



Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki

Yrd. Doç. Dr. ASLI AFŞAR
Anadolu Üniversitesi, Eskişehir MYO

Özet

Finansal sistemin gelişimi ile ekonomik büyüme ilişkisi uzun yıllardır tartışılmaktadır. Ekonomik performans için finansal sistem hayati bir önem arz etmektedir. Finansal sistem, ekonomik sistemin en önemli alt sistemi olarak nitelendirilmektedir. Bunun nedeni, çağdaş ekonomilerin en fazla gereksinim duyduğu fon transferi sürecinin merkezi olmasıdır. Genel ekonomik başarı, finans sisteminin etkinliğine büyük ölçüde bağlı görünmektedir. Diğer yandan, ekonomik büyüme ortalama gelir düzeyinde artışa, yasal düzenlemelerde ve uluslararası bütünleşme düzeyinde gelişmeye neden olmakta, finansal sistemin gelişimi için uygun ortam yaratmaktadır. Bu makalede finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalar analiz edilmiştir. Çalışma iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde finansal sistemin ekonomideki rolü açıklanmaktadır. İkinci bölümde finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisi; finansal aracılık, faiz, yatırım ve tasarruf, finansal liberalizasyon ve nedensellik ilişkisi olarak dört başlık altında incelenmiştir. Tüm çalışmalarda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki bulunmasına rağmen, nedenselliğin yönü tartışmalıdır.

Anahtar Kelimeler: Finansal sistem, finansal gelişme, ekonomik büyüme.

Abstract (The Relationship Between Financial Development and Economic Growth)

The relation between the development of financial system and economic growth has been discussed for a long time. Financial system has been accepted as the most important of the economic system. The reason is that it is the center of transferring-process of funds which is needed most for economic growth. Mostly general economic success depends on the efficiency of the financial system. On the other hand, economic growth brings about increasing national income and causes a development in the international integration and legal arrangements thus it leads to an appropriate environment to development financial system. In this article, the studies researching the relation between financial development and economic growth have been analyzed. This study basically includes two sections. In the first section, the role of financial system on the economy, in second section, the relationship between economic growth and financial development has been analyzed under three headings: financial intermediation, interest rate-investment-saving rate and their causative relation. As a result, in all studies, although there is a strong connection between financial development and economic growth, the direction of causality is debatable.

Key Words: Financial system, financial development, economic growth.

1- Finansal Sistemin Ekonomideki Rolü

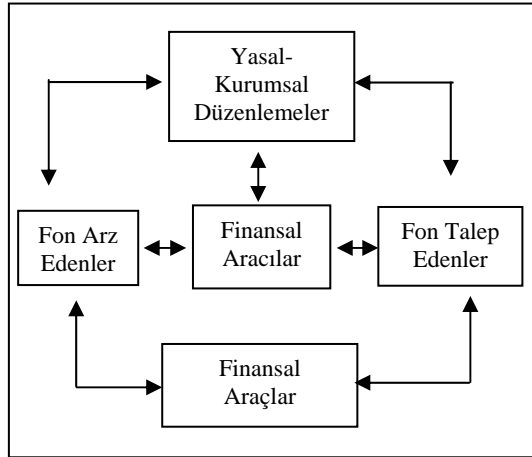
Bir ekonomide finansal sistem; belirli kişi ve kurumların, piyasaların, araçların ve organizasyonların, beraberce çeşitli fonksiyonları yerine getirmek üzere bir araya gelmeleri sonucunda oluşan bir bütündür. Tasarrufların yatırımlara aktarıl-

ması işlevi finansal sistem aracılığıyla gerçekleşmektedir. Paranın ve değişik düzeylerde paranın fonksiyonlarını gören çeşitli finansal araçların üretildiği ve ekonominin işleyişi içine sokulduğu bu sistem, aynı zamanda ekonominin mikro ve makro performansının da belirleyicisi durumundadır.

Finansal sistemin temel unsurları; fon arz edenler, fon talep edenler, finansal araçlar (kurumlar), finansal araçlar ve yasal-kurumsal düzenlemeler olarak sıralanmaktadır.

Sistem içinde, bir tarafta gelirlerinin tamamını tüketmeyen, fon fazlasına sahip kesim, diğer yanda ise gelirlerinden daha fazla harcama yapması gereken, fon ihtiyacı olan (fon açığı bulunan) kesim yer alır. Finansal sistem içinde tasarruf sahipleri fon arz edici olarak, ellerindeki birikimleri çeşitli araçlar ve araçlar vasıtasıyla ve yasal kurumsal düzenlemelerin sağladığı güven ortamında, fon talep edicilere kullandırır¹.

Şekil.1: Finansal Sistemin Yapısı



Finans sistemi, ekonomik sistemin en önemli alt sistemi olarak nitelendirilmektedir. Bunun nedeni, çağdaş ekonomilerin en fazla gereksinim duyduğu fon transferi sürecinin merkezi olmasıdır. Genel ekonomik başarı, finans sisteminin etkinliğine büyük ölçüde bağlı görünmektedir. Diğer yandan, sistem yaklaşımı çerçevesinde, finans sisteminin etkinliğinin hem genel ekonomik sistemin hem de diğer alt sistemlerin istikrarını ve etkinliğini gerekli kıldığı da belirtilmelidir. Finans sistemi genel ekonomik koşullar ve diğer alt

sistemlerin koşullarından ayrı düşünülemez².

Finansal sistemin işlevlerinin önem sırası yıllara ve ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre değişiklik göstermektedir. Bir ekonomide, finansal sistemin işlevleri temel olarak aşağıdaki şekilde sınıflandırılabilir³:

- Malların, hizmetlerin ve varlıkların el değiştirmesine aracılık edilmesi.
- Büyük ölçekli projelerin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla, tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturarak mülkiyetin tabana yayılması.
- Ekonomik kaynakların zaman içerisinde, coğrafi bölgeler ve sektörler arasında transferin sağlanması.
- Risk yönetimi ve risk kontrolü yöntemlerinin geliştirilmesi.
- Fiyat bilgisinin sağlanması.
- Asimetrik bilgi sorununun çözümünün kolaylaştırılması.

