı eklenerek elde edilen Model 3 (CRD) sonuçlarına göre, temel büyüme değişkenleri (fiziki sermaye yatırım oranı (K), işgücü (L) ve beşeri sermaye (H) oranı) önem düzeyinde anlamlı ve katsayıların işareti beklenen yöndedir. Kredi

genişleme oranı değişkeni de anlamlı ve işareti pozitifdir. Buna göre kredi genişleme oranında meydana gelen 1 birimlik artış, reel kişi başı geliri (GDP) 0,12 birim artıracaktır. Bu model için F istatistiği anlamlı ve R^2 değeri %80 olarak bulunmuştur.

Finansallaşma göstergesi olarak finansal varlık oranının yer aldığı Model 6 (FAS) tahmin sonuçları incelendiğinde, temel büyüme değişkenlerinin (K, L ve H) %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu ve katsayıların işaretinin beklenen yönde olduğu görülmektedir. Finansal varlık oranı göstergesi anlamlı ve negatif yönlüdür. Buna göre FAS değişkeninde meydana gelen 1 birimlik artışın, kişi başı geliri 0,11 birim negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Modelin F istatistiği anlamlıdır ve R^2 değeri %76'dır.

Rastsal etkiler modelinin tahmin sonuçları Tablo 10'da yer almaktadır.

Tablo 10: Rastsal Etkiler Modeli Tahmin Sonuçları

Model	Model 1 (MRW)	Model 2 (MOS)	Model 4 (CAP)
Değişken	Katsayı	Katsayı	Katsayı
	Olasılık	Olasılık	Olasılık
K	0,3417	0,4406	0,2111
	0,0000	0,0000	0,0000
L	0,1196	0,1895	0,3123
	0,0001	0,0000	0,0022
H	0,2412	0,2147	0,1202
	0,0000	0,0018	0,0000
MOS		0,0308	
		0,0000	
CAP			-0,0102
			0,0000
R^2	0,7822	0,6826	0,8012
F İstatistiği	62,48359	56,48752	74,28542
Olasılık (F istatistiği)	0,000000	0,000000	0,000028

Model 1 (MRW) sonuçlarına göre, fiziki sermaye, işgücü ve beşeri sermaye göstergesi olan değişkenler, kişi başı reel GSYH (gelir) ile pozitif ilişki içerisindedir. Buna göre fiziki sermaye birikiminde %1'lik artış, gelirden %0,34 artış yaratırken, işgücü ve beşeri sermaye oranlarındaki %1'lik artış sırasıyla %0,12 ve %0,24 artışa yol açmaktadır. Bu sonuçlar, MRW büyüme modeliyle uyumludur. Model sonuçlarına göre R^2 değeri %78 düzeyindedir.

MRW büyüme modeline finansal ilişkiler oranı değişkeni eklenerek elde edilen Model 2 (MOS) sonuçlarına göre, temel büyüme değişkenleri (K, L ve H) %1 önem düzeyinde anlamlı ve katsayılarının işareti beklenen yödedir. Finansal ilişkiler oranı göstergesi anlamlı ve işareti pozitif yönlüdür. Buna göre MOS değişkeninde meydana gelen 1 birimlik artış, kişi başı geliri 0,03 birim artırmaktadır. Modelin F istatistiği anlamlıdır ve R^2 değeri %68'dir.

Borsa kapitalizasyon oranının dahil edildiği Model 4 (CAP) sonuçları incelendiğinde, temel büyüme değişkenlerinin (K, L ve H) %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu ve katsayıların işaretinin beklenen yönde olduğu görülmektedir. Borsa kapitalizasyon oranı göstergesi anlamlı ve negatif yönlüdür. Buna göre CAP değişkeninde meydana gelen 1 birimlik artış, kişi başı geliri 0,01 birim negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Modelin F istatistiği anlamlıdır ve R^2 değeri %80'dir.

Tüm modellerde F istatistiği anlamlı çıkmıştır ve R^2 değerleri %52 ila %80 arasındadır. Bu durum modellerin anlamlılık düzeyinin ve açıklama gücünün yüksek olduğunu ifade etmektedir. Modeller genel olarak değerlendirildiğinde, ekonomik büyüme ile en fazla pozitif yönde ilişkili finansallaşma göstergesinin kredi genişleme oranı olduğu görülmektedir. Literatürde yapılan çalışmalar da kredilendirme miktarı ve toplam kredilerin seviyesi arttıkça, büyümenin artacağına işaret etmektedir. Aynı şekilde, finansal ilişkiler oranı değişkeni ile büyüme arasında anlamlı ve aynı yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Diğer taraftan borsa kapitalizasyon oranı ve finansal varlık oranı ile büyüme arasında ters yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir.

