

ÖZ

Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişmenin Kurumsal Belirleyicileri

Finansal gelişmenin sürdürülebilir ekonomik büyümenin önemli belirleyicilerinden biri olduğu uzun zamandan beri vurgulanmaktadır. Ancak, finansal gelişmenin belirleyicilerinin neler olduğu konusunda henüz bir uzlaşma sağlanamamıştır. Bu çalışma, ülkelerarası finansal gelişmişlik farklılıklarını açıklamada kurumsal faktörlerin rolünü tartışmaktadır. Bu amaçla çalışmada, finansal gelişmenin ekonomik ve kurumsal belirleyicileri geçiş ekonomileri için araştırılmıştır. 1995-2012 dönemini kapsayan çalışmada statik panel veri analiz tekniği kullanılmıştır. Kurumsal yapının göstergesi olarak 10 farklı değişkenin kullanıldığı çalışmadan elde edilen sonuçlara göre; geçiş ekonomilerinde, ekonomik göstergelerin yanı sıra sosyoekonomik durum, dinsel gerilimler, kanun ve düzen, etnik gerilimler, yatırım profili, yolsuzluk ve demokratik sorumluluk gibi kurumsal yapıyı temsil eden göstergeler de finansal gelişmenin önemli birer belirleyicisi konumundadır.

JEL Sınıflaması: B25, O43, F15, C33

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yapı, Finansal Gelişme, Geçiş Ekonomileri, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

Institutional Determinants of Financial Development: The Case of Transition Economies

It has long been emphasized that financial development is one of the major determinants of sustainable economic growth. However, a consensus on the determinants of financial development hasn't been reached yet. This study discusses the role of institutional factors in explaining the cross-country differences in financial development. For this purpose, the economic and institutional determinants of financial development for transition economies are investigated. In the study, covering the 1995-2012 period, static panel data analysis is used. According to the results obtained from the study in which ten different variables are used as an indicator of the institutional structure; indicators that represent the institutional structure such as socioeconomic conditions, religious tensions, law and order, ethnic tensions, investment profile, corruption, and democratic accountability are also important determinants of financial development in transition economies as well as economic indicators.

JEL Classification: B25, O43, F15, C33

Keywords: Institutional Structure, Financial Development, Transition Economies, Panel Data Analysis

Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişmenin Kurumsal Belirleyicileri



Yrd. Doç. Dr. Pınar Hayaloğlu*

Doç. Dr. Seyfettin Artan**

1 GİRİŞ

Finansal sistem, üstlendiği fonksiyonlarla ülkelerin büyüme ve kalkınma süreçlerinde önemli bir rol oynamaktadır. Gelişmiş bir finansal sistem, temel fonksiyonu olan tasarruf sahipleri ile kaynak ihtiyacı bulunan yatırımcılar arasında fon aktarımının etkin bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlayarak ekonomik performansa olumlu etkilerde bulunmaktadır. Bu doğrultuda, literatürde finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisini ortaya koyan çok sayıda çalışma (Schumpeter, 1911; Gurley ve Shaw, 1960; McKinnon, 1973; Shaw, 1973; King ve Levine, 1993;

Levine ve Zervos, 1998; Arestis, Demetriadis ve Luintel, 2001; Caporale, Howells ve Soliman, 2005; McCaig ve Stengos, 2005; Ang, 2008) mevcuttur.

Etkin işleyen bir finansal sistemin ekonomi için gerekli olmasının temel nedeni, bilgi ve işlem maliyetlerini önemli ölçüde düşürmesine dayanmaktadır. Etkin işleyen bir finansal sistem; asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki tehlike yaratmakta ve bunun sonucunda orya çıkan yüksek işlem maliyetleri verimsizliği beraberinde getirmektedir. Bu doğrultuda etkin bir finansal sistem; bilgi toplama konusunda uzmanlaşma, proje değerlendirme, riskleri paylaşma ve likidite sağlama yoluyla mali tasarrufları arttırmakta ve bu tasarrufların yatırımlara tahsisini gerçekleştirmektedir. Sonuç olarak; finansal aracılık, sermaye verimliliğini arttırmakta ve ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir.

*Gümüşhane Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü
pinarhayaloglu@gumushane.edu.tr

** Karadeniz Teknik Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü
artan@ktu.edu.tr

Gönderim Tarihi: 27.05.2015 Kabul Tarihi: 21.01.2016

Finansal araçlar ve piyasaların ekonomik büyümeyi etkilemesinde üç farklı kanal söz konusudur: İlk olarak, gelişmekte olan finans sektörü tasarruf oranlarının artırılması için zemin yaratmaktadır. Finansal araçlar ve piyasalar ölçek ve uzmanlık ekonomilerini kullanarak tasarruflara nispeten daha yüksek verim sağlar ve bu nedenle de tasarruflar teşvik edilir. İkinci olarak; finansal araçlar ve piyasalar, bilgi ve işlem maliyetlerini azaltarak fonların alacaklıdan borçluya aktarılmasını sağlamak gibi bir temel ekonomik işlevi yerine getirmektedir. Son olarak ise finansal sektör kaynaklarının tahsisini geliştirmektedir. Finansal gelişme; fon havuzu, risk çeşitlendirme, likidite yönetimi, inceleme ve izleme gibi çeşitli mekanizmalar yoluyla yatırımların etkin tahsisini teşvik ederek ekonomik büyümeyi attırmaktadır (Garcia ve Liu, 1999, s.31-32).

Finansal sistemin ekonomide üstlendiği bu anahtar rol, finansal gelişmeyi sağlayacak faktörlerin önemini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda neden bazı ülkelerin finansal açıdan daha gelişmiş olduğu sorusuna literatürde doğrudan veya dolaylı olarak cevap veren dört farklı hipotez mevcuttur: Bunlardan ilki, Acemoglu ve diğerleri (2001) tarafından savunulan finansal gelişim için güçlü kurumların önemini vurgulayan ‘donatım hipotezi’dir. İkincisi La Porta ve diğerleri (1997) tarafından ortaya atılan ülkelerarası finansal gelişmişlik farkını ülkelerin benimsedikleri hukuk sistemi ile ilişkilendiren ‘hukuk ve finans hipotezi’dir. Üçüncüsü Rajan ve Zingales (2003) tarafından ortaya konulan eşanlı olarak gerçekleşen ticari açıklık ve sermaye hesabı açıklığını başarılı bir finansal gelişme için anahtar unsur ola-

rak gören ‘eşzamanlı açıklık hipotezi’dir. Son olarak Acemoglu ve diğerleri (2004) tarafından ortaya atılan ve donatım hipotezi üzerine inşa edilen ‘ekonomik kurumlar hipotezi’ ise kurumsal yapıdaki farklılıkları ülkelerarası ekonomik kalkınma farklılıklarının temel nedeni olarak gören dinamik bir politik ekonomi çerçevesi sunmaktadır (Baltagi, Demetriades ve Law, 2007, s.2-3).