Ekonomik performans için finansal sistem hayati bir önem arz etmektedir. Büyümenin belirleyicilerini üç grupta toplamak mümkündür. Toprağa, fiziksel donanım ve insan kaynaklarına yapılan tüm yatırımları içeren sermaye birikimi, nüfus artışı ve buna bağlı olarak işgücündeki artış, teknolojik gelişme olarak sıralanabilir. Finansal sistem dolaysız olarak sermaye birikimiyle ilişkilidir. Sermaye birikimi, mevcut gelirin bir kısmının tasarruf edilip gelecekteki üretim ve geliri artırmak amacıyla yatırıma dönüştürülmesi olayıdır. Ülkeler arasında ekonomik büyüme hızları farklılıkları, bu ülkelerin sahip olduğu doğal kaynak zenginliğinden çok bu kaynakları kullanmadaki verimlilik farkından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda, finansal sistemle

¹ AFŞAR Muharrem, Finansal Sistem ve İşleyişi, Eskişehir, 2006, s. 1-2.

² TUNAY Batu, Finansal Sistem; Yapısı, İşleyişi, Yönetimi ve Ekonomisi, Birsan Yay., İstanbul, 2005, s. 49.

³ ARAS Güler, MÜSLÜMOV Alövsat, Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye, KYD, İstanbul, 2003, s. 6-7.

olan ilişkisinin öneminin altının çizilmesi gerekmektedir. Finansal sistem ekonomiye daha fazla yatırım sağlayarak ve ortalama yatırım verimliliğini artırarak ekonomik büyümenin hızlanmasına neden olmaktadır. Finansal sistem gelişmesi tasarrufları etkilemenin yanı sıra teknolojik gelişmeyi de teşvik edebilmektedir.

Yapılan yatırımların finansmanında finansal sistem çok önemlidir, çünkü finansal piyasalara tasarruflarını değerlendirmek için çok sayıda tasarruf sahibi girmektedir. Finansal piyasalar bunları bir havuzda biriktirmekte ve yatırım harcamalarını karşılayamayan yatırım sahiplerine bu kaynakları krediler vasıtasıyla transfer etmektedir. Bir ülkenin milli geliri ise yatırım harcamaları, tüketim harcamaları, kamu harcamaları ve net ihracatın toplamından oluşmaktadır. Bir ülkede belirli bir dönem içerisinde yapılan yatırımlar çarpan etkisiyle milli geliri yükseltmekte ve ekonomik kalkınma açısından da finansal sistemin ne derecede önemli olduğu görülmektedir.

Finansal kurumların finansal piyasaların ve finansal araçların gelişmesi şeklinde tanımlanabilecek olan finansal gelişme, finansal aracılık sürecinde pozitif katkıda bulunmakta ve tasarrufların artırılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu tasarruf artışları yatırımları miktar ve kalite açısından arttırabilmektedir. Yatırımların düzeyi kadar verimliliğinin de finansal gelişme ile artması beklenmektedir. Bir başka deyişle, finansal sistemin gelişimi ile firmalarda düşük hatta negatif getirili yatırımların azalması, kredi için bankalar yerine sermaye piyasalarının daha yoğun kullanımı, yüksek sermaye maliyeti yüzünden sermaye yoğun yatırımlardan başka bir şekilde değişimi, yararsız ya da sınırlı piyasaların elimine edilmesi sağlanabilmektedir⁴. Finansal sistemin gelişimi tasarruf edenlerin riskini azaltıcı portföy çeşitlendirmesini kolaylaştırmakta ve yatırımcıların getirisini artırmak için daha çok seçenek sunmaktadır. Finansal sistemin bir diğer önemli fonksiyonu da

bireysel yatırımcıların yatırım maliyetini düşürmek için verimliliği artırıcı en uygun maliyetli yatırım projesi bilgilerini sağlamasıdır⁵.

Finansal gelişme, finansal sistemin gerek büyüklük gerekse yapı itibarıyla uğradığı değişimi de ifade etmektedir. Bu durumda finansal sistemdeki gelişme finansal derinleşme kavramıyla açıklanmaktadır. Finansal derinleşme ise, finansal sistemin hangi ölçüde genişlediği ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir. Bir ekonomideki finansal aktifler toplamının ulusal gelire oranındaki artış olarak tanımlanan finansal derinleşme, ekonominin parasallaşma düzeyinin artışı ve finansal araçların sunduğu hizmetlerin genişlemesi olarak görülmektedir. Finansal derinleşmenin artması, ülke tasarruflarının artmasına, düşük getirili tasarrufların finansal aktiflere dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli organize olmamış piyasalardan organize piyasalara kaymasına bağlıdır. Diğer yandan, finansal piyasaların derinlik kazanmasında ülke ekonomisinin parasallaşma düzeyi ile finansal sistemin organizasyon yapısı da etkili olmaktadır⁶. Finansal açıdan sık ekonomilerde bankacılık sisteminin baskın olması sebebiyle finansal gelişme genellikle bankacılıkla başlar, ancak devam ettikçe ve ekonomik büyüme sürdükçe bankacılık sistemi önemini kaybeder.

2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Literatürde finansal gelişmeyle ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran birçok çalışma vardır bu çalışmaların çoğunda finansal gelişme ekonomik büyümeyi doğru yönlü etkilemekte, bazılarında finansal gelişme ekonomik büyümeyi ters yönlü etkilemekte, bazılarında da ise finansal gelişmeyle ekonomik büyüme

⁴ BALASSA Bela, Policy Choices in the 1990s, Macmillan, London,1993, s. 58.

⁵ KING Robert and LEVINE Ross, "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence", Journal of Monetary Economics, Volume: 32, 1993b, s. 717-37.

⁶ ÖCAL Tezer, Çolak ö. Faruk, Finansal Sistemler ve Bankalar, Nobel Yay., Ankara, 1999, s. 272-273.

arasında bir ilişki yoktur sonuçlarına ulaşılmıştır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran ilk çalışmalar az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik yapılmıştır. Finansal gelişimin etkisinin bir ülkenin ekonomik gelişmişliğinin safhasına göre farklı etkisi olacaktır. Ayrıca finansal sistemlerin her birinin farklı gelişme safhalarındaki önemi de farklı olabilmektedir.