3.2.4. Panel Eşbütünleşme Analizi

Çalışmanın bu kısmında ekonomik büyüme ile aralarında anlamlı ilişki bulunduğu tespit edilen finansallaşma değişkenleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönünün finansallaşmadan ekonomik büyümeye doğru mu, yoksa ekonomik büyümekten finansallaşmaya doğru mu olduğu araştırılacaktır. Bu amaçla öncelikle Durbin-Hausman (2008) panel eşbütünleşme testi uygulanacak, ardından eşbütünleşme analizinden elde edilen sonuçlara göre vektör hata düzeltme modeli uygulanacak, son olarak Granger nedensellik testi yardımıyla değişkenler arasındaki nedenselliğin kısa ve uzun dönemdeki yönü belirlenmeye çalışılacaktır.

Panel eşbütünleşme testlerinin kullanımı, yatay kesit bağımlılığını dikkate alıp almamasına göre farklılık göstermektedir. Pedroni (1999), Kao (1999) ve Westerlund (2005) Panel CUSUM eşbütünleşme testleri yatay kesit bağımlılığını dikkate almamaktadır. Bunun aksine Westerlund Error Correction (2007), Westerlund-Edgerton LM Bootstrap (2007), Westerlund Durbin-Hausman (2008) ve Westerlund-Basher (2009) testleri yatay kesit bağımlılığını dikkate almaktadır. Bu çalışmada yatay kesit bağımlılığı olduğu tespit edildiğinden, panel eşbütünleşme testi kapsamında yatay kesit bağımlılığını dikkate alan testlerden Westerlund Durbin-Hausman testi ile Westerlund Error Correction panel eşbütünleşme testleri kullanılmıştır.

3.2.4.1 Durbin-Hausman Panel Eşbütünleşme Testi

Westerlund (2008) tarafından geliştirilen Durbin-Hausman testi yatay kesit bağımlılığını dikkate alan diğer panel eşbütünleşme testlerinden farklı olarak bağımsız değişkenlerin durağanlık mertebelerinin farklı olmasına izin vermektedir. Bu testte ortak faktörler dikkate alınmaktadır. Ayrıca Durbin-Hausman testi, sadece yatay kesit bağımlılığı varken kullanılabilir, yatay kesit bağımlılığı yokken kullanılamamaktadır. Bu testte bir panel, bir de grup için olmak üzere iki tane test hesaplanır. Panel istatistiği, panelin geneline yönelik çıkarım yaparken grup istatistiği paneli oluşturan birimler için çıkarım yapmaktadır (Westerlund, 2008).

Panel istatistiği için hipotez testi aşağıdaki gibidir:

$H_0 : \rho_i = 1$ Tüm yatay kesit birimleri için eşbütünlük yoktur.

$H_1 : \rho_i < 1$ Tüm yatay kesit birimleri için eşbütünlük vardır.

Grup istatistiği için hipotez testi aşağıdaki gibidir:

$H_0 : \rho_i = 1$ Tüm yatay kesit birimleri için eşbütünlük yoktur.

$H_1 : \rho_i < 1$ Bazı ülkeler için eşbütünlük varken bazıları için yoktur.

Tablo 11: Durbin Hausman Panel Eşbütünlük Testi

Model	Test	t- istatistik	Olasılık Değeri	Karar
Model 2 (MOS)	Grup İstatistiği	66.810	0,0788	Eşbütünlük ilişkisi yoktur.
	Panel İstatistiği	32.420	0,0552	Eşbütünlük ilişkisi yoktur.
Model 3 (CRD)	Grup İstatistiği	91.210	0,0000	Eşbütünlük ilişkisi vardır.
	Panel İstatistiği	63.360	0,0000	Eşbütünlük ilişkisi vardır.
Model 4 (CAP)	Grup İstatistiği	81.170	0,1261	Eşbütünlük ilişkisi yoktur.
	Panel İstatistiği	49.490	0,0773	Eşbütünlük ilişkisi yoktur.
Model 6 (FAS)	Grup İstatistiği	94.660	0,1108	Eşbütünlük ilişkisi yoktur.
	Panel İstatistiği	58.880	0,0808	Eşbütünlük ilişkisi yoktur.

Model 3 (CRD) için yapılan Durbin-Hausman testi sonuçlarına göre hem panel hem de grup istatistiği istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Bu yüzden her iki istatistik için eşbütünlük olmadığı ifade eden sıfır hipotezi reddedilir. Panelin geneli için çıkarım yapma imkânı sağlayan panel istatistiğine göre, G-20 ülkeleri için 1980-2017 yılları arasında, kişi başı reel GSYH (GDP)'nin bağımlı değişken, kredi genişleme oranının açıklayıcı değişken olarak değerlendirildiği durumda eşbütünlük bulunmaktadır. Dolayısıyla bu değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu söylenebilir. Paneli oluşturan her bir birim için çıkarım yapma olanağı veren grup istatistiği de istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Buna göre, bazı birimlerde eşbütünlük olup bazı birimlerde ise eşbütünlük olmadığını ifade eden alternatif hipotez kabul edilir. Ancak aynı sonuç MOS, CAP ve FAS değişkenlerinin yer aldığı modeller için sözkonusu değildir.