Yukarıda üzerinde durulduğu üzere literatürde finansal gelişmenin sürdürülebilir ekonomik büyümenin önemli belirleyicilerinden biri olduğu uzun zamandan beri vurgulanmaktadır. Ancak, finansal gelişmenin belirleyicilerinin neler olduğu konusunda henüz bir uzlaşma sağlanamamıştır. Öncü literatür büyük ölçüde finansal gelişmenin ekonomik belirleyicileri üzerinde durmuş, kurumsal faktörlerin finansal gelişme üzerindeki etkilerini yeterince dikkate almamıştır. Bu çalışma, ülkelerarası finansal gelişmişlik farklılıklarını açıklamada kurumsal faktörlerin rolünü, Acemoglu ve diğerleri (2004) tarafından ortaya atılan ‘ekonomik kurumlar hipotezi’ bağlamında tartışmaktadır. Bu amaçla çalışmada; 1995-2012 döneminde, 17 geçiş ekonomisinde¹, panel veri yöntemi kullanarak finansal gelişmenin ekonomik ve kurumsal belirleyicileri birlikte analiz edilmiştir.

Çalışma aşağıdaki şekilde organize edilmiştir. İkinci bölümde, çalışmanın örneklemini oluşturan geçiş ekonomilerinde finansal piyasalara ilişkin çeşitli gösterge-

¹ İncelenen dönemde verisi bulunan 17 ülke analiz edilmiştir. Bu ülkeler; Ermenistan, Bulgaristan, Hırvatistan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Kazakistan, Letonya, Litvanya, Moldova, Polonya, Romanya, Rusya Federasyonu, Sırbistan, Slovenya ve Ukrayna’dır.

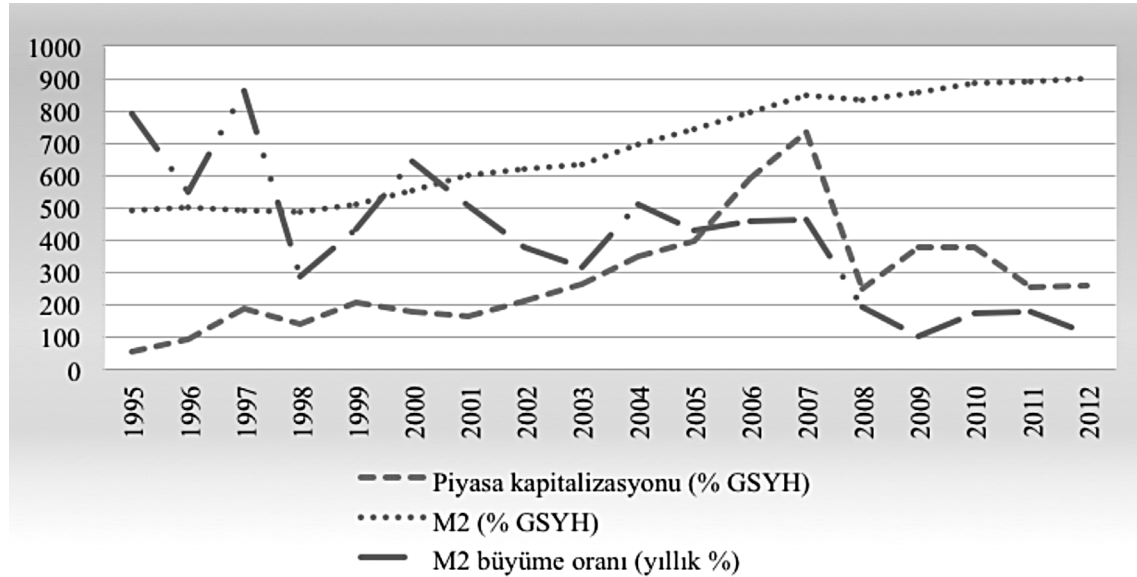
ler sunulmuş, üçüncü bölümde ise finansal gelişmenin belirleyicilerini ele alan literatüre yer verilmiştir. Veri setinin tanıtıldığı dördüncü bölümü, çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklerin yer aldığı beşinci bölüm izlemiştir. Altıncı bölümde, çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem tanıtılmış ve elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

2. Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişme

Finansal gelişmenin boyutunu değerlendirmek üzere; hisse senetleri borsada işlem gören tüm firmaların piyasa değerini gösteren sermaye piyasası kapitalizasyonu, parasallaşma düzeyini göstermek üzere M2 para arzı büyüklüğüne ilişkin çeşitli ölçümler ve bankalardan ve finansal sektörden sağlanan yurtiçi krediler gibi değişkenlerden yararlanılmıştır. Grafik 1’de, çalışmada ele alınan

17 geçiş ekonomisinde, finansal gelişme göstergelerinin 1995-2012 yılları arasındaki seyri yer almaktadır. Buna göre, piyasa kapitalizasyonunun Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) içindeki payının genelde dalgalı bir seyir izlemekle birlikte, 2001-2007 yılları arasında ise sürekli arttığı görülmektedir. 2007 yılında incelenen dönemde en yüksek değerini almıştır. Öte yandan, 2008 yılında patlak veren ABD Mortgage Krizi’nin etkisiyle hızlı bir düşüş yaşanmış ve takip eden yıllarda tekrar dalgalı seyrine geri dönmüştür. Geçiş ekonomilerinde M2 para arzının GSYH içindeki payının, söz konusu yıllar arasında istikrarlı bir seyir izleyerek genel olarak artma eğiliminde olduğu söylenebilir. M2 para arzı büyüme oranlarına bakıldığında; genelde dalgalı bir seyir izlediği, en yüksek değerini 1997 yılında, en düşük değerini 2009 yılında aldığı görülmektedir.

Grafik 1: Geçiş Ekonomilerinde Finansal Piyasalara İlişkin Çeşitli Göstergeler

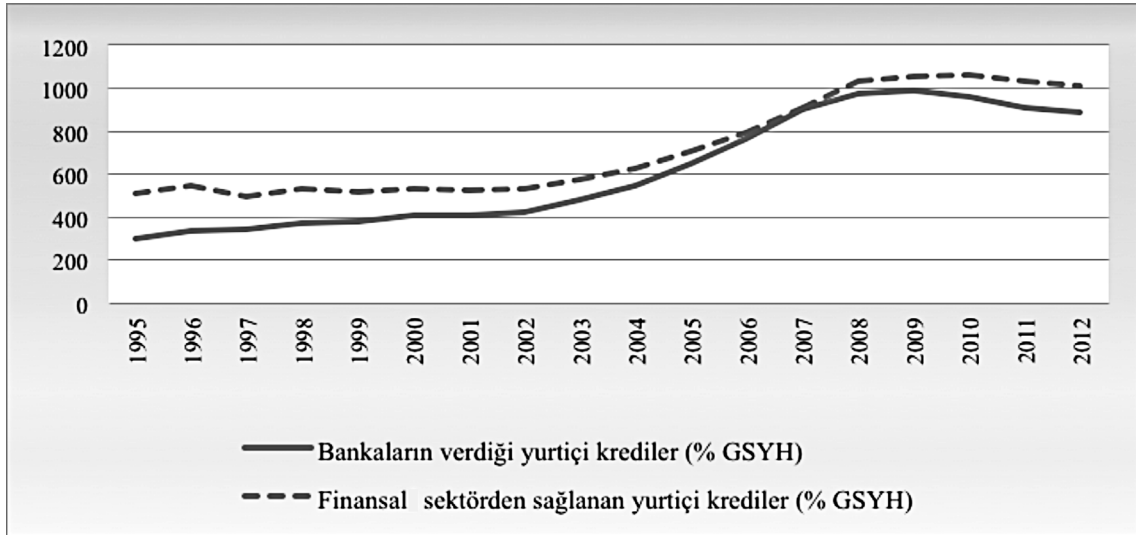


Kaynak: World Bank, WDI

Grafik 2’de söz konusu 17 geçiş ekonomisinde bankacılık sektöründen ve daha geniş anlamda finansal sektörden sağlanan kredilerin 1995-2012 yılları arasındaki seyri yer almaktadır. Grafikten takip edileceği üzere, bankaların verdiği yurtiçi kredilerin GSYH içindeki payının 2000 yılına kadar durağan bir seyir izlediği, 2001-2007 yılları

