



**T.C.  
EGE ÜNİVERSİTESİ  
Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**FİNANSAL GELİŞMİŞLİK, YASAL HAKLAR VE FİYAT  
İSTİKRARI**

Yüksek Lisans Tezi

**Bünyamin ÖZKÜR**

**İktisat Anabilim Dalı**

**İZMİR**

**2019**

**T.C.**  
**E G E Ü N İ V E R S İ T E S İ**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**FİNANSAL GELİŞMİŞLİK, YASAL HAKLAR VE  
FİYAT İSTİKRARI**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Bünyamin ÖZKÜR**

**Tez Danışmanı: Doç. Dr. Mehmet GÜÇLÜ**

**İktisat Anabilim Dalı**

**Bölgesel Kalkınma Yüksek Lisans Programı**

## ETİK KURALLARA UYGUNLUK BEYANI

Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne sunduğum “Finansal Gelişmişlik, Yasal Haklar ve Fiyat İstikrarı” adlı yüksek lisans/doktora tezinin tarafımdan bilimsel, ahlak ve normlara uygun bir şekilde hazırlandığını, tezimde yararlandığım kaynakları bibliyografyada ve dipnotlarda gösterdiğimi onurumla doğrularım.

İsim Soyadı

İmza

Benyamin ÖZKUR  




T.C.EGE ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS

TEZ SAVUNMA TUTANAĞI

ÖĞRENCİNİN

Adı Soyadı : Bünyamin ÖZKÜR

Numarası : 92110005642

Anabilim Dalı : İKTİSAT

Tez Başlığı (Türkçe) : Finansal Gelişme, Yasal Haklar ve Fiyat İstikrarı

Tez Başlığı (İngilizce) : Financial Development, Legal Rights and Price Stability

Tez Savunma Tarihi : 9 Ağustos 2019

Tez Başlığı Değişikliği Varsa Yeni Başlık: *Finansal Belirsizlik, Yasal Haklar ve Fiyat*  
*Tez Başlığı İngilizce: Financial Development, Legal Rights and Price Stability*

JÜRİ ÜYELERİ

Jüri Başkanı

Unvan, Adı, Soyadı : Doç. Dr. Mehmet GÜÇLÜ

Karar :  Başarılı  Başarısız  Düzeltme

İmza : *M. Güçlü*

Jüri Üyesi

Unvan, Adı, Soyadı : Prof. Dr. Sibel SELİM

Karar :  Başarılı  Başarısız  Düzeltme

İmza : *S. Selim*

Jüri Üyesi

Unvan, Adı, Soyadı : Dr. Öğretim Üyesi Barış GÖK

Karar :  Başarılı  Başarısız  Düzeltme

İmza : *Barış Gök*

TEZ HAKKINDA JÜRİNİN GENEL GÖRÜŞÜ

(Jüri Başkanı Tarafından Doldurulacaktır)

Tez savunması sonucunda öğrenci tarafından hazırlanan çalışma;

Oybirliğiyle

Oy çokluğuyla

Başarılıdır

Düzeltilmelidir

Başarısızdır

- Bu tutanak üç (3) işgünü içerisinde jüri üyelerinin raporlarıyla beraber Anabilim Dalı Başkanlığı üst yazısıyla Enstitü Müdürlüğüne gönderilmelidir. Tezli yüksek lisans programlarında düzeltme alan öğrencinin 3 (üç) ay içerisinde yeniden savunmaya girmesi zorunludur.

## ÖZET

Bu çalışmanın amacı, yasal hakların ve fiyat istikrarının, finansal gelişmişlik düzeyi üzerindeki etkisini analiz etmektir. Bu amaçla, 116 ülkede 2004-2012 dönemi için yasal hakların, fiyat istikrarının, bilgi paylaşımının ve ekonomik büyümenin finansal piyasalar üzerindeki etkisi ampirik olarak incelenmiştir. Analiz sonuçları, yüksek bir finansal gelişmenin güçlü yasal haklarla, daha fazla kredi bilgisiyle, bilgi paylaşım kurumlarının varlığıyla ve daha yüksek ekonomik büyümeyle ilişkili olduğunu ortaya koymuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal gelişmişlik, yasal haklar, fiyat istikrarı, havuzlanmış EKK, yasal kökenler, bilgi paylaşımı, kredi bilgisi, kurumların kalitesi, ekonomik büyüme