Tablo 11'e göre sözkonusu değişkenler için hem panel hem de grup istatistiği istatistiksel olarak anlamlı değildir. Eşbütünlük olmadığını ifade eden sıfır hipotezi kabul edilir. Dolayısıyla G-20 ülkeleri için 1980-2017 yılları arasında finansal

ilişkiler oranı, borsa kapitalizasyon oranı ve finansal varlık oranı ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişki olduğu söylenememektedir.

3.2.4.2. Error Correction Panel Eşbütünlük Testi

Çalışmada kullanılan değişkenler arasında eşbütünlük olup olmadığını sınamak için uygulanan diğer bir test Error Correction testidir. Westerlund (2007) tarafından geliştirilen Error Correction testi, panel veriler için eşbütünlük testine dayalı bir hata terimi ortaya koymaktadır. Westerlund (2007)'in bu testi küçük örneklerde de güçlü sonuçlar vermektedir. Bu test, yatay kesit bağımlılığı olsa da olmasa da kullanılabilir. Serilerde yatay kesit bağımlılığı varken bootstrap dağılımlı kullanılırken, yatay kesit bağımlılığı olmadığı zaman seriler standart normal dağılımlıdır. Bunlara ilave olarak bu test, seriler birinci dereceden durağan iken kullanılabilir (Westerlund, 2007).

Westerlund Error Correction panel eşbütünlük testinde 4 tane test türü bulunmaktadır. Bunlardan ikisi panel istatistiği, iki tanesi ise grup istatistiğidir. Panel istatistiği panelin

tamamı için çıkarım yapmaya imkân tanırken, grup istatistiği paneli oluşturan birimler için çıkarım yapmaya imkân tanımaktadır. Buna göre panel ve grup için hipotez testleri aşağıdaki gibidir:

Panel istatistiği

$H_0 : \alpha_i = 0$ Tüm yatay kesit birimleri için eşbütünlüşme yoktur.

$H_1 : \alpha_i < 0$ Tüm yatay kesit birimleri için eşbütünlüşme vardır.

Grup İstatistiği

$H_0 : \alpha_i = 0$ Tüm yatay kesit birimleri için eşbütünlüşme yoktur.

$H_1 : \alpha_i < 0$ Bazı birimlerde eşbütünlüşme yokken bazılarında vardır.

Panel error correction eşbütünlüşme testindeki bu dört testin ikisi parametrik ikisi de non-parametrik. Sözkonusu seriler için yapılan Tablo 3’de verilen yatay kesit bağımlılığı testinde, yatay kesit bağımlılığı olduğunu tespit edilmişti. Bu nedenle Error Correction panel eşbütünlüşme testinde bootstrap dağılımına göre yapılan testlerin sonuçları dikkate alınmıştır. Olasılık değeri bootstrap yöntemine göre yapılan testte 10.000 bootstrap tekrarlama kullanılmıştır. Ayrıca tüm testler sabit ve trendli olarak uygulanmıştır. G-20 üyesi 19 ülke için Error Correction Panel Eşbütünlüşme testi sonuçları Tablo 12’de gösterilmiştir.

Tablo 12: Error Correction Panel Eşbütünlüşme Testi

Model	Test	t-istatistik	Olasılık Değeri	Karar
Model 2 (MOS)	G_T	-8.743	0,040	Eşbütünlüşme ilişkisi yoktur.
	G_α	-22.816	0,690	
	P_T	-18.213	0,730	
	P_α	-17.484	0,250	
Model 3 (CRD)	G_T	-20.680	0,000	Eşbütünlüşme ilişkisi vardır.
	G_α	-8.844	0,000	
	P_T	-6.474	0,000	
	P_α	-11.432	0,000	
Model 4 (CAP)	G_T	-26.147	0,000	Eşbütünlüşme ilişkisi yoktur.
	G_α	-42.086	0,078	
	P_T	-36.488	0,062	
	P_α	-24.595	0,118	
Model 6 (FAS)	G_T	-12.458	0,002	Eşbütünlüşme ilişkisi yoktur.
	G_α	-26.962	0,458	
	P_T	-24.713	0,084	
	P_α	-19.753	0,064	

Model 2 (MOS), Model 4 (CAP) ve Model 6 (FAS) ile ilgili Error Correction testi sonuçlarına göre her 3 model de, panel istatistiği ve grup istatistiği için bootstrap dağılımına göre yapılan dört testten üçüne göre istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu yüzden, değişkenler arasında

eşbütünlüşme olmadığını ifade eden sıfır hipotezi reddedilemez. Buna göre, panelin geneline yönelik çıkarım yapan panel istatistiği değerlendirildiğinde G-20 üyesi ülkelerde 1980-2017 döneminde çalışmaya konu olan değişkenler arasında eşbütünlüşme olmadığı söylenebilir. Grup

istatistiğine göre ise, paneli oluşturan ülkelerin her birinde eşbütünleşme olmadığı söylenebilir.