arasında hızlı bir artış trendine girdiği ve takip eden yıllarda ise durgun bir seyir izlediği dikkati çekmektedir. Finansal sektörden sağlanan yurtiçi kredilerin GSYH içindeki payı da benzer bir eğilim göstermektedir. Bunun yanında 2007 yılında bankacılık ve finansal sektörden sağlanan kredilerin eşit düzeyde gerçekleştiği gözlemlenmektedir.

Grafik 2: Geçiş Ekonomilerinde Kredilere İlişkin Çeşitli Göstergeler



Kaynak: World Bank, WDI

Tablo 1’de ise ele alınan ülkelerdeki finansal piyasalar ve kredilere ilişkin göstergelerin 1995-2012 yıllarındaki ülke ortalamaları yer almaktadır. Buna göre, piyasa kapitalizasyonunun söz konusu yıllar arasında ortalama olarak en yüksek olduğu ülke Rusya (44.67) iken en düşük olduğu ülke Ermenistan (1.03)’dür. M2’nin GSYH içindeki payına bakıldığında, en yüksek değerin 62.01 olarak Çek Cumhuriyeti’nde gerçekleştiği görülmektedir. Çek Cumhu-

riyeti’ni, Slovakya (58.56) ve Bulgaristan (54.09) takip etmektedir. Söz konusu yıllar arasında M2’nin GSYH içindeki payının ortalama olarak en düşük olduğu ülkeler ise Ermenistan (17.27), Kazakistan (24.90) ve Sırbistan (27.02)’dir. M2 para arzının toplam rezervlere oranına bakıldığında, en yüksek değerin Slovenya (13.58)’da en düşük değerin Ermenistan (1.06)’da gerçekleştiği gözlemlenmektedir. Ele alınan ülkeler M2 para arzı büyüme oranı açısından

değerlendirildiğinde; söz konusu yıllar arasında ortalama olarak en yüksek büyümenin Bulgaristan (%42.99), Sırbistan (%40.75) ve Ukrayna (%37.47)'da gerçekleştiği dikkati çekmektedir. M2 para arzı büyüme oranının en düşük olduğu ülkeler ise Çek Cumhuriyeti (7.59), Slovakya (%9.99) ve Macaristan (%12.14)'dır.

Finansal sektörden sağlanan kredilerin GSYH içindeki payının en yüksek olduğu ülkeler Macaristan (65.79), Hırvatistan

(60.21) ve Slovenya (59.56) iken en düşük olduğu ülkeler Ermenistan (14.75), Kazakistan (24.97) ve Rusya (29.96)'dır. Bankacılık sektöründen sağlanan kredilerin GSYH içindeki payı irdelendiğinde, 1995-2012 yılları arasında bankacılık sektöründen sağlanan kredilerin ortalama olarak en yüksek olduğu ülkenin %54.13 ile Slovenya olduğu dikkati çekmektedir. Slovenya'yı, %50.79 ile Letonya izlemektedir. Bankacılık sektöründen kredi kullanımının en düşük olduğu ülke ise %13.82 ile Ermenistan'dır.

Tablo 1: Geçiş Ekonomilerinde Finansal Piyasalar ve Kredilere İlişkin Çeşitli Göstergeler (1995-2012)

Ülkeler	MC (%GSYH)	M2 (%GSYH)	M2/Toplam Rezervler	M2 büyüme oranı (yıllık %)	Finansal sektör- den sağlanan yurtiçi krediler (%GSYH)	Bankaların verdiği yurt- içi krediler (%GSYH)
Ermenistan	1,030	17,279	1,062	25,791	14,755	13,820
Bulgaristan	11,970	54,098	2,235	42,998	45,194	40,804
Hırvatistan	29,553	53,964	2,885	17,349	60,218	47,845
Çek Cum.	22,547	62,019	3,035	7,598	52,391	46,117
Estonya	22,547	42,804	9,282	23,683	52,391	46,117
Macaristan	22,661	51,749	2,416	12,146	65,792	44,160
Kazakistan	20,229	24,901	1,680	36,866	24,970	26,619
Letonya	7,216	35,556	2,089	14,673	51,456	50,795
Litvanya	15,309	33,326	2,141	15,535	34,813	33,722
Moldova	3,213	35,690	1,692	27,316	32,501	22,141
Polonya	22,769	44,367	2,923	15,066	43,547	33,355
Romanya	10,707	33,298	2,298	35,685	29,090	21,713
Rusya Fed.	44,671	32,851	2,389	37,333	29,967	26,009
Sırbistan	22,996	27,028	1,744	40,757	35,716	32,792
Slovakya	5,674	58,569	3,508	9,992	52,058	41,529
Slovenya	18,983	54,153	13,589	14,632	59,562	54,130
Ukrayna	17,947	34,933	3,302	37,473	46,958	31,506

Kaynak: World Bank, WDI

3. Literatür

Finansal gelişmenin belirleyicilerini araştıran literatür incelendiğinde iki grup çalışmanın olduğunu söylemek mümkündür. Bu doğrultuda bir kısım çalışmalar finansal gelişmenin makroekonomik belirleyicilerine odaklanmışken özellikle son yıllarda bir kısım çalışma da kurumsal belirleyicilerine odaklanmıştır. Bunun yanında hem makroekonomik hem de kurumsal belirleyicilerine yer veren çalışmalar da mevcuttur. Finansal gelişmenin makroekonomik belirleyicilerini araştıran çalışmalarda daha çok, ekonomik büyüme (Garcia ve Liu, 1999; Gimet ve Segot, 2012; Jaffee ve Levonian, 2001; El-Wassal, 2005), enflasyon oranı (Haslag ve Koo, 1999; Huybens ve Smith, 1999; Garcia ve Liu, 1999; Boyd, Levine ve Smith, 2001; Ben Naceur, Ghazouani ve Omrani, 2007), tasarruflar (Garcia ve Liu, 1999; Jaffee ve Levonian, 2001; Ben Naceur ve diğerleri, 2007; Cherif ve Gazdar, 2010) ve dış ticaretin (Do ve Levchenko, 2007; Kiendrebeogo, 2012) finansal gelişme üzerindeki etkilerine değinildiği dikkati çekmektedir.