Gelişmiş ülkeler için finansal aracılığın kompozisyonu ve verimliliği ekonomik büyüme ile daha ilgili olabilirken, finansal aracılığın düzeyi gelişimin ilk safhalarındaki ekonomik büyüme için çok daha önemli olabilir. Finansal yapı dünyanın farklı yerlerinde çok değişik olarak ortaya çıkar. Finansal yapı ve büyümenin ya da kişi başına gelirin düzeyi arasında tek bir ilişki olduğunu iddia etmek mümkün değildir. Bankaların finansal aracılık işleminin merkezi olduğu açıktır.

a. Finansal Gelişme - Ekonomik Büyüme İlişkisinde Finansal Aracılığın Önemi

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme oldukça ilişkilidir ve bu ilişki Schumpeter'den bu yana tartışılmaktadır. Schumpeter (1932) kitabında "finansal araçların tasarruf birikimi, proje değerlendirmesi, risk yönetimi işlevleri aracılığıyla ekonomik büyümeye katkıda bulunduğunu"⁷ belirtmiştir. Schumpeterci görüşe göre, finansal araçların gelişimi, büyümeyi doğrudan etkileyen, teknik değişimi ve verimlilik büyümesini olumlu yönde etkilemektedir.

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü konusunda, Patrick tarafından ortaya konulan arz öncüllü ve talep takipli hipotezler önemli bir yere sahip bulunmaktadır. "Arz öncüllü hipotezin iki önemli fonksiyonu vardır: Kaynakların geleneksel sektörlerden, modern sektörlerle transferi ve modern sektörlerdeki girişimsel cevapları hızlandırmak ve teşvik etmek". Bu

bağlamda, arz öncüllü araştırmalar, liberal hale gelmiş finansal piyasaların, bir yandan tasarrufları teşvik etmek, diğer yandan tasarrufların etkin bir şekilde tahsisini sağlayarak, ekonomik büyüme üzerinde hızlandırıcı etkisi olduğu görüşüne dayanmaktadır. Talep takipli durumda ise, reel sektördeki gelişmeler talebi ortaya çıkarmakta, talebin karşılanması için finansal kurumlar ve araçlar aracı olmaktadır. Talep takipli yaklaşım, finansın büyüme sürecinde temel olarak pasif bir unsur olduğunu ima etmektedir. Patrick'in bu iki çatışan hipotezi dışında oluşturduğu bir diğer hipotez ise "gelişme safhası hipotezi"dir. Bu hipoteze göre, ekonomik büyümenin erken safhalarında, finansal gelişme reel sermaye birikimine yol açmaktadır. Yenilikler ve yeni finansal hizmetlerin gelişmesi, yatırımcılara ve tasarruf sahiplerine yeni olanaklar sağlamakta ve kendi kendini sürdüren büyümeye yol açmaktadır. Finansal ve ekonomik gelişme ilerledikçe, finansal gelişmenin arz öncüllüğündeki özelliği azalmakta ve sonunda talep takipli durum baskın hale gelmektedir. Patrick (1966) az gelişmiş ülkeleri incelediği çalışmasında "finansal sistem ekonomik büyüme sürecine öncülük ederek ekonomik büyümeyi tetiklemektedir"⁸ sonucuna varmıştır. Goldsmith (1969) kitabında 19'u gelişmiş, 16'sı az gelişmiş 35 ülkeyi zaman serisi analizi ile incelemiştir. Goldsmith sonuç olarak "finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bağlantı vardır ve finansal gelişme banka sisteminin gelişmesi ile başlamaktadır"⁹ demiştir.

King ve Levine (1993) 1960-1989 döneminde 80 ülkeyi inceleyerek kapsamlı bir çalışma yapmışlardır. "Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında kuvvetli ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır"¹⁰ sonucuna ulaşmışlardır.

⁷ SCHUMPETER Joseph, The Theory of Economic Development, Harvard University Press, 1932.

⁸ PATRICK Hugh T., "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", Economic Development and Cultural Change, 1966, Vol:14:2, s. 174-189.

⁹ GOLDSMITH R.W., Financial Structure and Development, Yale University Press, New Heaven, 1969.

¹⁰ KING Robert G., LEVINE Ross, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", Quarterly

Levine (1997) yatay kesit analizi uyguladığı çalışmasının sonucunda "finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında yüksek düzeyde ilişki vardır"¹¹ demiştir. Levine finansal araçlar, kurumlar ve piyasaların enformasyon maliyetlerini en aza indirerek ekonomik büyümeyi etkilediğini ileri sürmektedir.

Rajan ve Zingales (1998) firma ve endüstri temelinde 55 ülkeye 1980-1990 döneminde zaman serisi analizi uygulamışlardır. Yazarlara göre "Finansal gelişmenin, ekonomik büyüme üzerinde oldukça büyük etkisi bulunmaktadır. İyi bir finansal sistem, dış finansmana bağlı endüstrilere rekabetçi avantaj sağlamaktadır."¹²

Ghali (1999) Tunus'u inceleyerek "Finansal gelişme ekonomik büyümenin motorudur"¹³ sonucuna varmıştır.

Levine, Loayza ve Beck (2000), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi yatay kesit çalışması ve dinamik panel tekniği ile araştırmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre "finansal araçların GSYİH'nın büyümesine ve bu nedenle ekonomik büyümeye pozitif ve büyük etkisi bulunmaktadır"¹⁴.

Xu (2000) çalışmasında 41 ülkeyi 1960-1993 arasında VAR analizi ile incelemiştir ve "finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi takip ettiği (talep takipli model) ve büyüme üzerinde küçük etkisi olduğu hipotezini reddetmiştir"¹⁵ Rioja ve Valev (2004), 74 ülkeyi 3 farklı gelişmişlik düzeyine göre ayrı ayrı dinamik panel

tekniği uygulamışlardır. Yazarlara göre "Finansal olarak gelişmiş bölgelerde, finansal piyasalarda gelişme büyüme üzerinde belirsiz etkiler yaratmaktadır. Finansal açıdan orta düzeyde gelişmiş bölgelerde, finansal gelişme büyüme üzerinde büyük ve pozitif etki yapmıştır. Finansal olarak en gelişmiş bölgelerde ise etki pozitif, fakat küçük olmuştur"¹⁶