Ancak Tablo 12'e göre Model 2 (CRD) ile ilişkin olarak, bootstrap dağılımına göre yapılan dört testin hepsi istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığını belirten sıfır hipotezi reddedilir. G-20 ülkelerinde 1980-2017 yılları arasında kredi

genişleme oranı ile ekonomik büyüme arasında eşbütünleşme olduğu söylenebilir.

Panel eşbütünleşme testi ile CRD ve GDP değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu tespit edildikten sonra panel nedensellik testleri yapılmıştır. Bu amaçla CRD ve GDP değişkenlerine vektör hata düzeltme modeli uygulanmıştır.

Tablo 13: CRD-GDP Değişkenlerine İlişkin VEC Granger Nedensellik Testi

	Araştırılan Nedenselliğin Yönü		Hata Düzeltme Terimine Ait t-Rasyosu	Gecikmeli Değerlerine Ait Chi-Kare Dağılımı	F-Test İstatistiği
CRD	→	GDP	-0,018 (-2,828)	13,224 {0,02}	2,286
GDP	→	CRD	0,045 2,268	7,964 {0,18}	3,455
%5 anlamlılık düzeyinde, F kritik değeri 2.049 ve t kritik değeri 2.01'dir.					
() içindeki değerler t-istatistik değeri, { } içindeki değerler olasılık değeridir.					

Tablo 13'te CRD ve GDP değişkenlerine ilişkin vektör hata düzeltme modeli sonuçları yer almaktadır. Tabloda yer alan hata düzeltme terimlerine ilişkin t rasyosu, gecikmeli değişkenlere ilişkin chi-kare dağılımı ve F-test istatistiği sonuçları görülmektedir. Bu sonuçlar uzun dönemde CRD değişkeninden GDP değişkenine ve GDP değişkeninden CRD değişkenine doğru iki yanlı bir ilişkiye, kısa dönemde ise yalnızca CRD değişkeninden GDP değişkenine doğru tek yanlı bir ilişkiye işaret etmektedir. F-test istatistiği sonuçları ise elde edilen bu sonuçların anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Sonuç olarak, finansallaşma göstergelerinden CRD ile GDP arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir. Bunun üzerine uygulanan vektör hata düzeltme ve Granger nedensellik testleri sonucunda uzun dönemde CRD ve GDP değişkenleri arasında çift yönlü bir ilişki, kısa dönemde ise sadece CRD'den GDP'ye doğru tek yönlü bir ilişki olduğu bulgusu elde edilmiştir. Diğer finansallaşma göstergeleri olan MOS, CAP ve FAS ile GDP arasında uzun dönemli bir ilişki saptanamamıştır.

4. DEĞERLENDİRME

Bu çalışmanın amacı, G-20 ülkelerinde finansallaşmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmektir. Bu amaçla, G-20 üyesi 19 ülkenin 1980-2017 döneminde ekonomik büyüme ile finansallaşma göstergeleri arasında bir ilişki olup olmadığı Mankiw-Romer-Weil (MRW) büyüme modeli kullanılarak ekonometrik açıdan araştırılmıştır. Finansallaşmanın ekonomik büyümeyi etkilediği temel hipotezinin test edilebilmesi için MRW büyüme modeline finansallaşma göstergeleri dahil edilerek önce panel veri regresyon analizi yapılmış, ardından sözkonusu regresyon analizi sonucunda ekonomik büyüme ile ilişkili olduğu tespit edilen finansallaşma göstergelerine Johansen eşbütünleşme testi ile VEC Granger nedensellik testi uygulanarak, değişkenler arasındaki nedenselliğin yönü belirlenmiştir.

Panel veri regresyon analizi kapsamında incelenecek bağımlı değişken, reel kişi başı GSYH (GDP) değerinde gözlemlenen değişimdir ve logaritmik formdaki reel kişi başı GSYH değerinin

bir önceki dönemde gözlenen logaritmik formdaki reel kişi başı GSYH değerinden farkı alınarak hesaplanmıştır. Bağımsız değişkenler ise fiziki sermaye (K), işgücü (L), beşeri sermaye (H) ile finansallaşma göstergeleri olarak finansal ilişkiler oranı (MOS), kredi genişleme oranı (CRD), borsa kapitalizasyon oranı (CAP), finansal sektör karlılık oranı (INC) ve finansal varlık oranı (FAS)'dir.

Yapılan panel veri regresyon analizi sonucunda; temel MRW modeline finansallaşma değişkenleri eklenerek oluşturulan modellerde, INC haricindeki bağımsız değişkenler istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Model 5 (INC)'de %5 anlamlılık düzeyinde INC değişkeni anlamlı sonuç vermemiştir. Diğer değişkenlerin t değerlerinin anlamlı çıktığı görülmektedir. Bu nedenle sözkonusu değişkenler ile bağımlı değişken arasında ilişki olmadığını varsayan H_0 hipotezi reddedilmiştir. Tüm modellerde F istatistiği anlamlı çıkmıştır ve R^2 değerleri %52 ila %80 arasındadır. Bu durum modellerin anlamlılık düzeyinin ve açıklama gücünün yüksek olduğunu ifade etmektedir.

