

Geliş Tarihi:

27.02.2023

Kabul Tarihi:

09.12.2025

Yayınlanma Tarihi:

29.12.2025

Kaynakça Gösterimi: Fındıkcı Erdoğan, M. & Güriş, S. (2025). Finansal kurumların ve piyasaların ekonomik büyüme üzerindeki etkileri: Dinamik panel veri analizi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 24(54), 1156-1182, doi: 10.46928/iticusbe.1256841

FINANSAL KURUMLARIN VE PIYASALARIN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: DİNAMİK PANEL VERİ ANALİZİ

Araştırma

Mefule Fındıkcı Erdoğan  

Sorumlu Yazar

İstanbul Ticaret Üniversitesi

mfindikci@ticaret.edu.tr

Selahattin Güriş 

Marmara Üniversitesi

selahattinguris@gmail.com

Mefule Fındıkcı Erdoğan, İşletme Fakültesi İşletme bölümü öğretim üyesidir. Başlıca araştırma alanları arasında; finansal tahmin ve modelleme, uygulamalı makro ve mikro analiz, panel veri modelleri ve istatistiksel yöntemler bulunmaktadır.

Selahattin Güriş, Marmara Üniversitesi Ekonometri bölümünde profesördür. Uzmanlık alanları; ekonometri, ekonometri teorisi panel veri ekonometrisi uygulamalı makro ekonometri uygulamalı mikro ekonometri zaman serisi analizidir.

Finansal Kurumların ve Piyasaların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Dinamik Panel Veri Analizi

Mefule Fındıkçı Erdoğan
mfindikci@ticaret.edu.tr
Selahattin Güriş
selahattinguris@ticaret.edu.tr

Özet

Bu çalışma, 1990–2021 döneminde 68 ülkeyi kapsayan bir örneklem üzerinden finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemektedir. Çalışma, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın harcama yöntemi bileşenleri çerçevesinde yürütülmüş ve finansal gelişmişlik, Finansal Gelişme Endeksi'nin iki alt boyutu olan Finansal Kurumlar Gelişme Endeksi ile Finansal Piyasalar Gelişme Endeksi aracılığıyla ölçülmüştür. Kısa dönemli dalgalanmaların etkisini sınırlamak amacıyla veriler beşer yıllık ortalamalar hâline getirilmiş; geçmiş dönem etkilerini hesaba katmak için ise dinamik panel veri analiz tekniklerinden Arellano–Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi kullanılmıştır. Bulgular, finansal kurumlar endeksinin büyüme üzerinde olumsuz, finansal piyasalar endeksinin ise olumlu etkiler yarattığını göstermektedir. Ayrıca sabit sermaye yatırımları, kamu harcamaları, hanehalkı tüketimi ve ihracatın büyümeyi desteklediği; ithalatın ise büyümeyi zayıflattığı tespit edilmiştir. Sonuçlar, finansal sistemin bileşenlerinin ekonomik büyümeye farklı yön ve mekanizmalarla etki ettiğini ortaya koymakta ve politika yapıcıların finansal kalkınma stratejilerinde bu bileşenleri ayrı ayrı değerlendirmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Çalışma, finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini finansal kurumlar ve finansal piyasalar ayrımıyla ele alarak literatüre önemli bir metodolojik ve kavramsal katkı sunmaktadır. Mevcut çalışmaların çoğu, finansal gelişmeyi tek boyutlu bir endeks üzerinden değerlendirirken, bu çalışma iki bileşeni ayrı ayrı analiz ederek finans–büyüme ilişkisinin heterojen yapısını ortaya koymuştur. Ayrıca dinamik panel veri yaklaşımıyla geçmiş dönem etkilerini modele dâhil ederek, finansal gelişmenin büyüme üzerindeki zamana bağlı etkilerini incelemiş ve bu yönüyle önceki kesitsel analizlerden farklılaşmıştır. Geniş bir ülke örnekleme ve uzun bir zaman aralığı kapsamı bakımından, bulgular hem genellenebilirliği hem de yapısal dönüşüm süreçlerinin karşılaştırmalı değerlendirilmesini mümkün kılmaktadır. Bu çerçevede çalışma, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin yalnızca yönünü değil, hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğini de açıklayarak literatürdeki teorik ve ampirik boşluklara özgün bir katkı sağlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal gelişmişlik boyutları, ekonomik büyüme, Arellano-Bond GMM.

JEL Kodu: G20, C23, O16

Assessing the Impact of Financial Institutions and Financial Markets on Economic Growth: Evidence From a Dynamic Panel Data Analysis

Abstract

This study examines the impact of financial development on economic growth using data from 68 countries over the period 1990–2021. The analysis is framed around the expenditure components of Gross Domestic Product (GDP), with financial development measured through two sub-indices of the Financial Development Index: the Financial Institutions Development Index and the Financial Markets Development Index. To minimize the influence of short-term fluctuations, the data were converted into five-year averages, and the Arellano–Bond Generalized Method of Moments (GMM) estimator was employed to account for lagged effects. The results reveal that the financial institutions index exerts a negative influence on economic growth, while the financial markets index has a positive and statistically significant impact. In addition, gross fixed capital formation, government expenditure, household consumption, and exports contribute positively to growth, whereas imports exert a dampening effect. These findings underscore the heterogeneous role of financial system components in shaping growth dynamics and emphasize the importance of evaluating them separately in designing financial development strategies. This research makes a substantive methodological and conceptual contribution to the existing literature by distinguishing between financial institutions and financial markets in assessing the finance–growth nexus. While most prior studies rely on a single-dimensional measure of financial development, this study disaggregates the index into its two structural components, thereby uncovering the multidimensional nature of the relationship. Furthermore, by employing a dynamic panel data framework that incorporates lagged effects, the study captures the temporal dimension of financial development’s influence on growth, setting it apart from conventional cross-sectional analyses. The broad country coverage and extended time horizon enhance the generalizability of the findings and enable a comparative evaluation of structural changes across different economies. Overall, the study contributes to literature not only by identifying the direction and magnitude of the relationship between financial development and growth but also by elucidating the underlying mechanisms through which this interaction occurs, thus addressing a key theoretical and empirical gap in the field.

Keywords: Financial development dimensions, economic growth, Arellano-Bond GMM.

JEL Code: G20, C23, O16

Giriş

Ekonomik büyüme, gelir dağılımına bağlı olarak bir ülkenin refah seviyesini artırmanın ve yoksulluğu azaltmanın temel gereksinimi olarak değerlendirilmekte, bu nedenle sürdürülebilir ekonomik büyümeyi teşvik eden faktörlerin belirlenmesi büyük önem arz etmektedir. İktisat yazınında fiziki ve beşerî sermaye birikimi, teknolojik ilerleme, inovasyon ve kurumsal kalite gibi çeşitli faktörler büyümenin belirleyicileri olarak öne sürülmektedir. Bununla birlikte, ekonomide mal ve hizmet üretiminin kapasitesini ve kalitesini belirleyen bu faktörlerin gelişiminde finansmana erişimin kritik rolü dikkate alındığında finansal sistemin derinliği ve istikrarı olarak tanımlanan finansal gelişmişliğin de ekonomik büyüme üzerinde belirleyici olduğu kabul edilmektedir.

Finansal sistemin gelişmişliği, ekonomik faaliyetleri hem arz hem de talep yönünden etkilemektedir. Finansal derinliğin sağlandığı bir ortamda, başta kredi kanalı olmak üzere finansmana erişim olanaklarının genişlemesi hem firmaların sabit sermaye yatırımlarını hem de hanehalkının tüketim harcamalarını desteklemektedir. Bu durum, özellikle makroekonomik dalgalanmaların yaşandığı dönemlerde piyasa aktörlerinin direncini artırırken, ekonomik faaliyetlerin gelişimi yönündeki fırsatları artırmaktadır (Beck vd., 2007). Diğer taraftan, finansal derinliğin piyasa aktörleri ve ekonomi açısından yarattığı olumlu etkiler, büyük oranda finansal istikrarın varlığına bağlı bulunmaktadır. Nitekim finansal istikrar sağlanamadığında, artan belirsizlikler ve yüksek risk primleri nedeniyle kaynak tahsisi bozulmakta, tüketim ve yatırımları finanse eden kredi mekanizmalarının etkinliği azalmaktadır. Bu durum ise ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına neden olurken, ekonomik büyüme performansı zayıflamaktadır (Mishkin, 1997). Dolayısıyla, finansal derinliğin ve finansal istikrarın genel bir tanımı olarak değerlendirilen finansal gelişmişlik ekonominin arz ve talep yönünü desteklerken, ekonomik büyümenin kalite ve performansını olumlu yönde etkilemektedir.