Finansal sistemin büyüme üzerinde uzun ve kısa dönem ilişkilerini inceleyen Loayza ve Ranciere'ye göre, "Uzun dönemde finansal sistem büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir. Ancak, özellikle finansal sistemi kırılğan bankacılık ve finansal krizlere açık ekonomilerde finansal aracılık faaliyetleri büyüme üzerinde olumsuz etkisi olabilmektedir. Etkin ve istikrarlı çalışan finansal piyasalar ekonomik büyümeyi desteklemekte, gelişmiş ve etkin işlemeyen finansal sistemler ise ekonomik büyümede istikrarsızlık yaratmaktadır."¹⁷

Bu konudaki çalışmaların pek çoğunda; finansal sistemlerin, ekonomik büyümeyi sağlayıcı fonksiyonları dikkate alındığında üç temel özelliği vardır: (i) finansal araçların düzeyi, (ii) finansal araçların verimliliği ve (iii) finansal araçların düzenlenmesi (kompozisyonu)¹⁸. Birincisi, yani finansal araçların düzeyi: Finansal sistemin büyüklüğü ekonomi için oldukça önemlidir. Daha büyük finansal sistem, finansal araçların işlemlerinde sabit maliyetler belirgin iken, ölçek ekonomisinin kullanımına izin verir, daha iyi bilgi üretilmesini sağlar, kredi kısıtlamasını azaltabilir, firmaların borç alma yeteneğini artırabilir ve bu sayede karlı yatırım fırsatlarının kaçırılmasını engeller, ekonominin dış şoklara direncini artırır, risk paylaşımını geliştirir. Bunlar da daha büyük

Journal of Economics, 1993, Vol: 108:3, s. 717-737.

¹¹ LEVINE Ross, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 1997, Vol: 35:2, pp. 688-726.

¹² RAJAN Raghuram G, ZINGALES Luigi, "Financial Dependence and Growth." *American Economic Review*, 1998, Vol: 88:3, s. 559-586.

¹³ GHALI Khalifa H., "Financial Development and Economic Growth: The Tunisian Experience." *Review of Development Economics*, 1999, Vol: 3:3, s. 310-322.

¹⁴ LEVINE Ross, LOAYZA Norman, and BECK Thorsten, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes." *Journal of Monetary Economics*, 2000, Vol: 46:1, s. 31-77

¹⁵ XU Zhenhui, "Financial Development, Investment, and Economic Growth." *Economic Inquiry*, 2000, Vol: 38:2, s. 331-344.

¹⁶ RIOJA Felix, VALEV Neven, "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development." *Economic Inquiry*, 2004, Vol: 42:1, s. 127-140.

¹⁷ LOAYZA Norman, RANCIERE Romain, "Financial Development, Financial Fragility and Growth", August 2005, IMF Working Paper, No: 05/170.

¹⁸ FITZGERALD Valpy, "Financial Development and Economic Growth: A Critical View", *World Economic and Social Survey* 2006.

büyüme oranına ulaştırır. İkincisi, finansal araçların verimliliği: Finansal sistemin verimliliğinde bilgi toplama anahtar kelimelerden biridir. Asimetrik bilgi, finansal piyasalarda dışsallık ve eksik rekabet finansmanın ve yatırımların optimal düzeyin altında kalmasına neden olabilir, verimsiz sermaye tahsisi ya da bankalarda dolancılık, likidite düşüklüğü gibi diğer istenmeyen nedenler ekonomik büyümeye zarar verir. Bu piyasa eksikliklerinin bazıları yasal ve kurumsal düzenlemeler ile düzeltilir ve ekonomik büyüme gerçekleştirilebilir. Üçüncüsü, finansal araçların kompozisyonu: Finansal araçların vadesi, sermaye piyasası ve kurumsal yatırımcıların büyüklüğü finansal araçların kompozisyonunda iki önemli değişkendir.

Yapılan çalışmalarda genelde, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında pozitif korelasyon olduğu ve etken tarafın finansal gelişme, etkilenen tarafın ise ekonomik büyüme olduğu belirlenmiştir.

Tablo 1: Finansal Aracılığın Öneminin Vurgulandığı Çalışmalarda Kullanılmış Finansal Gelişmişlik Göstergelerinin Özeti

Finansal Gelişmişliğin Özelliği	Finansal Gelişmişliğin Göstergesi
Finansal Araçların Düzeyi	GSYH ile İlişkili Banka Kredileri Büyüklüğü
Finansal Araçların Verimliliği	GSYH ile İlişkili Sermaye Piyasası Kapitalizasyonu; Yasal ve Kurumsal Faaliyetler
Finansal Araçların Kompozisyonu	Banka Kredilerinin ve Sabit Getirili Menkul Kıymetlerin Vadesi

Ekonomik büyümede ayırt edici etkiye sahip olan finansal gelişmenin farklı göstergeleri, finansal gelişmenin farklı özelliklerini yansıtır. Birincisi, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı, finansal gelişmenin ilk özelliği olan finansal araçların düzeyinin en iyi ölçümünü göstermektedir. İkincisi sermaye piyasası likiditesi, üçüncüsü yasal düzenlemelerdir.

Son iki ölçüm finansal aracılığın verimliliğinin ölçümleridir.

Firma düzeyli çalışmalarda, finansal gelişmenin bir diğer muhtemel göstergesi banka kredilerinin ve sabit getirili menkul kıymetlerin süresidir. Bu çalışmaların sonucuna göre, gelişmekte olan ülkelerde bankalar ve piyasalar arasında tamamlayıcılık bulunmaktadır ve şirketler daha uzun vadeli finans kaynakları kullandıkları zaman daha hızlı büyümektedirler ve daha çok üretmektedirler¹⁹.