Model 1 (MRW) sonuçlarına göre, fiziki sermaye, işgücü ve beşeri sermaye göstergesi olan

değişkenler, kişi başı reel GSYH (gelir) ile pozitif ilişki içerisindedir. MRW büyüme modeline finansal ilişkiler oranı değişkeni eklenerek elde edilen tüm modellerde de, temel büyüme değişkenleri (fiziki sermaye, işgücü ve beşeri sermaye göstergesi) %1 önem düzeyinde anlamlı ve katsayılarının işareti beklenen yöndedir.

MRW büyüme modeline finansal ilişkiler oranı değişkeni eklenerek elde edilen Model 2 (MOS) sonuçlarına göre, finansal ilişkiler oranı göstergesi anlamlı ve işareti pozitif yönlüdür. MRW büyüme modeline kredi genişleme oranı eklenerek elde edilen Model 3 (CRD) sonuçlarına göre, kredi genişleme oranı değişkeni anlamlı ve işareti pozitifdir. Borsa kapitalizasyon oranının dahil edildiği Model 4 (CAP)'de, borsa kapitalizasyon oranı göstergesi anlamlı ve negatif yönlüdür. Finansallaşma göstergesi olarak finansal varlık oranının yer aldığı Model 6 (FAS) tahmin sonuçları incelendiğinde, finansal varlık oranı göstergesi anlamlı ve negatif yönlüdür. Sonuçlara ilişkin bilgiler Tablo 14'de özet olarak verilmiştir.

Tablo 14: Özet Bulgu Tablosu

Model	Değişken	İlişkinin Yönü
Model 1	K, L, H	+
Model 2	MOS	+
Model 3	CRD	+
Model 4	CAP	-
Model 5	INC	Anlamlı Değil
Model 6	FAS	-

Modeller genel olarak değerlendirildiğinde, ekonomik büyüme ile en fazla pozitif yönde ilişkili finansallaşma göstergesinin kredi genişleme oranı olduğu görülmektedir. Literatürde kredilendirme miktarı ve toplam kredilerin seviyesi arttıkça, büyümenin artacağına işaret eden çalışmalar mevcuttur. Aynı şekilde, finansal ilişkiler oranı değişkeni ile büyüme arasında anlamlı ve aynı yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Diğer taraftan borsa kapitalizasyon oranı ve finansal varlık oranı ile gelir arasında ters yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir.

Ardından bu çalışmada ekonomik büyüme ile aralarında anlamlı ilişki bulunduğu tespit edilen finansallaşma değişkenlerinin ekonomik büyüme ile ilişkisinin yönü araştırılmıştır. Belirtilen iki değişken arasındaki ilişkinin yönünün finansallaşmadan ekonomik büyümeye doğru mu, yoksa ekonomik büyümeden finansallaşmaya doğru mu olduğu test edilmiştir. Bu çalışmada ekonomik büyüme ile ilişkili olduğu belirlenen MOS, CRD, CAP ve FAS değişkenlerinin seviyelerinde durağan olmadıkları görülmektedir. Bir başka deyişle tüm değişkenler birim köke

sahiptir ve sözkonusu değişkenlerin birinci dereceden durağan oldukları belirlenmiştir. Dolayısıyla değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını sınamak amacıyla öncelikle Durbin-Hausman eşbütünleşme analizi uygulanmış, ardından eşbütünleşme analizinden elde edilen sonuçlara göre vektör hata düzeltme modeli uygulanmış, son olarak Granger nedensellik testi yardımıyla değişkenler arasındaki nedenselliğin kısa ve uzun dönemdeki yönü belirlenmiştir. Buna göre, finansallaşma göstergelerinden CRD ile GDP arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Bunun üzerine uygulanan vektör hata düzeltme ve Granger nedensellik testleri sonucunda uzun dönemde CRD ve GDP değişkenleri arasında çift yönlü bir ilişki, kısa dönemde ise sadece CRD'den GDP'ye doğru tek yönlü bir ilişki olduğu bulgusu elde edilmiştir. Diğer finansallaşma göstergeleri olan MOS, CAP ve FAS ile GDP arasında uzun dönemli bir ilişki saptanamamıştır.

5. SONUÇ

Ülkelerin en temel hedeflerinden biri istikrarlı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme hızını yakalayabilmektir. Büyüme sürecindeki en kritik konu büyümenin sürekli ve istikrarlı hale gelmesi için kıt kaynakların risk, getiri ve uluslararası rekabet esasına göre hangi alanlara yönlendirileceğidir. Bir ekonomide, büyümeyi gerçekleştirecek olan yatırımların finansmanı için gereken fonların biraraya getirilmesi ve uygun yatırımlara kanalize edilmesi işlevini finansal piyasalar üstlenir. Ekonomiler büyüdükçe, giderek karmaşıklaşan ve çeşitlenen finansal hizmet ihtiyacını karşılamak için finansal piyasalar da büyür ve çeşitlenir. Bu doğrultuda ekonomik büyümeyi etkileyen faktörleri ele alan çalışmalarda, finansallaşma olgusu da büyümeyle ilişkilendirilen temel alanlardan biridir. Finansal piyasaların büyüme konusunda sahip olduğu öneme ilişkin yaklaşık bir uzlaşa sağlanmış olsa da, bu iki olgu arasındaki nedenselliğin yönü hakkında henüz kesin bir ampirik uzlaşmaya varılamamıştır. Bununla birlikte finansallaşma ve büyüme