Finansal sistemin gelişmişliği yalnızca kısa dönem değil, uzun vadeli büyüme dinamikleri açısından da belirleyici rol oynamakta ve büyümenin sürdürülebilirliğine önemli katkılar sağlamaktadır. Literatürde, finansal sistem ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, Schumpeter (1911) tarafından yapılan çalışmaya dayanmaktadır. Schumpeter, finansal araçları, özellikle de bankaları, ekonomideki yenilikçi girişimcileri tespit ederek kaynak sağlamaları nedeniyle teknolojik inovasyonun,

dolayısıyla da ekonomik büyümenin itici gücü olarak tanımlamıştır. Buna göre, iyi işleyen bir finansal sistem, kıt olan tasarrufları en verimli üretim alanlarına yönlendirerek sermaye birikimini ve verimlilik artışını teşvik etmektedir. Finansal sistem, sadece tasarrufları mobilize etmekle kalmamakta, aynı zamanda bilgi asimetrisini azaltmakta, riskleri çeşitlendirerek dağıtmakta, işlem maliyetlerini düşürmekte ve işletmeler üzerinde kurumsal yönetim fonksiyonu görerek kaynakların etkin dağılımını sağlamaktadır.

Schumpeter'in finansal sisteme ilişkin bu yaklaşımları devam eden süreçte Goldsmith (1969), McKinnon (1973), Shaw (1973) gibi önemli iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir. Goldsmith (1969), ülkelerin gelişmişlik düzeyi arttıkça finansal araçların toplam üretimdeki payının arttığını, dolayısıyla finansal gelişmişlik ile ekonomik faaliyetler arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğunu ileri sürmüştür. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) ise devletin banka sahipliğini elinde tutmasını, yapılacak işlemler üzerinde tasarruflarda bulunmasını ve uluslararası sermaye akımlarına yönelik kontrol uygulamalarını “finansal baskılama” olarak tanımlamış, bu durumun ekonomik büyümeyi engellediğini ileri sürmüşlerdir. Diğer taraftan, finansal liberalizasyon ve finansal gelişmenin yatırımların hacmini ve ortalama verimliliğini artıracığını, dolayısıyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyeceğini vurgulamışlardır.

Büyüme dinamikleri açısından finansal gelişmişliğin etkilerini araştıran çalışmalar içerisinde, King ve Levine (1993), finansal gelişmenin fiziksel sermaye ve üretkenlik artışıyla, dolayısıyla da ekonomik büyümeyle güçlü bir ilişkisi olduğunu savunurken, Al Yousif (2002), gelişmekte olan ülkeleri dikkate alarak yaptığı çalışmada, finansal gelişme ile ekonomik büyüme için karşılıklı olarak nedensellik ilişkisinin olduğunu ifade etmektedir. Calderon ve Lui (2003) ise bu çift yönlü nedenselliğin artan finansal derinlik nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere nazaran daha güçlü olduğunu, büyüme üzerinde finansal gelişmenin etkisinin sermaye birikimi ve verimlilikler yolu ile gerçekleştiğini belirtmişlerdir. Benzer şekilde Fisman ve Love (2004), finansal gelişmenin kaynak tahsisinde verimliliği artırarak şirketlerin ve sektörlerin gelişimini desteklediği, bu nedenle ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği bulgusuna ulaşmışlardır. Aghion, vd. (2005) çalışmasında ise finansal gelişmenin ülke ekonomileri arasında yakınsama sağladığını, bu yakınsamanın

sermaye birikiminden ziyade toplam faktör verimliliğindeki artışlar yoluyla gerçekleştiğini belirtmişlerdir.

Bu çalışmada, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin, kurumlar ve piyasalar ekseninde ayrı ayrı incelenmesi amaçlanmıştır. Bu bağlamda, 1990-2021 dönemini kapsayan çalışmada, farklı gelişmişlik seviyelerine sahip 68 ülkenin verileri kullanılmıştır. Refah göstergesi olarak kişi başına reel GSYH büyümesi; yatırım kapasitesini temsilen sabit sermaye yatırımları, tüketim dinamiklerini yansıtmak üzere hanehalkı tüketim harcamalarının GSYH içerisindeki payı ve genel devlet nihai tüketim harcamalarının GSYH içerisindeki payı, dış ekonomik ilişkileri göstermek amacıyla ise ihracat ve ithalat değerleri modele dâhil edilmiştir. Finansal gelişmenin ölçümünde ise, Finansal Gelişme Endeksi'nin iki alt bileşeni olan Finansal Kurumlar Gelişme Endeksi ile Finansal Piyasalar Gelişme Endeksi ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Finansal Kurumlar Endeksi, bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi finansal araçlar tarafından sunulan hizmetlerin kapsamını, erişilebilirliğini ve etkinliğini ölçen bileşik bir göstergedir. Bu endeks; özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı, sigorta primleri, emeklilik fonlarının büyüklüğü, banka şube ve ATM yoğunluğu gibi finansal aracılık kapasitesini yansıtan unsurları içermektedir. Finansal Piyasalar Endeksi ise sermaye piyasalarının derinliği, likiditesi ve işleyiş etkinliğini ölçen göstergelerden oluşmaktadır. Borsa kapitalizasyonu, hisse senedi ve borçlanma senedi ihraçları, firmaların piyasa değeri (ilk on büyük firma hariç) ve işlem hacimleri bu endeksin temel bileşenlerini oluşturur. Böylece endeks, firmaların sermayeye erişim kanallarının çeşitliliğini ve piyasa tabanlı finansal sistemin gelişmişlik düzeyini ortaya koymaktadır. Bu yönüyle çalışmanın, literatürde sınırlı sayıdaki araştırmada görülen ayrıntılı bir perspektif sunması hedeflenmektedir. Çalışmada, değişkenler arasındaki dinamik ilişkileri ve olası gecikmeli etkileri yakalayabilmek amacıyla dinamik panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmanın literatüre en önemli katkısı, finansal gelişmişliği yalnızca genel endeksler veya manşet göstergeler üzerinden değerlendirmek yerine, onu oluşturan iki temel bileşenin – finansal kurumlar ve finansal piyasalar – ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini karşılaştırmalı olarak analiz etmesidir. Bu yaklaşım, literatürde yaygın biçimde kullanılan tek boyutlu ölçüm anlayışının ötesine geçerek, finans–büyüme ilişkisinin çok katmanlı doğasını ortaya koymaktadır. Böylece, söz konusu boşluğu

gidermeyi amaçlayarak finansal kurumlar ile finansal piyasaların etkilerini ayrı ayrı ortaya koymakta; böylece politika yapıcılar açısından ekonomik büyümeyi destekleyici stratejilerin tasarımımda hangi boyutun önceliklendirilmesi gerektiğine dair somut, ölçülebilir ve politika açısından anlamlı bir çerçeve sunmaktadır. Çalışmada “Finansal kurumlar ve finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerindeki etkileri yön, büyüklük ve politika çıkarımları açısından birbirinden farklı mıdır?” sorusuna cevap aranmaktadır. Çalışma sorusu kapsamında oluşturulan hipotezi ise şu şekildedir:

H₀₁: Finansal sistemin bileşenleri olan finansal kurumlar ve finansal piyasalar, ekonomik büyüme üzerinde homojen etkilere sahiptir.

Bu hipotez, 1990–2021 döneminde 68 ülkeyi kapsayan bir veri seti kullanılarak Arellano–Bond GMM tahmin yöntemi ile test edilmiştir. Çalışmanın özgün katkısı, finansal gelişmişliği bileşen düzeyinde ele alarak, politika yapıcılar açısından tek boyutlu finansal kalkınma stratejilerinin geliştirilmesi gerekliliğini ortaya koyması ve finans–büyüme ilişkisinin çok yönlü yapısını analitik biçimde açığa çıkarmasıdır.

Literatür

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü ve niteliği, makroekonomi literatürünün en köklü ve tartışmalı alanlarından biri olmaya devam etmektedir. Erken dönem yaklaşımlar (Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Schumpeter, 1911; Shaw, 1973), finansal sistemin etkin işleyişinin sermaye birikimi, teknolojik yenilik ve uzun dönemli refah artışı için temel bir itici güç olduğunu ortaya koymuştur. Takip eden dönemde geliştirilen teorik ve ampirik çalışmalar, finansal gelişmişliğin yalnızca finansal derinlik göstergeleriyle değil; erişim, verimlilik ve istikrar gibi çok boyutlu unsurlarla değerlendirilmesi gerektiğini vurgulamıştır (Beck, 2011; Demirgüç-Kunt & Levine, 2008).