Bu alanda yapılan çalışmaların çoğu, çok ülkeli yatay kesit ve panel tekniklerini kullanan analizlerden oluşmaktadır. Elde edilen sonuçlar şöyle özetlenebilir:

- Ülkeler veya şirketler buldukları gelişmişlik düzeylerine bağlı bir finansal yapıya sahiptirler.
- Finansal gelişmişlik, özel olarak da bankacılık sisteminden sağlanan finansman ile büyüme arasındaki ilişkinin ekonomik gelişmenin erken aşamalarındaki ülkelerde daha güçlüdür.
- Finansal gelişmişlik, küçük firmaların büyüme kısıtlarını ortadan kaldırmakta ve böylece küçük firmalara bağımlı sanayilerin büyümesi üzerinde daha fazla etkili olmaktadır.
- Firmaların yatırım ve üretimle ilgili harcamalarını finanse etme yöntemleri özellikle dışsal şoklar karşısındaki dayanıklılıklarını belirlemek yoluyla büyüme üzerinde etkili olmaktadır.

b. Finansal Gelişme - Ekonomik Büyüme İlişkisinde Faiz, Yatırım ve Tasarrufların Önemi

Finansal gelişmenin reel faiz oranları ile yakından ilgili olduğu düşüncesi McKinnon-Shaw hipotezinden kaynaklanmaktadır. Hipotezin temeli, reel faiz oranlarındaki artış finansal tasarrufları, dola-

¹⁹ DEMİRGUC-KUNT Ash, MAKSIMOVIC Vojislav, "Stock Market Development and Financing Choices of Firms" World Bank Economic Review, Oxford University Press, May 1996, Vol. 10: 2, s 341-369.

yısıyla yatırımların finansmanında kullanılacak fonları ve yatırımları artıracaktır. Teorik gelişmeler Ronald McKinnon, Edward Shaw ve onların taraftarları tarafından gerçekleştirilmiştir. McKinnon-Shaw'a göre (1973) "Finansal gelişme, ekonomideki yatırım hacmini ve ortalama yatırım verimliliğini artırmaktadır. Yüksek faiz oranları ile finansal büyüme ve ayrıca finansal büyüme ile GSYİH'nın büyüme oranı arasında pozitif bir korelasyon bulunmaktadır²⁰".

Lanyi ve Saraçoğlu, 1971-1980 yılları için gelişmekte olan 21 ülkenin verilerine regresyon analizi uygulamışlardır. Yazarlara göre "GSYİH'nın büyüme oranı ile faiz politikaları arasında pozitif bir ilişki vardır ve faiz oranları büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir²¹".

Fry (1988), 7 Asya ülkesini 1961-1972 yılları arasındaki verilerini regresyon analizi ile incelemiştir. Fry'a göre "reel mevduat faizleri ile büyüme oranı arasında pozitif bir ilişki vardır²²".

Greenwood ve Jovanovich'e göre (1990) "finansal gelişme ekonomik sisteme daha iyi bilgi değerlendirme mekanizması sağlayarak ve fonların ortalama verimlilik düzeyi yüksek projelere kaydırılması ile ekonomik büyümede önemli rol oynamaktadır²³".

Bencivenga ve Smith'in (1991) teorik çalışmalarına göre "finansal gelişme toplam yatırım hacmini likidite işlevi ile etkilemektedir²⁴".

Saint-Paul'e göre (1992) "finansal gelişme risk farklılaştırmasını kolaylaştırmakta, ortalama yatırım verimliliğini artırmakta ve ekonomik büyümeyi etkilemektedir²⁵".

De Gregorio ve Guidotti (1995), 100 ülkenin verilerine 1960-1985 yılları arasında regresyon analizi uygulamışlardır. Sonuçlarına göre "finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisinin 1/4'lük kısmı toplam yatırım hacmindeki artıştan, 3/4'lük kısmı ortalama yatırım verimliliğindeki artıştan kaynaklanmaktadır²⁶".

Hanson ve Jonung (1997) İsveç'in 1834-1991 yılları arası verileri ile eşbütünsellik analizi yapmışlardır. "Ekonomik gelişmenin erken dönemlerinde finansal gelişme büyümeyi daha fazla etkilemektedir. Ayrıca yatırımlarla finans değişkeni arasında birebir ilişki vardır²⁷" sonucuna varmışlardır.

Finansal liberalizasyon, finansal gelişmenin öncüsü olarak iki kanalda vurgulanmaktadır. İlk kanal kredilerin kullanılabilirliğinde artışa doğrudur, ikincisi sermayenin yüksek maliyeti yüzünden, yatırım projelerini geliştirmeye yöneliktir. Bu yüzden yatırımın marjinal verimliliği artmaktadır²⁸. Firmalar yatırım kararlarında, sahip oldukları tasarruf kapasitesi ile sınırlı kalmamaktadırlar. Bu fikirler McKinnon-Shaw hipotezine dayanmakta ve yatırım kalitesi ya da yatırım düzeyine odaklanılmaktadır²⁹.

Ancak, finansal liberalizasyonun daha büyük tasarruf miktarı şeklinde sonuçlanacağına dair az kanıt bulunmaktadır. Daha yüksek yatırım ve sonuç olarak büyümeye ana yardımcı olduğu

²⁰ MCKINNON Ronald I., Money and Capital in Economic Development, Washington D.C. Brookings Institution, 1973, s. 13-16. SHAW Edward S., Financial Deepening in Economic Development, New York, Oxford University Press, 1973, s. 114.

²¹ LANYI Anthony, SARACOĞLU, Rusdii, Interest Rate Policies in Developing Countries (IMF Occasional Paper 32), 1983 October, Washington, DC: International Monetary Fund.

²² FRY Maxwell J., Money, Interest and Banking in Economic Development, John Hopkins University Press, 1988, s. 145.

²³ GREENWOOD Jeremy, JOVANOVIĆ Boyan, "Financial Development, Growth and the Distribution of Income", Journal of Political Economy, 1990, Vol: 98, s. 1076-1107.

²⁴ BENCIVENGA Valerie R , SMITH Bruce D, "Financial Intermediation and Endogenous

Growth." Review of Economic Studies, 1991, Vol: 58:2, s. 195-209.

²⁵ SAINT-PAUL Gilles, "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", European Economic Review, 1992, Vol: 36,4, s. 763-781.

²⁶ DE GREGORIA Jose, GUIDOTTI Pablo, "Financial Development and Economic Growth", World Development, 1995, Vol: 23:3, s. 433-448.

²⁷ HANSSON P., JONUNG L., "Finance And Economic Growth: The Case Of Sweden, 1834-1991", Research in Economics, 1997, Vol: 51, s. 275-301.

²⁸ MCKINNON, a.g.e., s.110.