arasındaki nedenselliğin yönü, önemli politika çıkarımlarına sahip olması nedeniyle üzerinde çok sayıda ampirik araştırmanın yapıldığı alanlardan biridir. Ayrıca finansallaşma, birden fazla alt bileşenden oluşan ve farklı göstergelerle ölçümlenen bütünsel bir süreç olduğundan, hangi alt bileşenin ekonomik büyümeyle ilişkili olduğunun belirlenmesi önem arz eder.

Bu konuda bu çalışma kapsamında, finansallaşma göstergesi olarak finansal ilişkiler oranı, kredi genişleme oranı, borsa kapitalizasyon oranı, finansal sektör karlılık oranı ve finansal varlık oranı ele alınmış ve bunların ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başı reel gelirdeki (GDP) değişimle ilişkisi analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, kredi genişleme oranı ve finansal ilişkiler oranı değişkeni ile GDP arasında anlamlı ve aynı yönlü bir ilişki olduğu, diğer taraftan borsa kapitalizasyon oranı ve finansal varlık oranı ile ters yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir. GDP ile ilişkili olduğu belirlenen sözkonusu değişkenler dikkate alınarak yapılan ve ilişkinin yönünü belirlemeyi amaçlayan analiz sonucunda, finansallaşma göstergelerinden finansal ilişkiler oranı, borsa kapitalizasyon oranı ve finansal varlık oranı ile GDP arasında uzun dönemli bir ilişki saptanamamıştır. Kredi genişleme oranı ile GDP arasında, uzun dönemde çift yönlü bir ilişki, kısa dönemde ise sadece kredi genişleme oranından GDP'ye doğru tek yönlü bir ilişki olduğu bulgusu elde edilmiştir. Sonuç olarak, çalışma kapsamında ele alınan beş finansallaşma göstergesinden sadece kredi genişleme oranının ekonomik büyümeyi etkilediği belirlenmiştir. Bu da göstermektedir ki finansallaşmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, ekonomide büyümeyi gerçekleştirecek olan yatırımların finansmanı için gerekli olan fonların yeterli düzeyde ve nitelikte bulunabilmesini sağlaması kapsamında gerçekleşmektedir. Dolayısıyla finansal piyasaların ürün ve hizmet çeşitliliğinin ve kalitesinin artması, ekonomideki yatırımların artması anlamına geldiği müddetçe, finansallaşma olgusu ekonomik büyümeyi pozitif etkileyen faktörlerden biri olabilir. Bu ise sadece kredi kullandırımı ve kredi genişlemesi suretiyle yatırım yapılmış olmasından değil, bu yatırımların reel üretimi gerçekleştirmelerinden

kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla aslında ekonomik büyümeyi sağlayan faktör, reel üretimdir.

Bu çalışmanın sonuçları değerlendirilirken odaklanması gereken en önemli husus, ekonomik büyüme ile uzun dönemli nedensellik ilişkisi tespit edilemeyen finansallaşma göstergeleridir. Bunlar, finansal ilişkiler oranı, borsa kapitalizasyon oranı, finansal sektör karlılık oranı ve finansal varlık oranıdır. Bu göstergelerin her birinin ekonomik büyüme ile “olmayan” nedensellik ilişkisi, özel anlam taşımaktadır. Bunlar göstermektedir ki, finansal büyüklüklerin sadece hacim olarak artıyor olması, doğrudan ekonomik büyüme sonucu doğurmamaktadır.

Finansallaşma sürecinin hızlı gerçekleşmesinin sebeplerinden biri, uluslararası finansal piyasaların bütünleşmesi ve uluslararası sermayeden pay almak isteyen devletlerin uluslararası finansal piyasalara entegre olabilmek amacıyla kendi kurallarını uygulama serbestilerini terk etmesidir. Oysa bugün gelinen noktada, özellikle 2008 krizinin tahribatı halen taze iken görülmüştür ki, uluslararası finans piyasalarına entegre olmak tek başına olumlu sonuçlar doğurmaya yetmemektedir. Bu entegrasyonun ülkeler için faydalı olabilmesi, entegrasyon sayesinde sağlanan imkanların ve erişilen fonların “ulusal kalkınma hedefleri” doğrultusunda kullanılmasına bağlıdır. Bu da ülkelerin finans sisteminin, ülke kalkınması doğrultusunda ve münhasıran bu amaç için çalışıyor olmasıyla sağlanabilir. Diğer bir ifadeyle finansal piyasaların varlık amacı, kendi kendinin varlığını sürdürmek ve büyümek değil, üretimi ve toplumsal refahı artırmaktır.