Bu çerçevede, Svirydzhenka (2016) tarafından geliştirilen Finansal Gelişmişlik Endeksi, finansal sistemin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini bileşen düzeyinde ayrıştırarak incelemeye olanak sağlamaktadır. Literatürde finansal kurumlar, tasarruf mobilizasyonu, kredi tahsisi ve risk yönetimi işlevleriyle; finansal piyasalar ise sermaye erişimi, risk çeşitlendirmesi ve yatırım kolaylaştırıcı rolleriyle birbirinden ayrılmakta, bu nedenle büyüme üzerindeki etkileri heterojen biçimde ortaya çıkmaktadır (Beck & Levine, 2003). Nitekim, bazı çalışmalarda finansal kurum

gelişiminin belirli koşullar altında büyümeyi sınırlayabileceği (Marconi & Upper, 2017), buna karşılık finansal piyasa gelişiminin daha istikrarlı biçimde pozitif etkiler ürettiği belirtilmiştir (Kazmi, 2020; Naik & Padhi, 2016).

Son yıllarda literatürde finansal kapsayıcılık da öne çıkan bir tema haline gelmiştir. Bankacılık hizmetlerine erişimin genişlemesi, düşük maliyetli finansman imkânlarının artırılması ve dezavantajlı grupların sisteme entegrasyonu, hem gelir eşitsizliğini azaltma hem de kapsayıcı büyüme sağlama potansiyeli taşımaktadır (Bhandari & Mohite, 2020; García vd., 2019; Singh & Pushkar, 2019). Bununla birlikte, aşırı finansal serbestleşmenin neden olabileceği kırılganlıklar (Safuan vd., 2021), küresel krizlerin ortaya çıkardığı yapısal riskler (Sahay vd., 2015) ve kurumsal kalitenin belirleyici rolü (Acheampong vd., 2020; Köse vd., 2006) dikkatle ele alınması gereken hususlardır.

Finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisinin her zaman doğrusal olmadığını, belirli bir eşğin aşılmasından sonra marjinal getirilerin azaldığını gösteren güncel çalışmalarda bulunmaktadır (Dwumfour & Gyamfi, 2020). Bu durum, finansal gelişmenin tek başına büyümeyi garanti etmediğini; etkin sonuçların ancak güçlü ekonomik ve siyasi kurumlar aracılığıyla sağlanabileceğini ortaya koymaktadır (Murinde, 2011). Nitelikli kurumlar, kaynak tahsisinin etkinliğini artırarak ve piyasa aksaklıklarını azaltarak finansal gelişmenin büyümeye katkısını güçlendirirken, kurumsal zafiyet yaşayan ekonomiler bu potansiyelden yeterince yararlanamamaktadır.

Ayrıca, literatürde finansal sistemin iki bileşeninin —bankacılık sektörü ve sermaye piyasalarının— tamamlayıcı işlevlerle birlikte geliştirilmesi gerektiği yönünde güçlü bir uzlaşa bulunmaktadır. Marwa vd. (2022) bu iki yapının eş zamanlı güçlendirilmesinin büyüme üzerindeki etkileri artırdığını ileri sürerken, Demirgüç-Kunt ve Levine (2008) de bu tamamlayıcılığın finansal istikrar ve büyüme için kritik olduğunu vurgulamaktadır. Dolayısıyla, politika tasarımı yalnızca tek bir finansal kanalın geliştirilmesine odaklanmak yerine, sistemin bütüncül bir perspektifle ele alınması gerekmektedir.

Bu doğrultuda, 21. yüzyılın dönüşen ekonomik yapısında politika önerilerinin yalnızca finansal sistemin büyüklüğüne değil, yapısına, etkinliğine ve kurumsal kapasitesine odaklanması önem taşımaktadır. Mevcut çalışmalar, politika yapıcılarının finansal

kurumlar ile piyasalar arasındaki yapısal farklılıkları dikkate alarak rekabeti, verimliliği ve kapsayıcılığı artıran; aynı zamanda makroekonomik istikrarı koruyan stratejiler geliştirmeleri gerektiğini göstermektedir (Trianto vd., 2021).

Bu bağlamda çalışmanın, literatüre iki temel noktada katkı sağlaması beklenmektedir. İlk olarak, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri bağlamsal etkilerin sönümlendiği manşet endeksler üzerinden değil, alt bileşenler (finansal kurumlar ve finansal piyasalar) düzeyinde incelemektir. Yalnızca “manşet” nitelikli, toplam endeks değerleri üzerinden yapılan analizler bu heterojen yapıyı göz ardı edebileceğinden, politika çıkarımlarında yanıltıcı sonuçlar doğurabilmektedir (Demirgüç-Kunt & Levine, 2008). Dolayısıyla bileşen bazlı ayrıştırma yaklaşımı, finansal kurumlar ile finansal piyasaların ekonomik büyümeye katkılarının ayrı ayrı değerlendirilmesine ve politika tasarımı daha isabetli stratejiler geliştirilmesine imkân tanımaktadır (Sviryzdenka, 2016).

Bu noktada iki boyutun etkilerinin yön ve şeklinin farklılık gösterip göstermediğinin tespiti finansal gelişme stratejilerinde finansal sistemin bileşenlerinin etkilerini belirlemek açısından önem arz etmektedir. İkinci olarak, analiz kapsamında GSYİH'nin harcama yöntemi bileşenlerinin (yatırım, kamu harcamaları, hanehalkı tüketimi, ihracat, ithalat) ayrı ayrı ele alınması, finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkilerinin makroekonomik talep kanalı üzerinden nasıl şekillendiğini daha net biçimde ortaya koymaktadır. 1990-2021 dönemini kapsayan, 68 ülkeyi içeren geniş bir panel veri seti ve Arellano-Bond GMM tahmin yönteminin kullanılması ise bulguların hem zamansal kalıcılık hem de nedensellik açısından güvenilirliğini güçlendirmektedir. Nihai bulgular, politika yapıcılar için finansal kurumlar ile piyasalar arasındaki dengenin önemini vurgularken, büyüme dostu reformların hangi alanlarda daha etkili olabileceğine dair daha hedefe yönelik ve isabetli bir çerçeve oluşmasına olanak sağlayacaktır.

Veri ve Yöntem

Çalışmada, 1990-2021 dönemini kapsayan ve farklı ekonomik gelişmişlik seviyelerine sahip 68¹ ülkenin verileri kullanılmıştır. Refah göstergesi olarak kişi başına reel GSYH

¹ Çalışmada kullanılan 68 ülkenin 27'si gelişmiş, 36'sı gelişmekte olan ve 5'i düşük gelirli ülke kategorisindedir. Çalışmada yer alan ülkeler şunlardır: Amerika Birleşik Devletleri, Almanya, Arjantin, Arnavutluk, Avustralya, Avusturya, Azerbaycan, Bangladeş, Belarus, Belçika, Brezilya, Bulgaristan, Cezayir, Çekya, Çin, Danimarka,

artış oranı; yatırım kapasitesi, tüketim dinamikler, dış ekonomik ilişkiler ve finansal gelişmişlik boyutları modele dâhil edilmiştir.

Ekonomik dalgalanmalar ve yapısal kırılmaların etkilerini azaltmak amacıyla, veriler beşer yıllık dönem ortalamaları şeklinde düzenlenmiştir. Bu kapsamda, 1990-1994, 1995-1999, 2000-2004, 2005-2009, 2010-2014 ve 2015-2019 şeklinde altı ayrı dönem oluşturulmuştur. COVID-19 pandemisinin yarattığı olağanüstü koşullar nedeniyle 2020-2021 dönemi ise iki yıllık ortalama olarak hesaplanmıştır (Levine vd., 2000).