²⁹ FRY, a.g.e., s. 140.

düşünülmektedir. Bu düşünce için iki neden vardır, birincisi, finansal reform tasarrufların değişiminde etkilidir, bu tasarruf oranlarında yükselme olmaksızın kayıtlı finansal derinliği yükseltecektir. İkincisi, finansal liberalizasyon tüketici kredisi, kredi kartı ve kişisel krediye erişimi artırır. Bunun sonucunda hanehalkı finansal varlıkları ve finansal borçları arasındaki farklılık açık oluşu için hanehalkı tasarruf toplamı düşer. Finansal derinliğin sonucu olarak tasarruf oranında artış ve böylece büyüme ya da yatırımdır şeklinde güçlü bir kanıt yoktur. Tasarruf oranları demografik ve vergi, sağlık ve eğitim fonları, anonim şirket ya da aile şirketi gibi diğer faktörlere de bağımlı olmaktadır.

Finansal gelişim ve liberalizasyonun etkisi, yatırım düzeyi yükselmese bile finansal piyasalar tarafından yürütülen disiplin ve kontrol sayesinde gerçekleştirilen yatırımın kalitesi pozitif doğru olabilmektedir. Rajan ve Zingales özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranını finansal derinlik ölçütü olarak, denklik göstergesi olarak uluslararası muhasebe standartları ile ilgili endeks kullanmışlardır. Endüstriyel sektörlerin daha gelişmiş finansal piyasalı ülkelerde dış finansa daha çok ihtiyaç olup olmadığını araştırmışlardır. Finansal gelişme işletme finansı kanalı ile büyümeyi pozitif etkilemektedir³⁰.

Finansal gelişme ve firmaların yatırımları arasındaki bağlantıyı tanımlamak için, işletme finansına daha detaylı bakılabilir. Almanya, Japonya, İngiltere ve ABD'de yatırımlar için finansın net kaynakları analizi sonucu, finansal piyasaları daha gelişmiş olmasına rağmen sadece İngiltere ve ABD'de daha yüksek dağıtılmamış karın üstünlüğünü göstermektedir, bunun yanısıra tüm ülke örneklerinde dış kaynaklar arasında bankaların anahtar rol oynadığını göstermektedir³¹.

Gelişmekte olan ülkelerde 1990'ların başlarında işletme finansının yeni kaynağı olarak hisse senedi piyasalarından büyük bir beklenti yükselmiştir. Bu büyük beklenti sermaye girişi ile oldukça bağlantılıydı, ekonomik büyüme ile korelasyonu açıkça beklenmekteydi. Ancak, bu piyasalar ileri dönemli getiri ve volatilité ile düşük likiditeye sahip olabilmektedirler ve üretime etkisi az olabilmektedir. Büyük yerel firmalar global sermaye piyasalarından daha çok yararlanabilirken, KOBİ'ler için maliyeti oldukça yüksektir.

De Gregoria ve Guidotti, Latin Amerika'da 1970-1980'lerde yüksek düzeyde banka kredilerinin GSYİH'ya oranının, büyüme ile negatif ilişkili olduğunu buldular. Yazarlar bu sonucu, yetersiz düzenleme ve güvence eksikliği ile açıklamışlardır. Bu düzensizlikler aşırı kredi talebine ve bankacılık krizine neden olmuştur. Loayza ve Ranciere, finansal kırılmanın yüksek düzeyde olduğu ülkelerde büyüme ve banka kredilerinde kısa süreli değişimler arasında negatif ilişki buldular. Bu geçici etkiler uzun vadede büyümeyi etkileyen pozitif etkiler ile uyumludur.

Bu konuda yapılan çalışmaların sonuçları şöyle özetlenebilir:

- Reel faiz oranları artışının yurtiçi kredileri artırdığı ve yurtiçi kredilerdeki artışın da yatırımları artırdığı sonucuna ulaşılmasına rağmen, reel faiz oranları ile yatırımlar arasında kuvvetli bir pozitif ilişki bulunamamıştır.
- Reel faiz oranları ile tasarruf oranları arasında pozitif ilişki olduğu bulunmuştur, ancak reel faiz oranlarının tasarruf oranı üzerinde beklendiği kadar güçlü ve büyük bir etkisi yoktur.
- Yüksek pozitif reel faiz oranlarının, düşük negatif reel faiz oranları gibi tasarrufları, yatırımları ve büyümeyi olumsuz şekilde etkileyebilmektedir.
- Finansal sistemin gelişmişliğinin göstergesi olarak kullanılan reel

³⁰ RAJAN-ZINGALES, a.g.e., s. 570.

³¹ CORBETT Jenny, JENKINSON Tim, "How Is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United

States," The Manchester School of Economic & Social Studies, 1997, Vol. 65, s. 69-93.

faiz oranı tek başına finansal sistemi temsil etmede yetersiz kalmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler üzerine yapılan çalışmalarda, firmaların yatırım kararlarını etkileyen kredi maliyeti ve hacminden başka birçok faktör bulunmuştur.

- Finansal liberalizasyon sonucu kredilerin kullanılabilirliğinde ve yatırımın marjinal verimliliğinde artış görülmektedir. Ancak, finansal liberalizasyonun daha büyük tasarruf miktarı şeklinde sonuçlanacağına dair az kanıt bulunmaktadır.
- Tüm ülke örneklerinde firmaların yatırımları için dış kaynaklar arasında bankalar anahtar rol oynamaktadır.
- Finansal kırılmanın yüksek düzeyde olduğu ülkelerde büyüme ve banka kredilerinde kısa süreli değişimler arasında negatif ilişki bulunmaktadır.

c. Finansal Gelişme - Ekonomik Büyüme İlişkisinin Nedensellik Analizleri ile İncelenmesi

Kindleberger (1987) İngiltere, Fransa, Almanya ve İtalya'yı analiz etmiştir ve "finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı etkileşim çift yönlüdür"³² diye belirtmiştir.

Shan, Morris ve Sun (2001) 9 OECD ülkesi ve Çin'in, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini nedensellik analizi ile araştırmışlardır. Yazarlara göre "Ülkelerin yarısında iki yönlü nedenselliği destekleyen, üç tanesinde ise ters nedenselliği destekleyen kanıtlar bulunmaktadır. Finansın ekonomik büyümeye yol açtığı hipotezini destekleyen kanıtlar yetersiz görülmektedir"³³.

³² KINDLEBERGER Charles P., "Financial Deregulation and Economic Performance", Journal of Economic Development, 1987, Vol: 27, Issue: 1-2, s. 339-353.