Temkinli bir küreselleşmeyi vurgulayan, “ulusal kalkınmacılık” vurgusunu önemseyen, hızlı büyüme saplantısını terk ederek toplumsal dengeleri gözeten, yoksullukla mücadeleyi ve insani kalkınmayı önceleyen ekonomi politikalarının benimsenmesi halinde, finans piyasaları çok daha faydalı amaçlara hizmet edecektir. Ülkelerin bu nitelikte politikalar benimseyebilmesinin ön şartlarından biri, bu politikaların “küresel yönetim” ölçeğinde kabul görmesidir. Küresel yönetim, ülkelerin kendi sınırları içinde uyguladıkları politikaları küresel düzeye taşıyabilme sürecidir. G-20 Zirvesi de bu

süreçte, ortak paydalarda buluşulmasının ve küresel politika koordinasyonunun sağlanabileceği bir platform niteliğindedir. 2008 küresel finans krizi göstermiştir ki mevcut uluslararası yönetim mekanizmaları, dünya ekonomisinin sorunlarını çözme konusunda yeterli olamamaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ekonomilerin G-20 gibi platformlarda temsil güçlerinin artması ve G-20 gibi oluşumların önem kazanması, küresel yönetim mekanizmasının demokratikleştirilmesi açısından önemli bir adım olacaktır. Zira ancak daha demokratik bir küresel yönetim kurulması halinde, çoğunluğun faydasını gözeterek ortak politika paydalarında buluşulması mümkün olabilir. Bu sayede mevcut uluslararası ekonomi kurumlarının, “one size fits all” politikalarını terk ederek, ülkeler arası farklılıkları ve çoğunluğun ortak çıkarını gözeterek, daha esnek politika yaklaşımları benimsemeleri mümkün olabilir. Mevcut ekonomi politikalarının bir yandan aşırı finansallaşmaya yol açarak finans-reel ekonomi dengesini bozması, diğer yandan devletin piyasalar üzerindeki etkinliğini zayıflatması, 2008 küresel finans krizinin her aşamasında yarattığı “ekonomik ve sosyal zarar” aracılığıyla, finansal piyasaların işlevine ilişkin önemli dersler çıkarılmasını sağladı. Krizin ardından Avrupa’nın sanayileşmiş gelişmiş ülkelerinde, özellikle Güney Avrupa ülkelerinde, işsizliğin boyutlarının sosyal dokuyu tahrip eder noktaya gelmesi, gelir dağılımı adaletsizliğinin çok daha belirginleşmesi, uğranılan “sosyal zarar”ın gözardı edilemeyecek kadar büyük olduğunu göstermektedir. Bu nedenle kriz sonrasında yaşanan gelişmelerin mihenk taşı, bu “ekonomik ve sosyal zararların” giderilmesini sağlayacak ve tekrarına mahal vermeyecek bir finansal mimari inşa edilmesine duyulan ihtiyaç teşkil etmektedir. Bu mimari ise, küresel işbirliği mekanizmalarının etkinleştirilmesi ve küresel krize yol açan ekonomi politikalarına alternatif teşkil edebilecek yeni ekonomi paradigmasının ortaya çıkması ve uygulanması ile sağlanabilir.

Bu çalışmanın sonuçları analiz edilirken göz önünde bulundurulması gereken bir diğer husus, çalışma kapsamında sadece beş finansallaşma göstergesinin dikkate alındığıdır. Çalışma kapsamına alınmamış olan göstergelerin, ekonomik büyüme üzerinde daha büyük ve anlamlı

etkilerinin olması mümkündür. Ayrıca bu çalışmada finansallaşmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi analiz edilirken, ekonomik büyümenin göstergesi olarak reel kişi başı GSYH (GDP) değerinde gözlemlenen değişim esas alınmıştır. Bu durum, tüm ekonomik büyüme göstergeleri açısından aynı sonucun çıkacağı anlamına gelmemektedir. Dolayısıyla, daha büyük veri setiyle, daha fazla sayıda finansallaşma göstergesi ile farklı değişkenler kullanılarak yapılacak analizlerde farklı sonuçlara ulaşılabilir. Bu bağlamda, bu konuda bundan sonra yapılacak araştırmalar için şu önerileri sıralamak mümkündür. Ülke örneklem kümesi, coğrafi olarak birbirlerine bütünlük ülke gruplarına uygulanması şeklinde genişletilebilir. Göstergelerin sayısı artırılarak benzer analizler yapılabilir. Finansal sistemlerin banka temelli (bank based) ve piyasa temelli (market based) şeklinde ayrılmasına ilişkin yaklaşımdan yola çıkarak, bu iki farklı yapısal durumun görüldüğü ülkelerde finansallaşma ile ekonomik büyüme ilişkisinin nasıl olduğunu test edilebilir.