**Jel Kodlar:** G3; G32; E44; C13; G21; G28; O16; K22

## **ABSTRACT**

The purpose of this study is to investigate how legal rights and price stability influence financial development. For this purpose, the influence of legal rights, price stability, information sharing and economic growth on the level of development of financial markets is empirically investigated for 116 selected countries over the period 2004-2012. The results of the analyze revealed that the higher financial development is associated the stronger legal rights, more information (also information – sharing institutions) and the higher economic growth.

**Keywords:** Financial development, legal rights, price stability, Pooled OLS, legal origins, credit information, institutional quality, economic growth

**JEL Classifications :** G3; G32; E44; C13; G21; G28; O16; K22

## İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ .....	i
TUTANAK.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT .....	iv
İÇİNDEKİLER .....	v
TABLolar LİSTESİ.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	viii
KISALTMALAR .....	ix
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### FINANSAL GELİŞMİŞLİK VE HUKUK ÜZERİNE TEORİK TARTIŞMALAR

1.1. Finansal Gelişme .....	5
1.2. Finansal Gelişmişliğin Derecesinin Ölçülmesi .....	9
1.2.1. Miktar Ölçütleri .....	10
1.2.2. Yapısal Ölçütler .....	13
1.2.3. Ürün Çeşitliliği.....	14
1.2.4. İşlem Maliyetleri.....	15
1.2.5. Finansal Fiyatlar .....	16
1.3. Finansal Gelişmişlik ve Hukuk .....	17
1.4. Finansal Gelişmişlik ve Fiyat İstikrarı.....	22

### İKİNCİ BÖLÜM

#### FINANSAL GELİŞMİŞLİK, YASAL HAKLAR VE FİYAT İSTİKRARI ÜZERİNE TEORİK VE AMPİRİK ÇALIŞMALAR

2.1. Literatür ve Hipotezin Gelişim Süreci .....	26
2.2. Finansal Gelişmişlik ve Yasal Haklar Arasındaki İlişki Üzerine Yapılmış Ampirik Çalışmalar .....	31

<b>2.3. Finansal Gelişmişlik ve Fiyat İstikrarı Arasındaki İlişki Üzerine Yapılmış Ampirik Çalışmalar .....</b>	<b>42</b>
---	-----------

### **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

#### **YASAL HAKLARIN FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZİ**

<b>3.1. Veri .....</b>	<b>49</b>
<b>3.2. Metodoloji .....</b>	<b>50</b>
<b>3.3. Ampirik Model .....</b>	<b>53</b>
<b>3.3.1 Ampirik Model Sonuçları.....</b>	<b>55</b>
<b>3.3.2 Havuzlandırılmış Veri Analizi Sonuçları.....</b>	<b>56</b>
<b>3.3.3 Değişen Varyans.....</b>	<b>56</b>
<b>3.3.4 Otokorelasyon.....</b>	<b>57</b>
<b>3.3.5 Havuzlandırılmış Model Tahmin Sonuçları.....</b>	<b>59</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>68</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>72</b>
<b>EK.....</b>	<b>95</b>
<b>TEŞEKKÜR.....</b>	<b>99</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>100</b>

## TABLolar LİSTESİ

<b>Tablo 1: Finansal gelişmişlik ve yasal haklar arasındaki ilişki üzerine yapılmış ampirik çalışmalar.....</b>	<b>40</b>
<b>Tablo 2: Finansal gelişmişlik ve fiyat İstikrarı arasındaki ilişki üzerine yapılmış ampirik.....</b>	<b>47</b>
<b>Tablo 3: Değişen Varyans Test Sonuçları.....</b>	<b>57</b>
<b>Tablo 4: Oto-korelasyon Test Sonuçları.....</b>	<b>58</b>
<b>Tablo 5: Havuzlandırılmış Model Tahmin Sonuçları – Düşük Geliri Ülkeler Grubu.....</b>	<b>61</b>
<b>Tablo 6: Havuzlandırılmış Model Tahmin Sonuçları – Yüksek Gelirli Ülkeler Grubu...</b>	<b>62</b>
<b>Tablo 7: Havuzlandırılmış Model Tahmin Sonuçları :Tüm Ülkeler Grubu.....</b>	<b>63</b>
<b>Tablo 8: Ülkeler Listesi (Gelir seviyesine göre: Yüksek Gelirli.....</b>	<b>95</b>
<b>Tablo 9: Ülkeler Listesi (Gelir seviyesine göre: Düşük Gelirli).....</b>	<b>96</b>
<b>Tablo 10: Ülkeler Listesi (Tüm Ülkeler grubu).....</b>	<b>97</b>
<b>Tablo 11: Ülkeler Listesi (Tüm Ülkeler grubu) devamı.....</b>	<b>98</b>