³³ SHAN Jordan Z, MORRIS Alan G, and SUN Fiona, "Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem?" Review

Ghirmay (2004) çalışmasında 13 Afrika ülkesini nedensellik analizi ile incelemiştir. Ghirmay'a göre "Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişki vardır (13 ülkeden 12'sinde). Finansal gelişme 8 ülkede ekonomik büyüme üzerinde nedensel bir rol oynamaktadır, 6 ülkede de iki yönlü nedensel ilişki gösteren kanıtlar bulunmaktadır"³⁴.

Thangavelu ve Jiunn (2004) Avustralya'nın verilerine nedensellik analizi uygulamışlardır. Yazarlara göre "Finansal araçların ve piyasaların ekonomik büyüme üzerinde farklı etkileri bulunmaktadır. Ekonomik büyümeden finansal aracılığın gelişimine doğru nedensellik kanıtı bulunmaktadır. Ekonomik büyüme finansal hizmetler için talep yaratmakta ve böylece finansal gelişmeye yol açmaktadır"³⁵.

Literatürde çok az bulunmakla birlikte, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin olmadığını belirten çalışmalar da bulunmaktadır. Bu görüşü savunan ekonomistlerden bazıları Lucas (1988), Stern (1989), Merr ve Seers (1984) ve Chandavarkar (1992)'dir. Chandavarkar'a göre "finansal gelişme ekonomik büyümenin öncülleri arasında düşünülemez"³⁶.

Tüm çalışmalarda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki bulunmasına rağmen, nedenselliğin yönü tartışmalıdır.

SONUÇ

Ekonomik literatürün büyük bir kısmı ekonomik büyümede finansal sistemin fonksiyonları ve rolüne odaklanmıştır. Finansal sistemler bilgi sağlama maliyetini

of International Economics, 2001, Vol: 9:3, s. 443-454.

³⁴ GHIRMAY Teame, "Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries." African Development Review, 2004, Vol: 16: 3, s. 415-432.

³⁵ THANGAVELU Shandre M, JIUNN Beng Ang., "Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis." Empirical Economics, 2004, Vol: 29:2, s. 247-260.

³⁶ CHANDAVARKAR Anand, "Of Finance and Development: Neglected and Unsettled Questions." World Development, January 1992, Vol: 20:1, s. 133-142.

düşürerek, sözleşmelere zorlayarak ve işlemleri kolaylaştırarak, ekonomik faaliyetlerde önemli bir rol oynamaktadır. Bunun yanı sıra finansal sistemler, yatırımların getirileri ve göstergeleri hakkında bilgi üretmekte, bu yüzden vergi kaçırma, etik dışı davranışları ve ters seçim problemlerini azaltmaktadır. Finansal sistemler sermayenin daha yüksek getirili yatırımlara doğru yönelmesine de yardım etmektedir. Bunlara ilaveten, finansal sistemler kaynakların daha verimli kullanımını kolaylaştırmakta, tasarruf ve yatırım kararlarını etkilemekte ve bu sayede ekonomik faaliyetlerin artmasına etki etmektedir.

Finans ve ekonomik büyüme arasındaki uzun zamandır ilgi gören ve tartışmalı bir konudur. Gelişmiş finansal sektör ve güçlü ekonomi birlikte ilerler şeklinde güçlü kanıtlar olmasına rağmen, nedenselliğin yönü hala şüphelidir. Birçok kişi ekonomik büyümenin önemli belirleyici faktörünün finans olduğuna inanırken, diğerleri finansal sistemin gelişmesinin ekonomik gelişmeden dolayı talebin değişimi ile basitçe sorumludur diye iddia etmektedirler. Ancak, ampirik çalışmaların çoğunluğunda finansal sistemin gelişimi ekonomik büyümeyi hızlandırır şeklinde güçlü kanıtlar bulunmaktadır.

Teoriler finansal sistemlerin fonksiyonları ekonomik faaliyetleri etkileyebilir demesine rağmen, çoğunda nasıl bir finansal gelişme ekonomik büyümeyi etkiler sorusu akılda kalmaktadır. Güçlü ampirik çalışmalar bu ilişkiyi ülke, endüstri ve firma düzeyleri ile kurmuşlardır. Tüm düzeylerdeki kanıtlar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu yönündedir. Ülke düzeyinde çalışmalarda, finansal gelişme çeşitli şekilde ölçülerek (finansal araçların varlıkları, finansal sistemin likit borçları, özel sektöre verilen yurtiçi krediler, sermaye piyasası kapitalizasyonu ve tahvil piyasası kapitalizasyonu) ekonomik büyüme ile güçlü ve pozitif bir ilişki bulunmuştur. Endüstri düzeyinde çalışmalarda da finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Benzer şekilde, firma düzeyindeki araştır-

malarda da finansal gelişme ile firmalar daha çok dış kaynak kullanabilmekte ve böylece daha hızlı büyüme gerçekleştirmektedir.

Yaklaşık tüm çalışmalarda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki bulunmasına rağmen, nedenselliğin yönü tartışmalıdır. Çalışmaların bazılarında, finansal gelişme ekonomik büyümeyi destekleyici etkiye sahiptir. Finansal sistemin gelişimine ek olarak, finansal sistemlerin ayrıntılı yapısı ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki de araştırılmıştır. Bazılarında finansal yapı ekonomik performansı açıklamaya yardımcı değildir. Buna rağmen bu sonuçlar, ekonomik büyüme için finansal yapının önemli olmadığını söylememekte, daha ziyade her ekonomi için tek bir optimal finansal yapı yoktur demektedirler. Büyük bir çoğunluğunda ise finansal yapı büyümeyi hızlandırıcı olarak etkilemektedir.

Ekonomik büyüme için finansal gelişimin potansiyel yardımı oldukça önemlidir, fakat uygun kurumsal yapıya bağlı olduğu da gözardı edilmemelidir.

Finansal liberalizasyon daha verimli ve daha likit finansal aracılığı başlatır, ancak yerel tasarrufların oranında ya da yatırımların toplamında artış görülmemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ticari bankaların rolünü yeniden değerlendirmek gereklidir. Son zamanlarda aktif yönetimi ve fiyat temelli servislere doğru hareket olmaktadır. Bu hareket genelde ve KOBİ'lerin bir kısmında verimli yatırımların finansmanından, banka likiditesi ile ilgili düzenlemelere doğru teşvik edilmektedir.