Çalışmada, finansal gelişmenin ekonomik büyüme farklılıklarındaki rolü finansal gelişme endeksi dikkate alınarak irdelenmiştir. Literatürde sıkça vurgulandığı üzere, finansal gelişme ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrar üzerinde kritik bir belirleyicidir. Bu kavram, finansal sistemlerin sunduğu temel işlevlerin güçlendirilmesi anlamına gelmektedir (Levine, 2005). Söz konusu işlevler, hem tasarruf ve yatırım kararlarını şekillendirmekte hem de kaynakların en verimli alanlara yönlendirilmesini sağlamaktadır. Bu nedenle, finans sektörü; sermaye birikimi, beşerî sermayenin gelişimi ve toplam faktör verimliliği gibi büyümenin ana unsurları üzerinde doğrudan etkiye sahiptir. Çalışmanın amacı, finansal gelişmenin ülkeler arasındaki büyüme farklılıklarını açıklayıp açıklamadığını ortaya koymaktır. Bu doğrultuda, Finansal Gelişme Endeksi; derinlik (piyasa büyüklüğü, likidite), erişim (finansal hizmetlere ulaşılabilirlik) ile verimlilik (maliyet etkinliği ve piyasa etkinliği) boyutlarının birleşimi olarak tanımlanmıştır. Endeks, iki ana alt endeks ve her biri üçer alt bileşenden oluşan toplam altı alt endeksten meydana gelmektedir (Svirydenka, 2016). Ancak bu analizde, veri kısıtları ve hesaplama farklılıkları nedeniyle yalnızca Finansal Kurumlar Gelişme Endeksi ile Finansal Piyasalar Gelişme Endeksi dikkate alınmıştır.

Öncelikle, ekonomik performansı göstermek amacıyla kişi başına GSYH'nin yıllık büyüme oranı ($GRWP_t$) temel alınmıştır. Yatırım faaliyetlerini yansıtmak üzere, sabit sermaye oluşumunun GSYH'ye oranı ($GFCFG_t$) modele dâhil edilmiştir. Toplam talebin önemli bir bileşeni olan tüketim harcamaları iki ayrı göstergeyle ele alınmıştır: hanehalkı ile kâr amacı gütmeyen kuruluşların nihai tüketim harcamalarının GSYH'ye

Ekvador, Endonezya, Esvatini, Fas, Fiji, Finlandiya, Fransa, Gana, Güney Afrika, Hindistan, Hollanda, Hong Kong, İngiltere, İrlanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya, İzlanda, Japonya, Kamerun, Kanada, Kenya, Kıbrıs, Kolombiya, Kore, Lübnan, Lüksemburg, Macaristan, Malezya, Mauritius, Meksika, Mısır, Nijerya, Norveç, Pakistan, Paraguay, Peru, Portekiz, Romanya, Rusya, Senegal, Singapur, Slovakya, Suudi Arabistan, Şili, Tayland, Tunus, Türkiye, Ukrayna, Yeni Zelanda ve Yunanistan

oranı ($HNFCEG_t$) ve genel devletin nihai tüketim harcamalarının GSYH'ye oranı ($GFCEG_t$). Dış ticaretin büyüme üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla ise ihracatın ($EXPG_t$) ve ithalatın ($IMPG_t$) GSYH içindeki payları dikkate alınmıştır. Finansal gelişmişlik boyutunu ölçmek için ise finansal kurumların gelişmişlik düzeyini gösteren Finansal Kurumlar Gelişme Endeksi (FI_t) ve sermaye piyasalarının derinliğini ve etkinliğini temsil eden Finansal Piyasalar Gelişme Endeksi (FM_t) kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler, Dünya Bankası ve IMF'nin resmi istatistiklerinden elde edilmiş ve analizler Stata 16 programı gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada kullanılan temel denklem şu şekilde ifade edilmektedir:

$$Growth_{it} = \alpha + \rho Growth_{i,t-1} + \beta_1 FI_{it} + \beta_2 FM_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Denklemden yer alan, $Growth_{it}$ kişi başına reel GSYH büyüme oranını, FI_{it} , finansal kurumlar endeksini, FM_{it} , finansal piyasalar endeksini ve X_{it} , sabit sermaye yatırımları, kamu harcamaları, hanehalkı tüketimi, ihracat ve ithalat gibi kontrol değişkenlerini temsil etmektedir.

Çalışmada, ekonomik büyümenin kendi gecikmeli değerlerinden etkilendiği varsayımı göz önünde bulundurularak, geçmiş dönem etkilerini modele dâhil etmeye imkân tanıyan dinamik panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Bu kapsamda, Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi (GMM) yöntemi tercih edilmiştir. Bu yaklaşım, hem bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin modele dâhil edilmesiyle ortaya çıkan içsellik sorununu hem de ülkelere özgü sabit etkilerin yol açtığı yanlışlığı ortadan kaldırmaya olanak tanımaktadır. Böylece, geçmiş dönem büyüme oranlarının güncel ekonomik performans üzerindeki etkisi daha güvenilir biçimde analiz edilebilmektedir.

Arellano–Bond GMM yöntemi, iki temel aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada, gözlem birimlerine (ülkelere) özgü sabit etkileri ortadan kaldırmak amacıyla model birinci fark dönüşümüne tabi tutulmuştur. Bu işlem, zaman içinde değişmeyen faktörlerin etkisini gidererek, tahminlerin yapısal tutarlılığını güçlendirmektedir. Daha sonra, bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin hata terimiyle korelasyon oluşturabileceği dikkate alınarak, geçmiş dönem gözlemleri araç değişken olarak kullanılmıştır. Bu kapsamda, $Growth_{i,t-1}$ ve daha geriye giden gecikmeler geçerli araçlar olarak belirlenmiş; ayrıca

finansal kurumlar (FI) ve finansal piyasalar (FM) endekslerinin gecikmeleri de ek araç değişkenleri olarak dâhil edilmiştir. Araç sayısının örneklem büyüklüğüne göre aşırı artması durumunda modelin tanımlama gücü zayıflayabileceğinden, araç seti optimum düzeyde tutulmuş ve araçların geçerliliği Sargan testi ile doğrulanmıştır.

Modelin varsayımlarının sağlanıp sağlanmadığını belirlemek amacıyla hata terimleri üzerinde Arellano–Bond otokorelasyon testleri (AR(1) ve AR(2)) uygulanmıştır. AR(1) testinin anlamlı, AR(2) testinin ise anlamsız çıkması, modelin tahmin sürecinin içsel tutarlılığını desteklemektedir. Bunun yanı sıra, değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı olasılıklarına karşı ek tanısal kontroller gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçların sağlamlığını artırmak amacıyla tahminler iki aşamalı GMM yöntemi kullanılarak yapılmıştır. İkinci aşamada, dirençli (*robust*) standart hatalar kullanılmış; böylece heteroskedastisiteye karşı dayanıklı, istatistiksel olarak daha güvenilir sonuçlar elde edilmiştir.

Çalışmada tercih edilen bu yöntem, finansal kurumlar ve finansal piyasalar arasındaki karşılıklı etkileşimin dinamik doğasını dikkate alarak, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini bütüncül ve istatistiksel olarak tutarlı biçimde analiz etmeyi mümkün kılmaktadır. Arellano–Bond GMM yaklaşımı, kısa zaman boyutuna sahip ancak ülke kapsamı geniş panel veri setleri için uygun bir yöntem olması nedeniyle, çalışmanın ampirik çerçevesine teknik açıdan en uygun tahmin aracı olarak değerlendirilmiştir.

Bulgular

Dinamik Panel Veri Analizi Bulguları

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme farklılıklarındaki rolü finansal gelişme endeksi dikkate alınarak incelemek amacıyla Arellano-Bond (AB) GMM tahmincisi elde edilmiştir (Model 1). Model bulgularına, öncelikle araç değişkenlerin içsel tutarlılığını değerlendirmek amacıyla Sargan testi uygulanmıştır. Teste ilişkin bulgular, tek aşamalı tahminci kullanıldığında araç değişkenlerin geçerli olmadığını göstermektedir. Ayrıca, Arellano–Bond AR(1) ve AR(2) testleri ile hata terimlerindeki otokorelasyon incelenmiş; birinci dereceden otokorelasyonun mevcut, ancak ikinci dereceden otokorelasyonun istatistiksel olarak anlamlı düzeyde olmadığı tespit edilmiştir (AR(2) için $p > 0.05$). Bu bulgular, modelin temel varsayımlarıyla uyumlu olmakla birlikte, olası

içsellik (Sargan Testi $p<0.05$) sorunlarını azaltmak amacıyla iki aşamalı GMM tahmincisi (Model 2) tercih edilmiştir.

Model 2 bulguları, içsellik problemlerinin ortadan kalktığını göstermektedir ($p>0.05$). Bununla birlikte, literatürde GMM tahminleri standart hatalarının aşağı yönlü sapma gösterebileceği (Windmeijer, 2005) vurgulandığından, dirençli (robust) standart hatalar ile Model 3 kapsamında tahminler yeniden elde edilmiştir. Katsayıların yönü ve büyüklüğü korunmuş, yalnızca anlamlılık düzeylerinde sınırlı değişimler gözlenmiştir

Dirençli hatalar ile tahmin edilen Model 3 bulgularına göre, sabit sermaye yatırımları, kamu harcamaları, hanehalkı tüketimi ve ihracat ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilerken; ithalatın büyüme üzerindeki etkisi negatiftir. Sabit sermaye yatırımlarının pozitif etkisi, üretim kapasitesinin artırılmasının büyüme açısından belirleyici olduğunu; kamu harcamalarının pozitif etkisi ise maliye politikalarının toplam talebi destekleyici rolünü doğrulamaktadır. Buna karşılık ithalatın negatif etkisi, dışa bağımlılığın ve ithalat ikamesi eksikliğinin büyüme üzerinde sınırlayıcı bir unsur olduğunu göstermektedir.