KAYNAKÇA

- Barro, R. ve Lee, J.W. (2000). A New Data Set of Educational Attainment in the World. http://www.barrolee.com/papers/Barro_Lee_Human_Capital_Update_2011Nov.pdf
- Bayar, G., Güloğlu, B. ve Tokpunar, S. (2011). Ekonomik Yaklaşım Kongresi: "Türkiye Ekonomisinin Dinamikleri: Politika Arayışları", 22-23 Aralık.
- Bresser-Pereira, L. C. (2010). The 2008 Financial Crises and Neoclassical Economics. *Brazilian Journal of Political Economy*, Vol. 30, n. 1 (117), 3-26.
- Breusch, T. ve Pagan, A. R., (1980). "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Modelspecification Tests in Econometrics", *Review of Economic Studies*, 47: 239-53.
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance* (2th Ed.). UK, Cambridge University Press.
- Cammack, P. (2012). The G-20, the Crisis and the Rise of Global Development Liberalism. *Third World Quarterly*, 33 (1).
- Epstein, G. (2005). Introduction: Financialization and the World Economy. G. Epstein (Ed.). *Financialization and the World Economy* içinde. Cheltenham and Northampton: Edwar Elgar, 2005, 3-16.
- Flaherty, E. (2015). Top Income Under Finance-Driven Capitalism, 1990-2010: Power Resources and Regulatory Orders. *Socio-Economic Review*. Vol:13, No:3, 417447.
- Greene, W.H. (2003), *Econometric Analysis*, New Jersey: Prentice Hall Press.
- Gujarati, Damodar, N. 1999. *Temel Ekonometri*. çev. Ümit Şenesen, Gülay G. Şenesen. 3. bs. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Köhler, K., Guschanski, A. ve E. Stockhammer. (2016). How Does Financialization Affect Functional Income Distribution? A Theoretical Clarification and Empirical Assessment. *Socio-Economic Review*. 2016, Vol. 00, 1-26.
- Krippner, G. R. (2005). The Financialization of the American Economy. *SocioEconomic Review*, 3, 173-208.
- Kus, B. (2012). Financialization and Income Inequality in OECD Countries: 1995-2007. *The Economic and Social Review*. Vol. 43, No: 4, 477-495.
- Lapavitsas, C. (2009). Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere. C. Lapavitsas (Ed.). *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi* içinde. T. Öncel (çev.). İstanbul: Yordam Kitap.
- Mankiw, G., Romer, D. ve Weil, N. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*. May 1992, pp. 407-437.
- M.G.I. (2008). *Mapping global capital markets: Fifth annual report*. McKinsey Global Institute.

M.G.I. (2018). Financial globalization: Retreat or reset. McKinsey Global Institute. Global capital markets.

OECD (2011). Growing Income Inequality in OECD Countries: What Drives it and How Can Policy Tackle it ? OECD Forum on Tackling Inequality Paris: 2 May 2011.

OECD (2019) <https://stats.oecd.org> En Son Erişim Tarihi: 10.01.2019

Orhangazi, Ö. (2008). Financialization and The US Economy. Cheltenham, UK Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Palley, T. I. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies. Working Paper No:525, 1-31.

Palley, T. I. (2009). The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach. *Ekonomiaz*, 72 (3), 34-51.

Payne, A. (2010). How Many Gs are There in Global Governance After the Crisis? The Perspectives of the Marginal Majority of the World's States. *International Affairs*, 3 (86).

Pesaran, M. H., (2004) "General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels", *Cambridge Working Papers in Economics*, 435.

Piketty, T. (2014). Yirmi Birinci Yüzyılda Kapital. İstanbul: İş Bankası Kültür Yayınları

Rohde, L. (2011). Lessons from the Last Financial Crisis and the Future Role of Institutional Investors. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011 (1), 1-6.

Shaw, E. S. (1973). Financial Deepening in Economic Development. New York, Oxford University Press.

Suominen, K. ve Dadush, U. (2011). "Is There Life for the G-20 Beyond the Global Financial Crisis?", *Journal of Economic Issues*, 2 (2).

Tridico P. (2017). The Determinants of Income Inequality in OECD Countries. *Cambridge Journal of Economics*, 2017, 1-34.

Turhan M. ve Taşseven .Ö. (2010). Yönetim Fonksiyonlarının Uygulandığı Alanlarda Ortaya Çıkan Hata Değerlerinin Oluşturduğu Yeni İlişkilerin

Panel Veri Modelleri ile İrdelenmesi, İ.Ü. İktisat Fakültesi, *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı:11, 128–153.

Westerlund, J., (2007). Testing for Error Correction in Panel Data, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 69, 6.

Westerlund, J., (2008). A Panel Cointegration Tests of the Fisher Effects, *Journal of Applied Econometrics*, 23, s.193-233.

World Development Indicators (2018), <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/world-development-indicators>.

Zalewski, D. A. ve Whalen C. J. (2010). Financialization and Income Inequality: A Post Keynesian Institutional Analysis, *Journal of Economic Issues*. Vol. XLIV No. 3, 757-777.