Finansal gelişmenin kurumsal belirleyicilerini araştıran ilk çalışmalar La Porta ve diğerleri (1997, 1998)'e kadar uzanmaktadır. La Porta ve diğerleri (1997), finansal gelişmenin hukuki belirleyicilerine ilişkin literatüre önemli katkılar yapmıştır. Bu doğrultuda La Porta ve diğerleri (1997), 49 ülkeyi ele aldığı çalışmalarında; hukuk kuralları ve hukuki yaptırımın kalitesi ile ölçülen zayıf yatırımcı korumasına sahip ülkelerin, daha küçük ve daha dar finansal piyasalara sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Bunun yanında Fransız hukuk sistemini benimseyen ülkelerin özellikle genel hukuk sistemini

belirleyen ülkelere göre daha zayıf yatırımcı korumasına ve daha az gelişen finansal piyasalara sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Benzer şekilde La Porta ve diğerleri (1998) çalışmalarında, ülkeler arasındaki yatırımcıların korunmasına ilişkin yasalardaki farklılığın hukuk sistemlerindeki farklılıklardan kaynaklandığını öne sürmektedir. Çalışmanın sonucuna göre; yatırımcılara sağlanan haklar bakımından Fransız hukuk sistemi en zayıf, genel hukuk sistemi en güçlü, Alman ve İskandinav sistemleri ise bu iki hukuk sistemi arasında bir yere sahiptir. Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998) tarafından yapılan çalışmada ise yasal ve mali sistemlerdeki farklılıkların firmaların dış finansman kullanımını nasıl etkilediği 30 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede araştırılmıştır. Çalışmada, hukuk sistemlerinin etkinliği konusunda kredi notları yüksek olan ülkelerdeki firmaların büyük bir kısmının uzun vadeli dış finansman kullanarak daha hızlı büyüdüklarını ortaya koymuşlardır.

Calderon, Chong ve Galindo (2001)'nin çalışmalarında, kurumsal yapının bir unsuru olarak güven düzeyi ile finansal gelişme arasındaki ilişki 1980-1994 döneminde 48 ülke için araştırılmıştır. Elde edilen bulgular; güven düzeyi ile finansal derinlik, verimlilik ve hisse senedi piyasası gelişimi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu ortaya koymaktadır. Beck, Demirguc-Kunt ve Levine (2003) tarafından yapılan çalışmada ise 1990-1995 dönemi için 70 eski koloniden oluşan bir örneklem kullanılarak, finansal sistemin tarihsel belirleyicileri araştırılmıştır. Çalışmada hukuk sistemlerinin finansal gelişme üzerinde önemli etkileri olduğu tespit edilmiştir. Girma ve Shortland (2004), rejim istik-

rarının finansal gelişme üzerindeki etkisini 1975-2000 yılları arası dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için incelemişlerdir. Çalışmada, demokrasi düzeyi ve politik istikrarın finansal gelişme hızını belirlemede önemli açıklayıcı faktörler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Chinn ve Ito (2005)'nin çalışmalarında, yasal ve kurumsal gelişim düzeyi kontrol edildiğinde, finansal açıklığın sermaye piyasası gelişimi üzerindeki etkisi 1980-2000 yılları arasında 108 ülke için araştırılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, yüksek finansal açıklık yalnızca genel hukuk sistemleri ve kurumsal altyapı bakımından belli bir eşik seviyesine ulaşıldığında hisse senedi piyasalarının gelişimine katkıda bulunmaktadır. Djankov, McLiesh ve Shleifer (2007), 1978-2003 döneminde 129 ülkede yasal kreditor hakları ve özel ve kamu kredileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, hukuk sistemi yoluyla kreditor haklarının korunması ve bilgi paylaşan kurumların varlığı ile özel sektör kredilerinin GSYH'ya oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, kreditor hakları ve bilgi paylaşımı ile ilgili yasal reformların artması özel sektör kredilerinde artışa yol açmaktadır.

Baltagi ve diğerleri (2007), kurumsal kalitenin finansal gelişme üzerindeki etkisini 1980-2003 döneminde 42 gelişmekte olan ülke için araştırmışlardır. Kurumsal kaliteyi ölçmek üzere International Country Risk Guide (ICRG)'dan elde edilen yolsuzluk, hukukun üstünlüğü, bürokratik kalite, sözleşmelere hükümet müdahalesi ve kamulaştırma riski olmak üzere beş farklı değişken kullanılmıştır. Elde edilen bulgular, kurum-

sal yapının finansal gelişmenin önemli bir belirleyicisi olduğunu göstermektedir. Law ve Habibullah (2009) çalışmalarında, 1980-2001 döneminde 27 ekonominin (G-7, Avrupa, Doğu Asya ve Latin Amerika) verilerini kullanarak kurumsal kalitenin finansal piyasası gelişimi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Elde edilen bulgular; kurumsal kalitenin, bankacılık sektörü gelişimi ve sermaye piyasası gelişiminin istatistiksel olarak anlamlı bir belirleyicisi olduğunu göstermektedir.

Cherif ve Gazdar (2010), hisse senedi piyasası gelişmesinin finansal ve kurumsal belirleyicilerini 1990-2007 döneminde 14 Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ülkesi için araştırmıştır. Çalışmada, ICRG'den elde edilen politik risk endeksi ile temsil edilen kurumsal yapının hisse senedi piyasası gelişmesi üzerinde bir etkisi bulunmadığı tespit edilmiştir. Yartey (2010) tarafından yapılan çalışmada ise hisse senedi piyasasının kurumsal ve makroekonomik belirleyicileri, 1990-2004 döneminde 42 gelişmekte olan ülke için araştırılmıştır. Sonuçlar; politik risk, hukuk ve düzen ve bürokratik kalite değişkenlerinin hisse senedi piyasası gelişmesinin önemli belirleyicileri olduğunu göstermektedir.

Ayadi, Arbak, Naceur ve De Groen (2013), finansal gelişmenin belirleyicilerini 1985-2009 yılları için kuzey ve güney Akdeniz ülkeleri örnekleminde araştırmışlardır. Finansal sektörün gelişmesi olarak özel sektöre verilen krediler, banka mevduatları ve hisse senedi piyasası kapitalizasyonu gibi değişkenlerin kullanıldığı çalışmada elde edilen sonuçlar; güçlü yasal kurumlar, iyi yönetim, mali reformların yeterli uygulanması değişkenlerinin yalnızca topluca

mevcut olmaları durumunda finansal gelişme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ayaydın, Hayaloğlu ve Baltacı (2013) çalışmalarında, 2000-2011 dönemi için 39 gelişmekte olan ülkede hisse senedi piyasası gelişmesine etki eden makroekonomik ve kurumsal faktörler araştırılmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar; ülkelerdeki yönetişimin kalitesi ile hisse senedi piyasasının gelişmesi arasında doğru yönlü bir ilişki olduğunu, politik özgürlükler düzeyi ile hisse senedi piyasasının gelişmesi arasında ise bir ilişki olmadığını ortaya koymaktadır.