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1:Yasal kökenin ekonomi ve yasal haklar üzerindeki dışsal etkisi...19



## KISALTMALAR

<b>DESTE</b>	Doğrusal en iyi sapmasız tahminci
<b>EDYT</b>	En iyi doğrusal yansız tahminci
<b>EKK</b>	En küçük kareler
<b>FD</b>	Finansal gelişme
<b>FG</b>	Finansal gelişme
<b>GEKK</b>	Genelleştirilmiş en küçük kareler
<b>GMM</b>	Genelleştirilmiş momentler yöntemi
<b>GSYİH</b>	Gayri safi yurt içi hasıla
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>KDRM</b>	Klasik doğrusal regresyon modeli
<b>LLSV</b>	La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer ve Vishny
<b>M1</b>	Dar para stoğu
<b>M2</b>	Geniş para stoğu
<b>M2Y</b>	Geniş para talebi
<b>MENA</b>	Ortadoğu ve Kuzey Afrika Ülkeleri
<b>OECD</b>	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
<b>POOLED</b>	Havuzlanmış model
<b>SLR</b>	Yasal hakların gücü endeksi

## GİRİŞ

Finansal piyasalar ve kurumlar, kaynakların etkin dağılımının sağlanması, riskin çeşitlendirilmesi, tasarrufların mobilize edilmesi, bilgi ve işlem maliyetlerinin azaltılması vb. gibi birçok fonksiyonu bünyesinde barındırmaktadır. Üstlendiği bu fonksiyonlar ile ekonomide etkin bir rol oynamakta ve ülkeler arası ekonomik gelişmişlik farkını açıklayan önemli faktörlerden birini oluşturmaktadır. İktisadi gelişme üzerindeki finansal gelişmişliğin etkileri, literatürde yoğun bir şekilde tartışılmış ve bir çok ampirik çalışmaya konu olmuştur (King ve Levine, 1993a, b; Thornton, 1994; de Gregorio ve Guidotti, 1995; Berthelemy ve Varoudakis, 1996; Greenwood ve Smith, 1997; Blackburn ve Hung, 1998; Rajan ve Zingales, 1998) ; Beck vd., 2000; Kirkpatrick, 2000; Fase ve Abma, 2003; Beck ve Levine, 2004; Craigwell vd., 2001; Ang, 2008; Fung 2009; Kar vd., 2011; Murinde, 2012; Pradhan vd., 2014; Hsueh vd., 2013; Herwartz ve Walle, 2014; Uddin vd., 2014; Menyah vd., 2014). Ampirik çalışmalarda genel olarak kabul edilen bulgu, iktisadi büyümeyi açıklamada finansal piyasaların önemli bir yere sahip olduğu yönündedir. Buna karşın mevcut literatür, iktisadi büyüme açısından bu derece önemli olan finansal piyasaların gelişiminin nasıl gerçekleştiğini yeterince açıklayamamaktadır.