Yüksek pozitif reel faiz oranlarının, düşük negatif reel faiz oranları gibi tasarrufları, yatırımları ve büyümeyi olumsuz şekilde etkileyebilmektedir. Finansal sistemin gelişmişliğinin göstergesi olarak kullanılan reel faiz oranı tek başına finansal sistemi temsil etmede yetersiz kalmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler üzerine yapılan çalışmalarda, firmaların yatırım kararlarını etkileyen kredi maliyeti ve hacminden başka birçok faktör bulunmuştur.

Faiz oranlarının deregülasyonu, banka kredi tahsisinde kontrolün kalkması, banka sahipliği konusunda kontrolün olma-

ması, finans sektöründe artan rekabet, dövizin tamamen konvertibl olması gibi düzenleyici kısıtlamaların, kurumsal yeterlilik şartları olmaksızın gevşemesi ciddi finansal krizlerin ve sistematik riskin yaratılmasına yol açabilmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda daha az kamu aracılığı, verimli yatırımların düzeyine bağlıdır ve sonuç olarak büyüme gerçekleşir.

Efektif liberalizasyon ilk seviyede piyasa işlemlerinin kısıtlamasının kaldırılmasını ve diğer seviyede finansal araçların yasal karşılıklarını ve yeni düzenlemelerin anlık gerçekleşmesini gerektirir. Bunun amacı sadece banka kırılma riskini önlemek değil, aynı zamanda şirket bilançoları için şokları kontrol altına almaktır.

KAYNAKÇA

AFŞAR Muharrem, Finansal Sistem ve İşleyişi, Eskişehir, 2006.

ARAS Güler, **MÜSLÜMOV** Alövsat, Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye, KYD, İstanbul, 2003.

BALASSA Bela, Policy Choices in the 1990s, Macmillan, London, 1993.

BENCIVENGA Valerie R, **SMITH** Bruce D, "Financial Intermediation and Endogenous Growth." Review of Economic Studies, 1991, Vol: 58:2.

CHANDAVARKAR Anand, "Of Finance and Development: Neglected and Unsettled. Questions." World Development, Jan. 1992, Vol: 20:1.

CORBETT Jenny, **JENKINSON** Tim, "How Is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States," The Manchester School of Economic & Social Studies, 1997, Vol. 65.

DE GREGORIA Jose, **GUIDOTTI** Pablo, "Financial Development and Economic Growth", World Development, 1995, Vol: 23:3.

DEMİRGUC-KUNT Ash, **MAKSIMOVIC** Vojislav, "Stock Market Development and Financing Choices of Firms," World Bank Economic Review, Oxford University Press, May 1996, Vol. 10: 2.

FITZGERALD Valpy, "Financial Development and Economic Growth: A Critical View", World Economic and Social Survey 2006.

FRY Maxwell J., Money, Interest and Banking in Economic Development, John Hopkins University Press, 1988.

GHALI Khalifa H., "Financial Development and Economic Growth: The Tunisian Experience." Review of Development Economics, 1999, Vol: 3:3.

GHIRMAY Teame, "Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries." African Development Review, 2004, Vol: 16: 3.

GOLDSMITH R.W., Financial Structure and Development, Yale University Press, New Heaven, 1969.

GREENWOOD Jeremy, **JOVANOVICH** Boyan, "Financial Development, Growth and the Distribution

of Income", Journal of Political Economy, 1990, Vol: 98,:5.

HANSSON Pontus, **JONUNG** Lars, "Finance and economic growth: the case of Sweden, 1834-1991", Research in Economics, 1997, Vol: 51.

KINDLEBERGER Charles P., "Financial Deregulation and Economic Performance", Journal of Economic Development, 1987, Vol: 27, Issue: 1-2.

KING Robert G., **LEVINE** Ross, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", Quarterly Journal of Economics, 1993, Vol: 108:3.

KING Robert and **LEVINE** Ross, "Finance, Enteprenurship and Growth: Theory and Evidence", Journal of Monetary Economics, 1993b, Volume: 32.

LANYI Anthony, **SARACOGLU**, Rusdii, Interest Rate Policies in Developing Countries (IMF Occasional Paper 32), 1983 October, Washington, DC: International Monetary Fund.

LEVINE Ross, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Journal of Economic Literature, 1997, Vol: 35:2.

LEVINE Ross, **LOAYZA** Norman, and **BECK** Thorsten "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes." Journal of Monetary Economics, 2000, Vol: 46:1.

LOAYZA Norman, **RANCIERE** Romain, "Financial Development, Financial Fragility and Growth", August 2005, IMF Working Paper, No: 05/170.

MCKINNON Ronald I., Money and Capital in Economic Development, Washington D.C. Brookings Institution., 1973.

ÖCAL Tezer, **ÇOLAK** Ö. Faruk, Finansal Sistemler ve Bankalar, Nobel Yay., Ankara, 1999.

PATRICK Hugh T., "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", Economic Development and Culturel Change, 1966, Vol:14, No:2.

RAJAN Raghuram G, **ZINGALES** Luigi, "Financial Dependence and Growth." American Economic Review, 1998, Vol: 88:3.

RIOJA Felix, **VALEV** Neven, "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development." Economic Inquiry, 2004, Vol: 42:1.

SAINT-PAUL Gilles, "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", European Economic Review, 1992, Vol: 36:4.

SCHUMPETER Joseph, The Theory of Economic Development, Harvard University Press, 1932.

SHAN Jordan Z, **MORRIS** Alan G, and **SUN** Fiona, "Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem?" Review of International Economics, 2001, Vol: 9:3.

SHAW Edward S., Financial Deepening in Economic Development, New York, Oxford University Press, 1973.

THANGAVELU Shandre M and Beng **JIUNN** Ang. , "Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis." Empirical Economics, 2004, Vol: 29:2.

TUNAY Batu, Finansal Sistem; Yapısı, İşleyişi, Yönetimi ve Ekonomisi, Birsen Yay., İstanbul, 2005.

XU Zhenhui, "Financial Development, Investment, and Economic Growth." Economic Inquiry, 2000, Vol: 38:2,