Cherif ve Dreger (2014), finansal gelişmenin kurumsal belirleyicilerini 15 MENA ülkesinde 1990-2007 yıllarını kapsayan dönemde incelemiştir. Kurumsal yapıyı temsil etmek üzere ICRG'den elde edilen bürokratik kalite, hukukun üstünlüğü ve yol-

suzluk değişkenleri kullanılmıştır. Finansal gelişmeyi temsilen hem bankacılık sektörü hem de hisse senedi piyasası gelişmesini gösteren değişkenler kullanılmıştır. Çalışmanın temel bulgularına göre, gerek ekonomik gerekse kurumsal faktörler finansal gelişmeyi belirlemede önemli rol üstlenmektedir. Buna ilave olarak, bankacılık sektöründe yolsuzluk finansal gelişmeyi belirleyen temel kurumsal faktör iken, hisse senedi piyasasında yolsuzluk ve kanun ve düzen kurumsal gelişmeyi etkileyen kurumsal göstergeler olarak öne çıkmaktadır.

4. Veri Seti

Geçiş ekonomilerinde finansal gelişmenin ekonomik ve kurumsal belirleyicilerinin analizinde kullanılan değişkenlerin elde edildiği kaynaklar ve değişkenlere ilişkin beklenti işaretleri Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2: Modelde Kullanılan Değişkenler

Değişkenin Adı	Değişkenin Tanımlanması	Elde Edildiği Kaynak	Beklenti İşaretleri
MC	Piyasa Kapitalizasyonu (% GSYH)	Dünya Bankası, WDI	-
INF	Enflasyon, Tüketici Fiyatları (Yıllık yüzde)	Dünya Bankası, WDI	-
RIR	Reel Faiz Oranı	Dünya Bankası, WDI	-
SE	Okullaşma, Yükseköğretim (brüt%)	Dünya Bankası, WDI	+
GDP	Kişi Başına GSYH (Yıllık yüzde)	Dünya Bankası, WDI	+
SC	Sosyoekonomik Durum	PRS, ICRG	+
IP	Yatırım Profili	PRS, ICRG	+
IC	İç Karışıklık	PRS, ICRG	+
EC	Dış Karışıklık	PRS, ICRG	+
CR	Yolsuzluk	PRS, ICRG	+
RP	Dinsel Gerilimler	PRS, ICRG	+
LO	Kanun ve Düzen	PRS, ICRG	+
EP	Etnik Gerilimler	PRS, ICRG	+
DA	Demokratik Sorumluluk	PRS, ICRG	+
BQ	Bürokratik Kalite	PRS, ICRG	+

Finansal gelişmeyi temsilen piyasa kapitalizasyonunun GSYH içindeki payı (MC) kullanılmıştır. Piyasa değeri olarak da adlandırılan piyasa kapitalizasyonu, şirket hisselerinin piyasa değerleri ile çıkarılmış toplam hisse senedi sayısının çarpılması ile elde edilmektedir. Bu ölçüm, borsaya kayıtlı bütün firmaların piyasa değerinin GSYH'ya oranının toplamına eşittir. İlgili değişken Dünya Bankası'nın World Development Indicators (WDI) veri tabanından elde edilmiştir.

Çalışmada kullanılan kontrol değişkenleri, ekonomik ve kurumsal değişkenler olarak ikiye ayrılmıştır. Buna göre; enflasyon oranı, reel faiz oranı, okullaşma oranı ve kişi başına düşen gelir (GSYH) modellere ilave edilen ekonomik değişkenlerdir. ENF ile gösterilen enflasyon oranı, tüketici fiyatları cinsinden hesaplanan yıllık enflasyon oranını ifade etmektedir. RIR ile gösterilen reel faiz oranı, GSYH deflatörü cinsinden ölçülen enflasyona göre düzeltilmiş borç verme faiz oranıdır. SE ile gösterilen yükseköğretim okullaşma oranı, yaşa bakılmaksızın ortaokuldan ayrıldıktan sonraki beş yıllık yaş grubunun toplam nüfusa yüzdesini ifade etmektedir. GDP değişkeni, kişi başına düşen gelirin yıllar itibarıyla yüzde olarak büyüme oranını göstermektedir. Çalışmada kullanılan ekonomik göstergeler Dünya Bankası'nın WDI veri tabanından temin edilmiştir.

Çalışmada kurumsal yapının göstergesi olarak, Politik Risk Servisi (PRS: Political Risk Services) tarafından hazırlanan ICRG endeksi politik risk değerlendirmesi verilerinden yararlanılmıştır. Politik risk değerlendirmesi verilerinden; sosyoekonomik durum, yatırım profili, iç karışıklık, dış karışıklık, yolsuzluk, dinsel gerilimler, kanun ve düzen, etnik gerilimler, demokratik so-

rumluluk ve bürokratik kalite olmak üzere 10 farklı değişken kullanılmıştır. Bu değişkenlerden sosyoekonomik durum, yatırım profili, iç karışıklık ve dış karışıklık 0-12 puan arasında değerler almakta iken yolsuzluk, dinsel gerilimler, kanun ve düzen, etnik gerilimler ve demokratik sorumluluk 0-6 puan arasında değerler almaktadır. Son olarak bürokratik kalite değişkeni ise 0-4 arasında değerler almaktadır. Her değişken için düşük değerler daha yüksek politik riski ifade ederken yüksek değerler daha düşük politik riski ifade etmektedir.

5. Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait temel tanımlayıcı istatistikler Tablo 3'de sunulmuştur. Tablo 3 incelendiğinde, geçiş ekonomilerinde 1995-2012 yılları arasında sermaye piyasası kapitalizasyonunun %0.017 ile %115.642 arasında değiştiği ve ortalama değerinin %18.588 olduğu görülmektedir. Ele alınan ülke grubunda 1995-2012 yılları arasında sermaye piyasası kapitalizasyonun en düşük olduğu, yani piyasaların en az gelişmiş olduğu ülke Bulgaristan iken sermaye piyasasının en gelişmiş olduğu ülke Rusya'dır. Enflasyon oranının en düşük değeri %-1.14 olarak Litvanya'da (2003 yılı), en yüksek değeri %1058.37 olarak Bulgaristan'da (1997 yılı) gerçekleşmiştir. Enflasyonun negatif değer alması fiyat düzeyinde düşmeyi ifade ederken dört haneli değerler alması hiperenflasyon durumunu ifade etmektedir. Reel faiz oranının ele alınan dönemdeki ortalama değeri 6.46 olup en yüksek ve en düşük değeri sırasıyla %93.93 (1996 yılı) ve %-70.42 (1997 yılı) olarak Bulgaristan'da gerçekleşmiştir. Reel faizin negatif olması, enflasyonun tahminlerin çok üstünde çıkması durumunda gerçekleşebilir. Enflasyon ve reel faizdeki bu

aşırı değerler Bulgaristan'da 1996-1997 yıllarında yaşanan mali kriz nedeniyle ortaya çıkmıştır. Yükseköğretimdeki okullaşma oranını temsil eden SE değişkeninin ise söz konusu yıllar arasındaki en düşük değeri %14.30 (Romanya, 1995 yılı) iken

en yüksek değeri %88.46 (Slovenya, 2010 yılı) olarak gerçekleşmiştir. Kişi başına düşen gelirdeki yıllık büyümenin ele alınan dönemdeki ortalama değeri %3.84 olup en yüksek ve en düşük değerleri sırasıyla %14.45 ve %-16.58'dir.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
MC	18.588	17.281	0.017	115.642
INF	17.759	67.766	-1.145	1058.374
RIR	6.466	13.513	-70.428	93.937
SE	48.984	17.685	14.306	88.467
GDP	3.848	4.9768	-16.589	14.452
SC	5.511	1.5763	1.33	9
IP	8.928	1.9955	3	12
IC	10.353	1.1722	6.17	12
EC	10.343	1.1459	6.92	12
COR	2.565	0.894	1	5
RP	5.164	0.492	4	6
LO	4.255	0.705	2.5	6
EP	4.099	1.081	1.67	6
DA	4.792	1.275	1	6
BQ	2.222	0.867	1	4