Robinson (1952)'a göre finansal gelişmişliği açıklamada belirleyici unsur, ekonomik büyümedir. Çünkü bir ülkede ekonomik faaliyetler arttıkça iktisadi aktörlerin finansal hizmetlere olan talebi artacak ve böylelikle finansal piyasalarda gelişim süreci başlayacaktır. Bu görüş, literatürde talep takipli (demand-following) yaklaşım olarak adlandırılmaktadır. Finansal hizmetlere olan talep, reel üretimdeki artışa, tarım gibi sektörlerin ticarileşmesine ve modernleşmesine bağlıdır. Ekonomi ne kadar hızla genişlerse, yatırımcıların finansal hizmetlere olan talebi de o kadar artmaktadır. Çünkü firmalar belirli bir büyüme oranı sonrasında genişlemeyi finanse edecek kadar amortisman ödeneği ve dağıtılmamış kara sahip olmayacaktır. Bu durumda finansal sistem, ekonomik büyüme sürecinde firmaları destekleyebilmektedir. Böylelikle finansal sistemin genişlemesi, daha fazla ve daha iyi finansal hizmet gerektiren yüksek ekonomik büyümenin doğal bir sonucu olacaktır.

Mckinnon ve Shaw (1973) ise finansal gelişmişliği belirleyen faktörler noktasında finansal piyasaların serbestleşmesine vurgu yapmaktadır. 1970'li yıllarda

gelişmekte olan ülkelerde negatif faiz oranı, selektif kredi politikaları, mevduat ve kredi oranlarının sınırlandırılması gibi hükümet müdahalelerini içeren politikalar uygulanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin iktisadi büyüme noktasında en önemli problemlerinden biri ise tasarruf azlığı sorunudur. Bu noktada uygulanacak negatif faiz oranı politikası, tasarrufların azalmasına yol açacaktır. Finansal piyasaların en önemli özelliği ise iktisadi birimlerin tasarruflarını toplayıp en etkin şekilde ekonomik büyümeyi sağlayacak yatırımlara kanalize etmektir. Finansal piyasaları kontrol eden bahsi geçen müdahaleler ise atıl fonların finansal sisteme kaymamasına dolayısıyla gelişmesine engel teşkil edecektir. Bu sebeple onlara göre finansal sistemin gelişebilmesi için kontrollerin kaldırılması ve faiz oranlarının serbestleşmesi gerekmektedir. Buna rağmen çoğu gelişmekte olan ülke finansal sektörün serbestleşmesi için reformlar uygulasa bile hala sığ finansal piyasalara sahip oldukları için Mckinnon ve Shaw (1973)'in ileri sürdüğü finansal serbestleşme hipotezi eleştirilmiş ve finansal piyasaların gelişimini açıklamak için yetersiz kalmıştır. Bu noktada finansal gelişmişliği açıklamaya yönelik son dönemdeki literatür kamunun banka sahipliği (La Porta vd., 2002; Demetriades, 2008), başlangıç durumu, politikalar ve ekonomik kurumlar (Acemoğlu vd., 2001; Acemoğlu vd., 2003) dışı açıklık (Rajan ve Zingales, 2003) gibi faktörlere yoğunlaşmıştır.

“Bazı ülkeler daha iyi finansal piyasalara sahipken, diğer ülkeler neden sahip değildir?” sorusuna cevap arayan bazı çalışmaların odak noktası hukuk ve finans konuları olmuştur. Buna göre finansal sistemin gelişmesi, özel mülkiyet haklarının ve yatırımcıların haklarının devlete karşı korunmasını içeren yasal köken (legal origin) ile ilgilidir. Bu noktada hukuk ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi sistematik olarak ilk inceleyen çalışma La Porta, Lopez-de-Silanes, ve Shleifer (1998)'in hukuk ve finans çalışmasıdır. Yasal gelenek hipotezine göre finansal piyasaların gelişimi için Ortak hukuk sistemi (Anglo-Sakson hukuk sistemi; common law based systems) Medeni hukuk sistemi (Kıta avrupası hukuk sistemi; civil law based systems)'ne göre daha iyidir. Çünkü Medeni hukuk sistemi bilhassa devletin gücünü arttırmayı hedeflerken, Ortak hukuk sistemi daha çok özel mülkiyeti korumayı hedeflemektedir. Zamanla Ortak hukuk sisteminden beslenen düzenlemelerin, Medeni hukuk sisteminden beslenen yasal düzenlemelere göre küçük yatırımcıları daha fazla koruduğu görülmüş; dolayısıyla

Ortak hukuk sistemini benimseyen ülkelerde finansal piyasaların daha iyi bir gelişim katettiği gözlemlenmiştir. (Demetriades, 2008).