Çalışmanın odağını oluşturan finansal gelişme göstergelerine ilişkin bulgular incelendiğinde, Finansal Kurumlar Gelişme Endeksi'nin ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediği, Finansal Piyasalar Gelişme Endeksi'nin ise büyüme üzerinde olumlu etkiye sahip olduğu görülmüştür. Nitekim, gelişmiş finansal piyasaların ekonomik büyümeyi destekleyici, buna karşın finansal kurumlar alanında yaşanan yapısal veya verimlilik sorunlarının büyüme üzerinde kısıtlayıcı etkiler yaratabileceği ifade edilebilmektedir. Dolayısıyla, finansal sistemin farklı bileşenlerinin büyüme üzerindeki etkilerinin yönü ve büyüklüğü, politika tasarımıyla ayrı ayrı dikkate alınması gereken unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Finansal kurumlar endeksi, özel sektör tarafından kullanılan krediler, emeklilik fonları, sigorta primleri, banka şube ve ATM sayıları ve bankacılık sektörüne ilişkin farklı faaliyetleri yansıtan göstergelerden oluşmaktadır. Endeksin büyümeye olumsuz etkisi, özellikle bankacılık sektöründeki gelişimin belirli koşullarda ekonomik büyüme üzerinde sınırlayıcı etkiler yaratabileceğine işaret etmektedir. Bu durum, kredi genişlemesinin verimsiz alanlara yönelmesi, finansal aracılık maliyetlerinin yüksekliği veya kurumsal yapının etkin işlememesi gibi faktörlerle açıklanabilir. Ayrıca finansal

kurumların, özellikle finansal verimlilik açısından, finansal piyasalardan daha güçlü bir ekonomik karmaşıklık etkisine sahip olduğu bilinmektedir.

Diğer taraftan, borsa kapitalizasyonu, hisse senedi değeri, borçlanma senedi, firmaların (ilk onda yer alan firmalar hariç) piyasa değeri ve borsa işlem hacimleri gibi çeşitli göstergelerden oluşan finansal piyasalar endeksinin büyümeye olumlu etkisi, özellikle şirketlerin finansmana erişiminin kolaylaşması, piyasa yoğunlaşmasının dengelenmesi ve rekabetçi piyasa koşullarının güçlenmesi yoluyla büyümeye katkı sağlayabileceğini göstermektedir. Katsayıların zıt yönlü işaretleri ve anlamlılık düzeyleri, finansal sistem bileşenlerinin büyüme üzerindeki etkilerinin homojen olmadığını, dolayısıyla H_0 hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Bu bulgu, finansal gelişmenin büyümeyi tek yönlü ve doğrusal bir biçimde etkilemediğini; aksine, kurumlar ve piyasaların farklı işlevleri nedeniyle bu ilişkinin bağlama duyarlı ve heterojen bir yapıya sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Ülke grupları dikkate alındığında, gelişmiş ekonomilerde finansal piyasaların etkisi daha belirgin ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde finansal kurumların etkisi sınırlı, finansal piyasaların etkisi ise daha zayıf ancak pozitif yönlüdür. Bu farklılık, finansal derinlik, kurumsal kapasite ve piyasa yapısındaki heterojenliğin büyüme üzerindeki asimetrik etkilerini ortaya koymaktadır.

Finansal sistemin iki temel bileşeni – kurumlar ve piyasalar – ekonomik büyüme üzerinde zıt yönlü etkiler üretmektedir. Finansal kurumlarda yapısal reformların, kredi tahsisinde etkinliğin ve kurumsal kalitenin artırılması; finansal piyasalarda ise derinlik, likidite ve yatırımcı güveninin güçlendirilmesi, sürdürülebilir büyüme politikaları açısından kritik öneme sahiptir.

Tablo 1. Arellona-Bond Model

$GRWP_{it}$	Model 1		Model 2		Model 3	
	a_i	P	a_i	p	a_i	p
$GRWP_{it-1}$	0.334***	0.000	0.452***	0.000	0.452***	0.000
$GFCFG_{it}$	0.226***	0.007	0.198**	0.014	0.198*	0.084
$GFCEG_{it-1}$	0.263**	0.012	0.228**	0.023	0.228**	0.051
$HNFCEG_{it}$	0.105	0.156	0.2499***	0.000	0.2499**	0.010
$EXPG_{it}$	28.526***	0.000	32.759***	0.000	32.759***	0.001
$IMPG_{it}$	-23.6348***	0.001	-27.766***	0.000	-27.766***	0.004
FI_{it}	-5.877***	0.001	-5.953***	0.000	-5.953***	0.001
FM_{it}	3.602**	0.025	4.247***	0.001	4.247***	0.004
μ_0	-15.051**	0.017	-23.260***	0.000	-23.260***	0.005
Wald(8)	112.98***	0.000	363.35***	0.000	159.86***	0.000
Sargan Testi (44)	17.983***	0.021	9.192	0.326		
AR(1)	- 4.484***	0.000	- 4.824***	0.000	-4.329***	0.000
AR(2)	- 2.880***	0.004	0.092	0.926	0.0905.	0.928

$$GRWP_{it} = \mu_0 + a_1 GRWP_{it-1} + a_2 GFCFG_{it} + a_3 GFCEG_{it-1} + a_4 HNGCEG_{it} + a_5 EXPG_{it} + a_6 IMPG_{it} + a_7 FI_{it} + a_8 FM_{it} + u_{1it}$$

Tek Aşamalı GMM tahminci Model 1, İki aşamalı GMM tahmincisi Model 2 ve Dirençli standart hatalarla İki Aşamalı GMM modeli Model 3:ile gösterilmiştir.

Modelde katsayılar yanında yer alan yıldız işaretleri istatistiksel anlamlılık düzeylerini göstermektedir: *p<%10, **p<%5, *** p<%1
Not: Tablodaki sonuçlara göre, gecikmeli büyüme değişkeni ([GRWP]_(it-1)) %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur ve büyüme dinamiklerinin sürekliliğini göstermektedir. Kamu harcamaları, hanehalkı tüketimi ve ihracat değişkenleri çoğunlukla %5 anlamlılık düzeyinde, sabit sermaye oluşumu değişkeni ise %10 anlamlılık düzeyinde pozitif etkiye sahiptir (p kuyruk olasılığı değerleri). Buna karşılık ithalat ile finansal kurumlar endeksi (FI) büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etki göstermektedir (p<0.01). Finansal piyasalar endeksi (FM) ise büyüme üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkide bulunmuştur (p<0.05). Model geçerliliğini test eden tanısal istatistikler Sargan testi ve Arellano–Bond otokorelasyon testleri ile doğrulanmıştır. Sargan testi sonuçları, kullanılan araç değişkenlerin geçerli olduğunu göstermekte; AR(1) testinin anlamlı, AR(2) testinin ise anlamsız çıkması, modelin tutarlılığına işaret etmektedir. Wald testi sonuçları modelin genel olarak istatistiksel olarak anlamlı olduğunu teyit etmektedir (p<0.01).

Teori Perspektifinden Bulguların Değerlendirilmesi

Büyüme teorilerinde yatırımların oynadığı kritik rol göz önüne alındığında, yatırımların büyümeyi destekleyici bir etkiye sahip olması teoriyle örtüşmektedir. Keynesyen yaklaşım ise, talep yönlü bakış açısıyla, kamu nihai tüketim harcamalarının ekonomik büyümeye katkısını öngörmektedir. Bu bulgular, sadece ampirik bir tespit olmanın ötesinde hem yatırımın üretim kapasitesini artırıcı hem de kamu harcamalarının toplam talebi destekleyici rolünü doğrulamaktadır. Sabit sermaye oluşumu (Blomstrom vd., 1993; Kwan vd., 1999) ve kamu harcamaları (Alshammary vd., 2022; Barro, 1990; Loizides ve Vamvoukas, 2005) açısından literatürle bulgular desteklemektedir.