Çalışmada kullanılan kurumsal değişkenleri endeks içindeki puan ağırlıkları bakımından üç gruba ayırarak incelemek mümkündür. Endeks değerleri 0 ile 12 arasında değişen değişkenler (Sosyoekonomik Durum, Yatırım Profili, İç Karışıklık, Dış Karışıklık) incelendiğinde, geçiş ekonomilerinde en düşük değerin yatırım profili değişkeninde gerçekleştiği dikkati çekmektedir. İlgili değişkenin en düşük değeri 1999 yılında Rusya'da gerçekleşmiştir. Hesaplama düşük değerler yüksek riski, yüksek değerler ise düşük riski temsil ettiğinden bu durum 1999 yılında Rusya'nın yatırım profili bakımından ülke grubu içinde en riskli konumda bulunan ülke olduğunu göstermektedir. Diğer yandan

düşük riski temsil eden en yüksek değerlerin ise yatırım profili, iç karışıklık ve dış karışıklık değişkenlerinde gerçekleştiği dikkat çekmektedir. Endeks değerleri 0-6 arasında değişen değişkenler (Yolsuzluk, Dinsel Gerilimler, Kanun ve Düzen, Etnik Gerilimler, Demokratik Sorumluluk) incelendiğinde en düşük değerin yolsuzluk ve demokratik sorumluluk değişkenlerinde gerçekleştiği görülmektedir. En yüksek değerler ise dinsel gerilimler, kanun ve düzen, etnik gerilimler ve demokratik sorumluluk değişkenlerinde gerçekleşmiştir. Endeks değeri 0 ile 4 arasında değişen bürokratik kalite değişkeninin en düşük ve en yüksek değerleri sırasıyla 1 ve 4 olarak gerçekleşmiştir.

1995-2012 döneminde çalışmada kullanılan değişkenlere ait korelasyon matrisi Tablo 4'te yer almaktadır. Tablodan takip edilebileceği üzere, ülkelerin finansal gelişme düzeyini gösteren MC ile INF, RIR, EC,

COR ve EP değişkenleri arasında negatif bir korelasyon söz konusu iken MC ile SE, SC, IP, IC ve RP değişkenleri arasında pozitif bir korelasyon söz konusudur.

Tablo 4: Korelasyon Matrisi

	MC	INF	RIR	SE	GDP	SC	IP	IC	EC	COR	RP	LAO	EP	DA	BQ
MC	1.000														
INF	-0.106* (0.077)	1.000													
RIR	-0.229* (0.000)	-0.377* (0.000)	1.000												
SE	0.353* (0.000)	-0.110* (0.060)	-0.152* (0.015)	1.000											
GDP	0.057 (0.348)	-0.158* (0.005)	0.058 (0.341)	-0.054 (0.356)	1.000										
SC	0.229* (0.000)	-0.228* (0.000)	-0.101 (0.124)	0.310* (0.000)	0.053 (0.389)	1.000									
IP	0.180* (0.004)	-0.179* (0.003)	-0.278* (0.000)	0.362* (0.000)	0.015 (0.804)	0.534* (0.000)	1.000								
IC	0.137* (0.031)	0.069 (0.265)	-0.140* (0.032)	-0.065 (0.296)	-0.117* (0.057)	0.446* (0.000)	0.394* (0.000)	1.000							
EC	-0.173* (0.006)	0.124* (0.045)	-0.097 (0.138)	-0.178* (0.004)	-0.079 (0.203)	0.273* (0.000)	0.123* (0.046)	0.592* (0.000)	1.000						
COR	-0.130* (0.041)	0.126* (0.041)	0.001 (0.980)	-0.334* (0.000)	-0.189* (0.002)	0.123* (0.045)	0.112* (0.071)	0.567* (0.000)	0.504* (0.000)	1.000					
RP	0.137* (0.031)	-0.023 (0.710)	0.037 (0.567)	-0.003 (0.955)	-0.093 (0.132)	0.017 (0.780)	-0.100 (0.106)	0.014 (0.815)	0.031 (0.610)	0.182* (0.003)	1.000				
LAO	0.013 (0.831)	-0.010 (0.866)	-0.063 (0.338)	-0.202* (0.001)	-0.084 (0.176)	0.184* (0.002)	0.022 (0.713)	0.450* (0.000)	0.561* (0.000)	0.518* (0.000)	0.444* (0.000)	1.000			
EP	-0.149* (0.019)	0.045 (0.464)	0.073 (0.268)	-0.227* (0.000)	0.060 (0.330)	-0.021 (0.726)	0.029 (0.636)	0.189* (0.002)	0.093 (0.132)	0.187* (0.002)	-0.030 (0.628)	0.113 (0.067)	1.000		
DA	-0.027 (0.667)	0.019 (0.757)	-0.136* (0.037)	0.103 (0.098)	-0.227* (0.000)	0.097 (0.116)	0.422* (0.000)	0.390* (0.000)	0.291* (0.000)	0.441* (0.000)	0.028 (0.651)	0.258* (0.000)	-0.0232 (0.709)	1.000	
BQ	0.013 (0.839)	-0.076 (0.219)	-0.064 (0.332)	0.004 (0.938)	-0.124* (0.044)	0.458* (0.000)	0.536* (0.000)	0.617* (0.000)	0.450* (0.000)	0.596* (0.000)	0.053 (0.388)	0.479* (0.000)	0.211* (0.000)	0.475* (0.000)	1.000

Not: *, ilgili istatistiğin %1 seviyesinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise p değerlerini göstermektedir.

6. Yöntem ve Analiz Sonuçları

Bu çalışmada finansal gelişmenin ekonomik ve kurumsal belirleyicileri geçiş ekonomileri ülke örnekleme için 1995-2012 döneminde yıllık veriler kullanılarak panel veri analiz yöntemi yardımıyla incelenmiştir. Panel veri analizi kapsamında; ele alınan ülkeler için, sabit etkiler modeli (FEM) ve rassal etkiler modeli (REM) olmak üzere iki farklı model tahmin edilmiştir. Daha sonra, Hausman testi çerçevesinde, sabit ve rassal etkiler modellerinden, daha güvenilir sonuçlar veren model seçilmiştir. Bu kapsamda, Hausman test istatistiğinin $p \leq 0.05$ olması durumunda sabit etkiler modeli, $p > 0.05$ olması durumunda rassal etkiler modeli tercih edilmiştir. İlgili modeller aşağıda 1 ve 2 nolu eşitliklerde gösterilmiştir.