Finansal piyasaların gelişmesinde yatırımcı korumasının ve yasal çevrenin olumlu yönde değişmesi büyük önem taşımaktadır. Bu noktada bir yatırımcının finansal sisteme katılmak için korumaya ihtiyaç duyması temel faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Yatırımcılar, firmalar için gerekli finansmanı sağladığı zaman, yatırımlarının geri dönüşleri ile ilgili riskle karşılaşmaktadırlar. Bu riskin sebebi ise hakim hissedar ve yöneticilerin finansmana el koymasından kaynaklanmaktadır (La Porta vd., 2000; 4). La Porta vd. (2000), hem yöneticileri hem de hakim hissedarları “içeridekiler” (insider) olarak belirtmektedir. El koyma, çeşitli şekillerde olabilmektedir. Bazı durumlarda içerdekiler, sadece karları çalmaktadırlar. Başka durumlarda ise, kontrol ettikleri firmaya ait hasılayı, varlıkları ya da ilave menkul değerleri, sahip oldukları başka bir firmaya, piyasa fiyatı altında satmaktadırlar. Bu tür transfer fiyatlandırması, varlık sıyırma<sup>1</sup> ve şirkete yatırım yapmayan adamın hissedarlık haklarının azaltılması, genellikle yasal olsa da, hırsızlıkla aynı etkiye sahiptir (La Porta vd., 2000). Bu sebeple ülkelerin, yatırımcıları risklerden koruyacak yasalar çıkarması gerekmektedir.

La Porta vd., (1997); Glaeser ve Shleifer (2002); Mahoney (2001); Merryman (1985); Beck vd., (2001, 2003a) ve Azman-Saini, (2008) gibi yazarların yaptıkları çalışmalar, finansal gelişmişlik ile alacaklı haklarını koruyan ve finansal sözleşmelerin uygulamasını destekleyen yasalar arasındaki bağı vurgulamıştır. Bu ilişkinin ardında yatan temel argüman: alacaklı haklarının korunması, borçluların ve alacaklıların finansal sözleşmelerini sürdürmesini sağlayacak bir ortamı garanti etmesinden gelmektedir. Alacaklı haklarının korunması hem borç verenleri hem de borç alanları finansal bir sözleşmeye girmeye ve sözleşmede yer alan maddelere uymaya teşvik etmektedir. Böylelikle finansal gelişmişliğin temel bir bileşenini oluşturmaktadır. Eğer borç verenler yasal düzenlemelerin yeterince kendilerini korumadığını ve teminat olarak

---

<sup>1</sup> Varlık sıyırma: Varlık soyuma da denmektedir. Değerinin altında satın alınan bir şirkete ait varlıkların satılıp işlevsiz hale getirilmesi ve bunun sonucunda hissedarların getirilerinin arttırılması işlemidir.

gösterilen varlıklar üzerinde kontrolü ele alma olanaklarının olmadığını düşünüyorsa, borç veren kişiler kredi vermemeyi tercih edeceklerdir. Çünkü zımni iflas riski, beklenen kazancı büyük ölçüde azaltacaktır (Galindo ve Micco, 2004).

Finansal gelişmişliği açıklamada önemli rol oynayan diğer bir faktör ise makro ekonomik istikrardır (Moore, 1986; Dehesa vd., 2007). Yüksek enflasyon finansal gelişmişlik üzerine negatif bir etkiye sahiptir. Bununla birlikte, risklerin ve belirsizliklerin artması iki problemi ortaya çıkarmaktadır: ahlaki tehlike (moral hazard) ve ters seçim (adverse selection) problemi. Finansal piyasalar bu iki problemden doğacak kayıpları minimum seviyede tutabilmek için kredi miktarlarını azaltma yolunu seçecektir.