Teorik çerçevede, tüketim harcamalarına ilişkin olarak geliştirilen farklı yaklaşımlar² tüketim düzeyini belirleyen faktörler konusunda farklı varsayımlar ortaya koymaktadır. Ancak bu yaklaşımlar arasındaki metodolojik ve kavramsal farklılıklara rağmen, tüketimin hem talep hem de arz yönlü etkileri bakımından ekonomik büyümede kritik bir rol oynadığı yönünde genel bir uzlaşa bulunmaktadır. Hanehalkı nihai tüketim harcamalarının büyüme üzerinde pozitif etkisi, özellikle Keynesyen bakış açısı ile Mutlak Gelir Hipotezi'nin öngörülleriyle örtüşmektedir. Ayrıca, tüketimin sürekliliğini ve beklentiye dayalı yapısını vurgulayan Sürekli Gelir ve Ömür Boyu Gelir hipotezleri açısından değerlendirildiğinde, pozitif etkinin ekonomik istikrar koşullarında daha belirgin hale gelmesi, tüketim-büyüme ilişkisinin beklentiler ve güven ortamı üzerinden de şekillendiğini göstermektedir. Çalışmadan elde edilen bulgular, literatürde yer alan benzer araştırmaların sonuçlarıyla paralellik göstermektedir (Al Rasasi vd., 2021; Mishra, 2011; Ramli & Andriani, 2013; Ridzuan vd., 2014).

Dış ticaret bileşenlerine ilişkin bulgular incelendiğinde, ihracatın büyüme üzerinde pozitif, ithalatın ise negatif etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar, uluslararası ticaret teorilerinin öngörülleriyle genel olarak uyum göstermektedir. Ekonomide toplam talebi artıran ihracatın, üretim kapasitesini genişletmesi ve döviz girdisi sağlaması yoluyla ekonomik büyümeye pozitif katkı sağlaması beklenen bir durumdur. Buna karşılık, ithalatın toplam talebi yurt içinden dış pazarlara yönlendirmesi ve yerli üretimi ikame etme potansiyeli nedeniyle büyüme üzerinde negatif etki yaratması, teorik

² Mutlak Gelir Hipotezi, Nispi Gelir Hipotezi, Ömür Boyu Gelir Hipotezi ve Sürekli Gelir Hipotezi

çerçevede öngörülen bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Ayrıca, çalışma bulguları literatürde yer alan ihracat ve ithalat açısından çeşitli çalışmalar ile benzerlik göstermektedir (Assaf & Abdulrazag, 2015; Balassa, 1978, Lussier, 1993; Omoke & Charles, 2021; Sulaiman & Saad, 2009). Bununla birlikte, bulgular dış ticaret bileşenlerinin gelişmiş ülkelerde büyüme oranı üzerinde daha net bir etki ortaya çıkardığını göstermektedir. Nitekim, söz konusu ülkelerin yüksek dışa açıklık düzeyleri ve küresel ekonomiyle güçlü entegrasyonlarıyla ilişkilendirilmektedir (Michaely, 1977).

Finansal gelişme boyutunda ise, finansal kurumlar gelişme endeksinin ekonomik büyüme üzerinde olumsuz, finansal piyasalar gelişme endeksinin ise olumlu etkili olduğu yönündeki bulgular, finansal gelişme–büyüme ilişkisinin literatürde vurgulanan finansal sistemin gelişmişliğinin ekonomik faaliyetleri hem arz hem de talep yönlü olarak etkilediğine dair beklenti ile desteklenmektedir. Nitekim teorik çerçevede, iyi işleyen finansal sistemlerin kaynak tahsisini verimli hale getirerek, risk yönetimini güçlendirerek ve bilgi asimetrilerini azaltarak sermaye birikimi ve teknolojik yenilik yoluyla büyümeyi teşvik ettiği öne sürülmektedir (Beck, 2011; Demirgüç-Kunt & Levine, 2008; Schumpeter, 1911). Ancak bu ilişkinin yönü ve şiddeti, finansal gelişmenin niteliği, kurumsal kapasite, makroekonomik istikrar ve ülkenin gelişmişlik düzeyi gibi faktörlere bağlı olarak farklılaşabilmektedir. Örneğin Bibi (2022) ise Güney Asya ülkelerinde banka bazlı finansal gelişmişlik göstergelerinin büyümeyi pozitif yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Beck vd. (2007) tarafından da vurgulandığı üzere, finansal derinliğin sağlandığı bir ortamda, kredi kanalı başta olmak üzere finansmana erişimin kolaylaşması; firmaların sabit sermaye yatırımlarını, hanehalkının ise tüketim harcamalarını desteklemektedir. Ancak bu olumlu etkiler, büyük ölçüde finansal istikrarın varlığı ile mümkün hale gelmektedir. Nitekim finansal kurumlar endeksinin negatif etkisi, Mishkin (1997) çalışmasında belirttiği gibi, istikrarın zayıf olduğu durumlarda artan belirsizlik ve yüksek risk primleri nedeniyle kaynak tahsisinin bozulması ve kredi mekanizmalarının etkinliğinin azalmasıyla açıklanabilmektedir.

Çalışmada finansal piyasaların büyüme üzerindeki olumlu etkisi, söz konusu literatürle uyumlu olup, piyasa derinliği ve rekabetin sermaye tahsisini verimli hale getirdiği yönündeki görüşleri desteklemektedir. Öte yandan, bankacılık sektörü göstergelerinden türetilen finansal kurumlar endeksinin olumsuz etkisi, özellikle gelişmekte olan ve

düşük gelirli ülkelerde kredi tahsisinin verimsiz alanlara yönelmesi, yüksek aracılık maliyetleri ve zayıf kurumsal yapı gibi unsurların büyümeyi sınırlayabileceğini göstermektedir. Bu durum, literatürde vurgulanan, finansal gelişmenin etkilerinin her zaman doğrusal ve pozitif olmayabileceği yönündeki görüş ile de (Idun, 2021) örtüşmektedir.

Bulgular aynı zamanda Schumpeter'in finansal araçların yenilikçi girişimcilere kaynak sağlayarak teknolojik ilerleme ve ekonomik büyümeyi teşvik ettiği yönündeki görüşleriyle kısmen çelişmektedir. Çalışmada bankacılık sektörü göstergelerinden türetilen finansal kurumlar endeksinin olumsuz etkisi, Goldsmith (1969) çalışmasında ülkelerin gelişmişlik düzeyi arttıkça finansal aracılık faaliyetlerinin üretimdeki payının yükseldiği yönündeki tespitinin, ancak kurumsal etkinlik ve istikrar sağlandığında geçerli olabileceğini göstermektedir. Öte yandan, McKinnon (1973) ile Shaw (1973)'un finansal baskılama kavramı çerçevesinde ileri sürdüğü, devlet müdahalesi ve sermaye hareketlerine yönelik kısıtların büyümeyi olumsuz etkilediği yönündeki argüman, bu negatif etkiyi açıklayan olası mekanizmalardan biri olarak değerlendirilebilir.

Finansal piyasalar gelişme endeksinin büyüme üzerindeki olumlu etkisi, sermaye birikimi ve verimlilik artışı yoluyla büyümeyi desteklediğini ortaya koyan bulgularla uyum göstermektedir (King & Levine, 1993). Gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunduğu ve bu ilişkinin artan finansal derinlik nedeniyle daha güçlü seyrettiği tespitleri de söz konusu pozitif piyasa etkisini desteklemektedir (Calderon & Liu, 2003). Ayrıca, finansal gelişmenin kaynak tahsisinde verimliliği artırarak firma ve endüstri gelişimini teşvik ettiği ve toplam faktör verimliliğindeki artışlar yoluyla ülkeler arasında yakınsamayı sağladığı yönündeki bulgular, bu ilişkinin mekanizmalarını güçlendirmektedir (Aghion vd., 2005; Fisman & Love, 2004). Bu çerçevede, çalışmada finansal piyasaların büyüme üzerindeki olumlu etkisi; gelişmiş rekabet ortamı, etkin sermaye tahsisi ve firmaların finansmana erişim imkânlarının artması ile açıklanabilmektedir.

Çalışmada elde edilen bulgular, finansal kurumlar ile finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin yön/şeklinin farklılaştığını ortaya koymaktadır. Bankacılık sektöründe etkinlik ve istikrarın artırılması, kredilerin verimsiz alanlar yerine üretken yatırımlara yönlendirilmesi, Mishkin (1997) tarafından vurguladığı gibi

finansal istikrarın büyüme için temel koşul olduğu görüşüyle uyumluluk göstermektedir. Buna karşılık, sermaye piyasalarında derinlik, likidite ve yatırımcı güvenini güçlendiren adımlar atılması, finansal gelişmenin sermaye birikimi ve verimlilik yoluyla büyümeyi destekleyeceği için oldukça önemlidir. İki alt endeks açısından da Beck vd. (2007) tarafından vurgulanan şekilde, hukuki ve kurumsal altyapının güçlendirilmesi, finansal okuryazarlığın artırılması ve finansal istikrarın korunması, sürdürülebilir büyüme hedeflerine ulaşmada kritik öneme sahiptir.