FEM Modeli

$$MC_{it} = \alpha_i + \beta_1 INF_{it} + \beta_2 RIR_{it} + \beta_3 SE_{it} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_5 KD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

REM Modeli

$$MC_{it} = \alpha_i + \lambda_i + \beta_1 INF_{it} + \beta_2 RIR_{it} + \beta_3 SE_{it} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_5 KD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

(1) ve (2) nolu denklemde; i ve t sırasıyla ülke ve zamanı, β tahmin katsayılarını, α_i ülke sabit etkisini, λ_i zaman sabitini, ε_{it} hata terimini ifade etmektedir. KD, modellere ilave edilen kurumsal değişkeni temsil etmektedir. Çalışmada çoklu doğrusal bağlantı sorunundan kaçınmak için kurumsal değişkenlerin her biri ayrı ayrı modellenmiştir. Bu doğrultuda 11 farklı model oluşturulmuştur. Birinci modelde finansal gelişmenin sadece ekonomik belirleyicilerine yer verilirken diğer modellerde her bir kurumsal değişken

ayrı ayrı analiz edilmiştir. Modellere ait analiz sonuçları Tablo 5’de yer almaktadır.

Finansal gelişmenin yalnızca ekonomik belirleyicilerinin yer aldığı Model 1’e ait regresyon sonuçlarına göre; enflasyon oranı, reel faiz oranı, okullaşma oranı ve kişi başına gelir değişkenleri %1 düzeyinde anlamlı ve işaretleri teorik beklentiyle uyumludur. Devam eden 10 modelde finansal gelişmenin ekonomik belirleyicilerinin yanı sıra kurumsal belirleyicileri ayrı ayrı analiz edilmiştir. Bu modellerden elde edilen bulgular incelendiğinde; 4, 5 ve 11. Modeller dışındaki tüm modellerde kurumsal yapıyı temsil etmek üzere kullanılan değişkenlerin anlamlı ve işaretlerinin teorik beklentiyle uyumlu olduğu görülmektedir. Buna göre; sosyoekonomik durum ve dinsel gerilimler değişkenleri pozitif ve istatistiki açıdan %1 seviyesinde; kanun ve düzen ve etnik gerilimler değişkenleri pozitif ve istatistiki açıdan %5 seviyesinde; yatırım profili, yolsuzluk ve demokratik sorumluluk değişkenleri pozitif ve istatistiki açıdan %10 seviyesinde anlamlı elde edilmiştir. Başka bir deyişle, geçiş ekonomilerinde sosyoekonomik durum, dinsel gerilimler, kanun ve düzen, etnik gerilimler, yatırım profili, yolsuzluk ve demokratik sorumluluk ile finansal gelişme arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Bu bulgu, söz konusu endeks değerlerindeki bir yükselmenin finansal gelişmeyi olumlu etkilediğini göstermektedir. Buna karşılık; iç karışıklık, dış karışıklık ve bürokratik kalite değişkenleri ile finansal gelişme arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Tablo 5: Analiz Sonuçları

Kurumsal Değişken (KD)	Sosyoekonomik Durum (SC)	Yatırım Profili (IP)	İç Karışıklık (IC)	Dış Karışıklık (EC)	Yolsuzluk (COR)	Dinsel Gerilimler (RP)	Kanun ve Düzen (LAO)	Etnik Gerilimler (ET)	Demokratik Sorumluluk (DA)	Bürokratik Kalite (BQ)	
Bağımsız Değişkenler	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11
	(REM)	(FEM)	(FEM)	(REM)	(REM)	(REM)	(REM)	(REM)	(FEM)	(REM)	(REM)
INF	-0.032*** (0.013)	-0.023* (0.013)	-0.021 (0.014)	-0.033*** (0.013)	-0.029** (0.014)	-0.036*** (0.014)	-0.032*** (0.013)	-0.032*** (0.013)	-0.028** (0.013)	-0.032*** (0.013)	-0.031** (0.013)
RIR	-0.283*** (0.078)	-0.276*** (0.082)	-0.216*** (0.086)	-0.277*** (0.086)	-0.277*** (0.086)	-0.291*** (0.085)	-0.296*** (0.085)	-0.278*** (0.085)	-0.235*** (0.084)	0.278*** (0.085)	-0.284*** (0.086)
SE	0.364*** (0.059)	0.291*** (0.087)	0.315*** (0.095)	0.393*** (0.072)	0.359*** (0.075)	0.470*** (0.085)	0.390*** (0.070)	0.441*** (0.076)	0.500*** (0.083)	0.360*** (0.072)	0.393*** (0.072)
GDP	0.484*** (0.182)	0.457** (0.195)	0.551*** (0.193)	0.467*** (0.197)	0.442** (0.198)	0.488*** (0.198)	0.500*** (0.196)	0.470*** (0.196)	0.642*** (0.193)	0.496*** (0.197)	0.456*** (0.198)
KD	2.998*** (0.989)	2.998*** (0.989)	1.547* (0.816)	0.970 (1.037)	-1.171 (1.164)	2.906* (1.565)	6.330*** (2.666)	3.581** (1.811)	4.181** (1.957)	2.409* (1.320)	2.034 (2.110)
Sabit	0.663 (4.228)	-11.982** (5.335)	-11.546* (6.399)	-10.972 (12.178)	13.009 (13.863)	-12.519 (8.018)	-33.412** (14.622)	-18.543* (10.250)	-24.214** (10.937)	-11.261 (7.474)	-5.436 (7.010)
R ²	0.27	0.30	0.28	0.27	0.27	0.28	0.29	0.29	0.28	0.28	0.27
F Testi	80.21 [0.000]	16.73 [0.000]	15.19 [0.000]	65.69 [0.000]	64.87 [0.000]	68.31 [0.000]	71.88 [0.000]	69.54 [0.000]	15.46 [0.000]	69.13 [0.000]	65.33 [0.000]
Hausman Test	5.02 [0.285]	11.14 [0.048]	17.93 [0.003]	1.05 [0.958]	2.71 [0.744]	1.43 [0.920]	0.36 [0.996]	1.93 [0.858]	12.29 [0.031]	0.04 [1.000]	2.58 [0.765]
Gözlem Sayısı	232	232	232	232	232	232	232	232	232	232	232

Not: *, ** ve *** sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 seviyelerindeki istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler t istatistiklerini, köşeli parantez içindeki değerler ise anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

7. Genel Değerlendirme ve Sonuç

Finansal sistemin ekonomide üstlendiği anahtar rol, finansal gelişmeyi etkileyen faktörlerin neler olduğu sorusunun uzun yıllardır araştırmacıların yanıtını aradığı soruların başında gelmesine yol açmıştır. Bu soruya cevaben, araştırmacılar başlangıçta daha çok ekonomik faktörler üzerinde dururken son yıllarda ülkelerin kurumsal yapılarını ele alan çalışmaların giderek ilgi odağı haline geldiği dikkati çekmektedir.