Bu çalışmanın ampirik literatüre katkısını, finansal gelişmişliği açıklamada ekonomik büyüme kadar belirleyici olan kurumsal ve makro ekonomik istikrar faktörlerine odaklanılıp ülkeler arası finansal gelişmişlik farklılıklarını açıklamak oluşturmaktadır. Bu bağlamda kurumsal faktörler olarak yasal köken, alacaklı hakları, kurumların kalitesi ve kredi bilgisi gibi faktörler ele alınırken, makro ekonomik istikrar göstergesi olarak enflasyon odak noktası olmuştur. Aynı zamanda bu çalışmayı diğer çalışmalardan farklı kılan nokta kurumsal faktörler tek bir çatı altında toplanılmaya çalışılmış olup 116 ülke, gelir seviyelerine göre farklı gruplara ayrılarak 2004-2012 yılları arası verilerle havuzlanmış regresyon modeli kullanılarak finansal gelişmişliği açıklamada alternatif hipotezler test edilmiştir.

Bu çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde finansal gelişmişlik kavramı, ölçüm yöntemleri ile finansal gelişmişliğin hukuk ve fiyat istikrarı ile ilişkisi incelenmektedir. İkinci bölümde, son dönemde literatürde yer alan finansal gelişmişliğin kaynakları olan kurumsal yapı alacakların yasal hakları ve fiyat istikrarı ile ilgili teorik literatür ve ampirik çalışmalar yer almaktadır. Üçüncü bölümde ise finansal gelişmişlik ve yasal hakların ilişkisini ortaya çıkarabilmek amacıyla kullanılan değişkenler, bu değişkenlere ilişkin veriler ve ampirik çalışmada kullanılan model ve yöntemden bahsedilmektedir. Sonuç bölümünde ise elde edilen bulgular yer almaktadır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE HUKUK ÜZERİNE TEORİK TARTIŞMALAR

Bu bölümde finansal gelişmişlik kavramı, ölçüm yöntemleri ile finansal gelişmişliğin hukuk ve fiyat istikrarı ilişkisi açıklanmıştır.

### 1.1 Finansal Gelişmişlik

Finansal piyasaların gerek gelişim süreçlerinde, gerek ekonomik performanslarında finansal kurumların önemli görevler üstlendiği bilinen bir gerçektir. Özellikle finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki rolü ile ilgili yapılan araştırmalar, bir ülkenin bankacılık sisteminin, ekonomik anlamda gelişmesindeki rolüne dikkat çeken Schumpeter'e (1912) dayanmaktadır. Schumpeter (1912), bankacılık sektörü gelişmesinin "arz-öncü" olduğunu ve bu gelişimin ekonomik büyümeyi teşvik eden bir gelişme olduğunu öne sürmüştür. Bununla birlikte Schumpeter (1912) tarafından, sağlıklı işleyen bir bankacılık sektörünün, işletmelerin verimli mal ve hizmet üretim sürecine destek veren ve bu süreci finanse eden bir role sahip olabileceği; bu durumun ise ekonomik büyüme sürecini olumlu yönde etkileyeceği belirtilmiştir. Çünkü zayıf bir bankacılık sektörü, yalnızca ekonominin uzun vadeli sürdürülebilirliğini riske atmakta kalmamakla birlikte, ekonomik krizlere yol açabilecek bir finansal kriz için tetikleyici olmaktadır. Bir başka çalışmaya göre, finansal sistemlerin özünde olan fonksiyonlarının (bilgi edinmek, yatırım projelerini değerlendirmek ve izlemek, bireylerin özel durum risklerini çeşitlendirmesini sağlamak, tasarrufları en yüksek kullanım alanlarına doğru hareketlendirmek gibi) verimli yatırımları, dolayısıyla toplam faktör verimliliğini ve ekonomik büyümeyi teşvik ettiği ortaya çıkmıştır (Huang, 2005, s.6).

Finansal gelişmişliğin tek bir tanım ile ifade edilmesi oldukça güç olmaktadır. Çok boyutlu bir özellik taşıması bu güçlüğü karşılaşılmasıneden olmaktadır. Buna bağlı olarak birkaç tanımdan söz edilmesi gerekirse; finansal gelişmişlik, bir ekonomide finansal piyasalarda kullanılan araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın olarak kullanılır hale gelmesi şeklinde tanımlanmaktadır (Ağır, 2010, s.90). Başka bir açıdan finansal gelişmişlik, finansal piyasaların gelişmiş oluşu olarak ifade edilebilmektedir. Bu tanımlamalardan yola çıkılarak finansal açıdan gelişmiş bir ekonomi içerisinde, finansal kurumların ve hizmetlerin çeşitliliğinin arttığı, finans alanında uygulanan eğitimin yaygınlaştığı, finansal sistemde yaratılan fonların reel kesime aktarılma oranlarının yükseldiğinin gözlemlenmesi mümkün olabilmektedir.