Çalışmada yer alan ülkelerin borsa ve sermaye piyasaları bakımından görece daha derin ve gelişmiş bir yapıya sahip olmasının yanı sıra, özellikle düşük gelirli ülkelerde bankacılık sektörünün yeterince derinleşmemiş olmasının bu farklı yönlü etkilerde belirleyici olabileceğine işaret etmektedir. Ayrıca, örnekleme 68 ülkenin 27'si gelişmiş, 36'sı gelişmekte (yükselen) olan ve 5'i düşük gelirli ekonomilerden oluşması ve bu ülkelerde piyasa bazlı ekonomik yapıların baskın olması, finansal piyasaların bankacılık sektörüne kıyasla daha etkin ve derinleşmiş bir yapıya sahip olduğu yorumunu desteklemektedir.

Sonuç

Çalışma, finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini finansal kurumlar ve finansal piyasalar bağlamında inceleyerek, finans-büyüme ilişkisine bütüncül bir perspektif kazandırmaktadır. Harcamalar yöntemine göre tanımlanan GSYH bileşenleri temel alınarak yapılan analizde, 1990–2021 dönemine ait 68 ülkenin verileri kullanılmış ve geçmiş dönem etkilerini dikkate almak amacıyla Arellano–Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi (GMM) yöntemi uygulanmıştır. Dönemin hem finansal serbestleşme süreçleri hem de Asya ve Küresel Finans krizleri ile COVID-19 gibi büyük ölçekli şokları kapsaması, bulguların yapısal bir görünüm sunmasına olanak sağlamıştır.

Bulgular, ekonomik büyümenin temel belirleyicileri olan yatırım, tüketim, dış ticaret ve finansal gelişme bileşenlerinin teorik beklentilerle büyük ölçüde uyumlu olduğunu göstermektedir. Sabit sermaye yatırımlarının büyümeyi destekleyici etkisi, üretim kapasitesinin genişlemesi ve verimlilik artışıyla ilişkilidir. Kamu harcamalarının pozitif etkisi, maliye politikalarının toplam talebi destekleme ve ekonomik istikrarı güçlendirme işlevini doğrulamaktadır. Hanehalkı tüketimindeki artışın büyümeye

katkısı ise gelir düzeyinin yanı sıra güven, beklenti ve istikrar koşullarına duyarlıdır. Dış ticaret bileşenlerinde ihracat büyümeyi desteklerken, ithalatın üretimi ikame etme eğilimi nedeniyle büyümeyi sınırladığı görülmektedir. Özellikle küresel entegrasyon düzeyi yüksek ekonomilerde, dış ticaretin büyüme üzerindeki etkisinin daha belirgin hale geldiği tespit edilmiştir.

Finansal gelişme boyutundaki bulgular, finans–büyüme ilişkisinin homojen bir yapıdan ziyade bağlama duyarlı ve çok boyutlu bir nitelik taşıdığını ortaya koymaktadır. Finansal piyasaların gelişmesi, sermaye tahsisinin etkinliğini artırmakta, rekabeti teşvik etmekte ve finansmana erişimi kolaylaştırarak büyümeyi desteklemektedir. Buna karşılık, finansal kurumların gelişmişlik düzeyindeki artışın büyümeyi sınırlayıcı yönde etkilediği görülmüştür. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde kredi tahsisindeki etkinlik sorunları, yüksek aracılık maliyetleri ve kurumsal zafiyetlerin finansal derinleşmenin potansiyel faydalarını kısıtladığına işaret etmektedir. Dolayısıyla finansal gelişme, her zaman pozitif ve doğrusal bir büyüme dinamiği üretmemekte; sistemin yapısal özellikleri ve kurumsal kapasite bu ilişkinin yönünü belirlemektedir.

Bu çalışma, finans–büyüme literatürüne iki yönlü bir katkı sunmaktadır: (a) Finansal gelişmişliğin bileşenlerini finansal kurumlar ve finansal piyasalar olarak ayrıştırarak, literatürdeki tek boyutlu yaklaşımları genişleten bütüncül bir analiz çerçevesi geliştirmektedir. (b) Dinamik panel veri yöntemi aracılığıyla, bu iki bileşenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini ayrıştırmalı biçimde inceleyerek finansal sistemin içsel heterojenliğini ortaya koymaktadır. Bu yönleriyle çalışma, hem metodolojik derinlik hem de politika açısından özgün ve uygulanabilir bir perspektif sunmaktadır.

Çalışma finansal kurumların gelişmişliğindeki artışın ekonomik büyüme üzerinde negatif, finansal piyasaların gelişmişliğindeki artışın ise pozitif etkiler yarattığını ortaya koymaktadır. Başka bir ifade ile bu bulgu finansal sistemin iki bileşeninin farklı mekanizmalar aracılığıyla büyümeyi etkilediğini ve bu nedenle politika tasarımı da bileşen bazlı yaklaşımların önem kazandığını göstermektedir. Ayrıca, sabit sermaye yatırımları, kamu harcamaları, hanehalkı tüketimi ve ihracatın büyümeyi destekleyen; ithalatın ise sınırlandırıcı etkiler yaratan unsurlar olduğu belirlenmiştir. Bu durum, yatırım ve ihracat odaklı kalkınma stratejilerinin güçlendirilmesi gerektiğini, ithalatın

ise niteliği ve yapısı itibarıyla stratejik biçimde yönetilmesinin önemini ortaya koymaktadır.

Finansal kalkınma politikaları açısından elde edilen bulgular, ülkelerin finansal yapılarının özgün koşullarına göre farklılaştırılmış stratejiler benimsemeleri gerektiğini göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, finansal kurumların verimliliğini artırmaya, kredi tahsisini üretken sektörlere yönlendirmeye ve finansal aracılık maliyetlerini düşürmeye odaklanmanın önemli bir gereklilik olduğunu göstermektedir. Kurumsal yönetişimin güçlendirilmesi, bilgi asimetritelerinin azaltılması ve finansal erişimin genişletilmesi, bu ülkelerde hem finansal istikrarı hem de sürdürülebilir büyümeyi destekleyici bir role sahip bir özellik olarak görülmektedir.

Gelişmiş ekonomilerde, finansal piyasaların derinliğinin korunması ve finansal inovasyonun etkin biçimde denetlenmesi ön plana çıkmaktadır. Sermaye piyasalarının şeffaflığı, yatırımcı güveninin sürdürülmesi ve risk yönetimi kapasitesinin güçlendirilmesi, uzun vadeli ekonomik istikrar açısından belirleyici unsurlardır.

Düşük gelirli ülkelerde ise finansal kapsayıcılığın artırılması, dijital finansal hizmetlerin yaygınlaştırılması ve sistemlerin güçlendirilmesi, finansal derinleşmenin tabana yayılmasını sağlayarak büyüme sürecine ivme kazandırabilir. Bu ülkelerde finansal okuryazarlığın geliştirilmesi, dijital altyapının güçlendirilmesi ve kamu destekli finansal yeniliklerin teşvik edilmesi, finansal sistemin daha kapsayıcı hale gelmesine katkı sağlayacaktır.

Tüm ülke grupları açısından ortak bir gereklilik ise kurumsal kapasitenin ve finansal yönetim kalitesinin artırılmasıdır. Finansal regülasyonların bağımsızlığı, denetim kurumlarının etkinliği ve politika tutarlılığı, finansal gelişmenin kalıcı ve istikrarlı bir büyüme patikasına dönüşmesi için ön koşuldur.

Ayrıca, finansal gelişme politikalarının yalnızca kısa vadeli büyüme hedeflerine değil, uzun vadeli sürdürülebilirlik ilkelerine dayanması gerekmektedir. Bu çerçevede, yeşil finansman, dijital dönüşüm yatırımları ve kapsayıcı finans uygulamaları gibi alanlar, büyümenin kalitesini artırmanın yanı sıra ekonomik dayanıklılığı da güçlendirebilir.