Bu çalışmada kurumsal yapının finansal gelişme üzerindeki etkisi 1995-2012 yıllarını kapsayan dönemde 17 geçiş ekonomisi için araştırılmıştır. Panel veri analiz yönteminin kullanıldığı çalışmada, kurumsal yapının göstergesi olarak ICRG'den temin edilen 10 farklı değişken kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucu; sosyoekonomik durum, dinsel gerilimler, kanun ve düzen, etnik gerilimler, yatırım profili, yolsuzluk ve demokratik sorumluluk ile finansal gelişmeyi temsilen kullanılan piyasa kapitalizasyonu arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmişken iç karışıklık, dış karışıklık ve bürok-

ratik kalite değişkenleri ile finansal gelişme arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Çalışmada elde edilen bulgular; geçiş ekonomilerinde finansal sistemin gelişiminde ekonomik faktörler yanında sosyoekonomik durum, dinsel gerilimler, kanun ve düzen, etnik gerilimler, yatırım profili, yolsuzluk ve demokratik sorumluluk gibi kurumsal faktörlerin önemli birer belirleyicisi olduğunu ortaya koymaktadır. Yani, yatırımcı haklarını koruyan, piyasalara olan güveni arttıran ve riski azaltan kurumların varlığı finansal gelişmeyi güçlendirmektedir. Şöyle ki; yatırımcı haklarının korunduğu, yasal düzenin iyi işlediği, yolsuzluğun düşük düzeyde olduğu bir ekonomik yapıda piyasalara ve finansal kurumlara olan güven artacak, işlem maliyetleri önemli ölçüde düşecek, politik ve kurumsal riskler azalacak ve karar alıcılar fonlarını finansal sisteme aktarmada daha istekli davranacaklardır. Sonuç olarak, sürdürülebilir bir büyüme ve kalkınmayı gerçekleştirmek isteyen politika uygulayıcıları, ekonomik faktörlerin yanı sıra kurumsal yapıyı güçlendirecek politika uygulamalarına hız vermelidirler.



KAYNAKÇA

- Acemoğlu, D.; Johnson, S. ve Robinson, J. (2004). Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth, *NBER Working Paper 10481*.
- Ang, J.B. (2008). What are the Mechanisms Linking Financial Development and Economic Growth in Malaysia?, *Economic Modelling*, 25(1): 38–53.
- Arestis, P.; Demetriades, P. ve Luintel, K. B. (2001). Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(1): 16-41.
- Ayadi, R.; Arbak, E.; Naceur, S. B. ve De Groen, W. P. (2013). Determinants of Financial Development Across the Mediterranean, *MEDPRO Technical Report No. 29*.
- Ayaydın, H.; Hayaloğlu, P. ve Baltacı, N. (2013). Hisse Senedi Piyasasının Gelişmesinin Makroekonomik ve Kurumsal Belirleyicileri Üzerine Bir Araştırma: Panel Veri Analizi, *The Journal of Academic Social Science Studies*, 6(4): 125-142.
- Baltagi, B. H.; Demetriades, P. ve Law, S.H. (2007). Financial Development, Openness and Institutions: Evidence from Panel Data, *Center for Policy Research Working Papers No.7*.
- Beck, T.; Demirgüç-Kunt, A. ve Levine, R. (2003). Law, Endowments, and Finance, *Journal of Financial Economics*, 70(2): 137-181.
- Ben Naceur, S.; Ghazouani, S., ve Omrani, M. (2007). The Determinants of Stock Market Development in the MENA Region, *Managerial Finance*, 33(7): 477-489.
- Boyd, J.H.; Levine, R., ve Smith, B.D. (2001). The Impact of Inflation on Financial Sector Performance, *Journal of Monetary Economics*, 47(2): 221-248.
- Calderon, C.; Chong, A. ve Galindo, A. (2001). Structure and Development of Financial Institutions and Links with Trust: Cross-Country Evidence, *Inter-American Development Bank Working Paper 444*.
- Caporale, G. M.; Howells, P. ve Soliman, A. M. (2005). Endogenous Growth Models and Stock Market Development: Evidence from Four Countries, *Review of Development Economics*, 9(2): 166-176.
- Cherif, Mondher ve Dreger, Christian (2014). Institutional Determinants of Financial Development in MENA Countries, *DIW Berlin Discussion Paper No. 1422*.
- Cherif, Mondher ve Gazdar, Kaouthar (2010). Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region: New Results from a Panel Data Analysis, *The International Journal of Banking and Finance*, 7(1): 139-159.
- Chinn, M. D. ve Ito, H. (2005). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interaction, *NBER Working Paper*, No.11370: 1-43.
- Demirgüç-Kunt, A. ve Maksimovic, V. (1998). Law, Finance and Firm Growth, *Journal of Finance*, 53(6): 2107-2137.

- Djankov, S.; McLiesh, C. ve Shleifer, A. (2007). Private Credit in 129 Countries, *Journal of Financial Economics*, 84(2): 299-329.
- Do, Q. T. ve A. A. Levchenko (2004). Trade and Financial Development, *World Bank Working Paper Series* No. 3347.
- El-Wassal, A. K. (2005). Understanding the Growth in Emerging Stock Markets, *Journal of Emerging Market Finance*, 4: 227-61.
- Garcia, V.F. ve Liu, L. (1999). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development, *Journal of Applied Economics*, II(1): 29-59.
- Gimet, C. ve Segot, T.L. (2012). Financial Sector Development and Access to Finance. Does Size Say it All?, *Emerging Markets Review*, 13: 316-337.
- Girma, S. ve Shortland, A. (2004). The Political Economy of Financial Development, *University of Leicester, Papers in Economics* 04/21.
- Gurley, J.G. ve Shaw, E.S. (1960). Money in a Theory of Finance, Washington, DC: Brookings Institution.
- Haslag, J. H. ve Koo, J. (1999). Financial Repression, Financial Development and Economic Growth, Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper* No. 9902.
- Huybens, E. ve Smith, B. D. (1999). Inflation, Financial Markets and Long-run Real Activity, *Journal of Monetary Economics*, 43: 283-315.
- Jaffee, D. ve M. Levonian (2001). Structure of Banking Systems in Developed and Transition Economies, *European Financial Management*, 7(2): 161-81.
- Kiendrebeogo, Youssouf (2012). Understanding the Causal Links between Financial Development and International Trade, *Etudes et Documents* No. 34.
- King, R.G. ve R. Levine (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *Economic Journal*, 107: 771-782.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F; Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52(3): 1131-1150.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F; Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1998). Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- Law, S.H. ve Habibullah, M.S. (2009). The Determinants of Financial Development: Institutions, Openness and Financial Liberalization, *South African Journal of Economics*, 77(1): 45-58.
- Levine R. ve Zervos S. (1998). Stock Market, Banks and Economic Growth, *American Economic Review*, 88: 537-558.
- McCaig, B. ve T. Stengos (2005). Financial Intermediation and Growth: Some Robustness Results, *Economics Letters*, 88(3): 306-312.
- McKinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development, Washington, DC: The Brookings Institution.

Schumpeter, Joseph Alois (1911). *The Theory of Economic Development*, Massachusetts: Cambridge.

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

World Bank (2015). WDI.

Yartey, C. A. (2010). The Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies, *Applied Financial Economics*, 20: 1615-1625.