Finansal gelişmişliği anlamak için, finansal sistemin işlevlerinin dikkate alınması gerekmektedir. Saviotti ve Javaid (2012; s.849)'e göre finansal sistem, içinde bulunduğu çevre ile etkileşim içindedir ve finansal sistemi, fon arz eden ve talep edenler arasında köprü kuran, hane halkları, işletmeler ve bireylerin finansal kararlarını düzenleyen yasal ve düzenleyici çatı ile birlikte piyasalar, araçlar ve kurumlardan oluşan kompleks bir ağ olarak tanımlanmaktadır.

Finansal sistem, yatırım araçları (hisse senetleri, vadeli işlemler ve tahviller gibi); ödeme araçları (kredi kartı, borç, çek, para birimleri ve medya ödemeleri olarak hizmet veren) ve finansal piyasalar (döviz piyasaları, tahvil piyasaları, türevler ve borsalar gibi); piyasaları, finansal araçları ve kurumları düzenleyen yasal ve muhasebe yapıları; merkez bankası gibi çeşitli kategorilere ayrılan finansal unsurlardan oluşmaktadır (Handa ve Khan, 2008).

Finansal sistemin beş temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar aşağıda belirtilmektedir;

- 1) Risk alım satımı, çeşitlendirilmesi, riskten korunma ve risklerin toplanmasını kolaylaştırmak.
- 2) Gelecek vaat eden projeleri finanse etmek için kaynak tahsis etmek ve yatırım için bilgi edinmek.
- 3) Tasarrufları hareketlendirmek.
- 4) Kurumsal kontrol uygulama ve yöneticileri izlemek.
- 5) Mal ve hizmet değişimini kolaylaştırmak (Levine, 1997).

Finansal derinleşme ile finansal gelişmişliğin birbiriyle orantılı olduğunu da ifade etmek mümkündür. Finansal ürün çeşitliliğinin finansal derinleşmenin derecesini temsil ettiği düşünüldüğünde, finansal gelişmişliğin yaşandığı ekonomilerde bu çeşitliliğin daha fazla olduğu söylenebilecektir. Bu çeşitliliğe etki eden en önemli faktörlerden biri de şüphesiz finansal piyasaların içerisinde faaliyet gösterdiği yasal çerçevelerdir.

Bu noktada, İngiltere örneğine bakmak yol gösterici olacaktır. Çünkü bu ülkede mevcut finansal hizmetler sektörünün meydana getirdiği gelişmiş bir ekonomik yapı söz konusudur ve bu durumun İngiltere'ye sağladığı bazı avantajlar bulunmaktadır. Bilindiği üzere İngiltere, sanayileşme sürecini tamamlayan öncü ülkeler arasında sayılmakta ve günümüzde de gelişmiş bir ekonomi yapısı betimlenmek istendiğinde akla gelen ilk ülkelerden biri olmaktadır. Özellikle Londra, bugün her türlü finansal ürün ve hizmetin sunulduğu finansal bir merkez konumundadır. Bununla birlikte İngiltere, kendine özgü bir hukuk sistemi ile çalışmakta ve mevcut hukuki altyapısı ile oluşabilecek herhangi bir değişime ve dalgalanmaya karşı hazırlıklı olmaktadır. Başka bir deyişle, İngiltere'nin hukuki altyapısı, ülkenin sürekli gelişmekte olan ekonomi yapısı içerisindeki yenilikleri kısa sürede düzene sokabilecek esneklikte bir yapı olarak tanımlanabilmektedir. Bu nedenle İngiltere'nin gerek hukuki altyapısı gerek ise ekonomisi; ülkelerin yasal çerçeveleri ile finansal piyasalarının gelişmişliği arasında doğrusal bir ilişki kurulabileceğinin en büyük örneğini teşkil etmektedir.