Finansal sistemin iki temel bileşeni olan kurumlar ve piyasalar, ekonomik büyüme üzerinde birbirini tamamlayan ancak farklı yönlerde etkiler yaratmaktadır. Bu nedenle politika yapıcılar, finansal kurumların verimliliğini artırırken, finansal piyasaların

derinliğini ve rekabet kapasitesini güçlendiren bütüncül bir kalkınma yaklaşımı benimsemelidir. Böyle bir strateji, finansal istikrarı koruyarak sürdürülebilir, kapsayıcı ve dirençli bir ekonomik büyüme yapısının oluşturulmasına katkı sağlayacaktır.

Çıkar Çatışması Beyanı

Yazarlar, bildirilen çalışmayı etkileyebilecek herhangi bir finansal çıkar veya kişisel ilişki bulunmamaktadır.

Etik Onay

Bu çalışma için etik kurul onayı gerekli değildir, çünkü araştırma insan katılımcılardan veya hayvanlardan veri toplamamış, deneysel bir müdahale içermemiş ve kamuya açık ikincil kaynaklardan elde edilen verilerle yürütülmüştür.

Kaynakça

- Acheampong, A. O., Amponsah, M., & Boateng, E. (2020). Does financial development mitigate carbon emissions? Evidence from heterogeneous financial economies. *Energy Economics*, 88, 104768. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2020.104768>
- Aghion, P., Howitt, P., & Mayer-Foulkes, D. (2005). The effect of financial development on convergence: Theory and evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 173–222. <https://doi.org/10.1162/0033553053327515>
- Al Rasasi, M., Alzahrani, Y., & Alassaf, M. (2021). On the causal relationship between household consumption and economic growth in Saudi Arabia. *Business and Economic Research*, 11(2), 165–177. <https://doi.org/10.5296/ber.v11i2.18374>
- Alshammmary, M. D., Khalid, N., Karim, Z. A., & Ahmad, R. (2022). Government expenditures and economic growth in the MENA region: A dynamic heterogeneous panel estimation. *International Journal of Finance & Economics*, 27(3), 3287–3299. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2297>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>

- Assaf, G. A., & Abdulrazag, B. A. (2015). The validity of export-led growth hypothesis for Jordan: A bounds testing approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 199–211.
- Balassa, B. (1978). Exports and economic growth: Further evidence. *Journal of Development Economics*, 5(2), 181–189. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(78\)90006-8](https://doi.org/10.1016/0304-3878(78)90006-8)
- Barro, R. J. (1990). Government spending in a simple model of endogenous growth. *The Journal of Political Economy*, 98(5), S103–S125. <https://doi.org/10.1086/261726>
- Beck, T. (2011). The role of finance in economic development: Benefits, risks, and politics. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1974471>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2007). Finance, inequality and the poor. *Journal of Economic Growth*, 12(1), 27–49. <https://doi.org/10.1007/s10887-007-9010-6>
- Bhandari, V., & Mohite, V. (2020). Banking outreach: A geographic and demographic analysis for countries of the Gulf Cooperation Council. *Emerging Economy Studies*, 6(2), 214–228. <https://doi.org/10.1177/2394901520977459>
- Bibi, R. (2022). Banking sector development and economic growth in South Asian countries: Dynamic panel data analysis. *Journal of Environmental Science and Economics*, 1(1), 52–57.
- Blomstrom, M., Lipsey, R. E., & Zejan, M. (1993). Is fixed investment the key to economic growth? (NBER Working Paper No. 4436). *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w4436>
- Calderón, C., & Liu, L. (2003). The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of Development Economics*, 72(1), 321–334. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(03\)00079-8](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(03)00079-8)
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2008). Finance, financial sector policies, and long-run growth (World Bank Policy Research Working Paper No. 4469). *World Bank*. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-4469>

- Dwumfour, R. A., & Gyamfi, M. N. (2020). How does the various sectors of the financial market influence growth around the globe? *SSRN*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3608407>
- Fisman, R., & Love, I. (2004). Financial development and the composition of industrial growth (NBER Working Paper No. 9583). *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w9583>
- García, L. C., Brío, E. B. D., & Oscanoa-Victorio, M. L. (2019). Female financial inclusion and its impacts on inclusive economic development. *Women's Studies International Forum*, 77, 102300. <https://doi.org/10.1016/j.wsif.2019.102300>
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. Yale University Press.
- Kazmi, S. M. A. (2020). Firms' financial constraints and exporting tendency in Pakistan. *Pakistan Social Sciences Review*, 4(3), 168–180. [https://doi.org/10.35484/psr.2020\(4-iii\)](https://doi.org/10.35484/psr.2020(4-iii))
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737. <https://doi.org/10.2307/2118406>
- Köse, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. (2006). Financial globalization: A reappraisal (NBER Working Paper No. 12484). *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w12484>
- Kwan, A., Wu, Y., & Zhang, J. (1999). Fixed investment and economic growth in China. *Economics of Planning*, 32(1), 67–79. <https://doi.org/10.1023/A:1003537306983>
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31–77. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(00\)00017-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(00)00017-9)
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (Eds.), *Handbook of economic growth* (pp. 865–934). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)

- Loizides, J., & Vamvoukas, G. (2005). Government expenditure and economic growth: Evidence from trivariate causality testing. *Journal of Applied Economics*, 8(1), 125–152. <https://doi.org/10.1080/15140326.2005.12040621>
- Lussier, M. (1993). Impacts of exports on economic performance: A comparative study. *Journal of African Economies*, 2(1), 106–127. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jae.a036810>
- Marconi, D., & Upper, C. (2017). Capital misallocation and financial development: A sector-level analysis. *Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper No. 1143)*.
- Marwa, T., Muizzuddin, M., & Asngari, I. (2022). Financial development and economic growth: Evidence from Asia-Pacific countries. *Integrated Journal of Business and Economics*, 6(1), 64. <https://doi.org/10.33019/ijbe.v6i1.459>
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and capital in economic development*. The Brookings Institution.
- Michaely, M. (1977). Exports and growth: An empirical investigation. *Journal of Development Economics*, 4(1), 49–53. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(77\)90006-2](https://doi.org/10.1016/0304-3878(77)90006-2)
- Mishkin, F. S. (1997). The causes and propagation of financial instability: Lessons for policymakers. In *Maintaining financial stability in a global economy* (pp. 55–96). Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Mishra, P. K. (2011). Dynamics of the relationship between real consumption expenditure and economic growth in India. *Indian Journal of Economics & Business*, 10(4), 541–551.
- Murinde, V. (2011). Financial development and economic growth: Global and African evidence. *Journal of African Economies*, 21, 10–57. <https://doi.org/10.1093/jae/ejr042>
- Naik, P. K., & Padhi, P. (2016). Investor sentiment, stock market returns and volatility: Evidence from National Stock Exchange of India. *International Journal of Management Practice*, 9(3), 213–237.

- Omoke, P., & Charles, S. O. (2021). Trade openness and economic growth nexus: Exploring the role of institutional quality in Nigeria. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), Article 1909593. <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1909593>
- Ramli, A., & Andriani, A. A. (2013). The effects of consumption, private investment, and government expenditures on economic growth in South Sulawesi, Indonesia. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4(14), 145–153.
- Ridzuan, A. R., Razak, M. I., Ibrahim, Z., Halim, A., Noor, M., & Ahmed, E. M. (2014). Household consumption, domestic investment, government expenditure and economic growth: New evidence from Malaysia. *Journal of Scientific Research & Reports*, 3(17), 2373–2381.
- Safuan, S., Habibullah, M. S., & Sugandi, E. A. (2021). Mitigating the shadow economy through financial sector development in Indonesia: Some empirical results. *Heliyon*, 7(12), e08633. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e08633>
- Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Pena, D. A., Bi, R., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, C., Svirydenka, K., & Yousefi, R. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. *IMF Staff Discussion Note*, 15(8), 1–41. <https://doi.org/10.5089/9781498312615.006>
- Shaw, E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. Oxford University Press.
- Singh, V., & Pushkar, B. (2019). A study on financial inclusion: Need and challenges in India. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3323805>
- Sulaiman, M., & Saad, N. M. (2009). An analysis of export performance and economic growth of Malaysia using co-integration and error correction models. *The Journal of Developing Areas*, 43(1), 217–231.

- Svirydzhenka, K. (2016). Introducing a new broad-based index of financial development. *IMF Working Paper*, 16(5).
<https://doi.org/10.5089/9781513583709.001>
- Trianto, B., Masrizal, M., & Sabiu, T. T. (2021). Can Islamic finance drive economic growth? Empirical evidence from Indonesia. *At-Tijarah: Jurnal Ilmu Manajemen dan Bisnis Islam*, 7(2), 141–154.
<https://doi.org/10.24952/tijarah.v7i2.4593>
- Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*, 126(1), 25–51.
<https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2004.02.005>