İngiltere'nin dışında, gelişen ekonomiler arasında en fazla yatırım çeken ülkelerin başında Çin ve Hindistan gelmektedir. Bu yüzden Çin'de finansal hizmetler sektörü açısi ndanyüksek bir gelişim göstermektedir. İstikbal vaadeden demografi, ucuz iş gücü, potansiyel iç talepdüzeyi, dünyaya entegre olmaya hevesli iş ale mi, tedricen gerçekleştirilen ekonomik serbestleşme faaliyetleri vb. unsurlar söz konusu ülkelere yönelik ilgiyi canlı tutmaktadır. Çin, 2009 yılı itibarı ile dünyanın en büyük şirketine sahip olmasinedeniyleHindistan'dan birkaç adım önde yer almaktadır. Ancak iki ülke için de gelecek farklı görülmemektedir; her iki ülke ekonomisinin de gelecekte bugünden çok daha iyi konumda olması beklenmektedir. Gelişen ekonomilerin yükselen yıldızları olan Çin ve Hindistan örneklerinde, finansal sistemin nisbi gelişmişliğinin büyüme sürecini desteklediği söylenebilmektedir. Finansal piyasaların gelişmişliği açısından İngiltere ile Çin ve Hindistan benzer düzeylerde yer alırken; hukuki altyapısının

gelişmişliği açısından İngiltere ile Çin ve Hindistan'ın bir tutulması mümkün değildir. Başka bir deyişle, Çin'de de Hindistan'da da hukuk sistemi finansal piyasalar kadar gelişmiş düzeyde değildir. Her ne kadar İngiltere örneğinde finansal piyasaların gelişmişliği ile hukuki altyapının gelişmişliği arasında doğrusal bir ilişki olduğu vurgulansa da, Çin ve Hindistan için bu ilişkinin günümüzde kurulabilmesi mümkün değildir. Çin ve Hindistan'ın finansal piyasalarının gelişmişliği her ne kadar yüksek düzeyde olsa da, hukuki altyapının ve finansal piyasaların entegre bir şekilde gelişmişliğinin sürdürülebilmesi sağlanamadıkça, ne finansal piyasaların gelişmişlik düzeyinin korunması ne de değişen dünya düzeninin istikrarlı olarak takip edilebilmesi ve gelişmiş ülkelerle rekabet edilebilmesi mümkün olamayacaktır.

Ülkemizde finansal sistemdeki gelişmelerin yarattığı etkiler tartışma konusu olmaktadır. Ancak literatür incelendiğinde elde edilen sonuçlara göre Türkiye'nin ekonomik büyümesinin finansal gelişmişlik tarafından yeterince desteklenmediği belirlenmiştir. Türkiye gibi banka odaklı finansal sisteme sahip gelişmekte olan ekonomilerde bankacılığın ve dolayısıyla bankacılık ekseninde şekillenen finansal gelişmişliğin büyüme ve kalkınma ile kurulabilecek olan ilişkisi dikkat çekicidir. Ülkemizde uygulanan hukuk yapısı itibariyle bankacılık sektörü üzerinden gelişen bir finansal sistem mevcuttur. Bu hukuksal temelin, finans merkezi olmaya aday ve gelişmeye müsait olan ülkemizin önünde engel olduğu düşünülmektedir.

Türkiye'de bu hukuki süreçlerin getirdiği engeller birçok açıdan (şeffaf uygulanması, hukukun üstünlüğü ve yatırımcının kendini güvende hissetmesi, vs.) değerlendirilmektedir. Birçok siyasi politika veya bankaların başarısızlıklarında söz edilebilecek temel sorun hukuksal çerçeve olmaktadır.

Ülkeler örnekleri ile açıklık getirilen bu ilişkiler paralelinde, gelişen ve değişen ekonomilerde rekabet edebilirliğin artırılması için finansal gelişmişliğe önem verilmesi gerektiği görülmektedir. Finansal gelişmişlik, finansal piyasaların bu kadar geliştiği ve para politikalarının en etkin şekilde kullanıldığı bir dünya ekonomisinde yaşanmaktadır. Bu çerçevede ekonomik gelişmenin en önemli bileşenlerden biri olan finansal gelişmişliği sağlamanın temel yolu hukuki altyapıdan geçmektedir.

Finansal piyasaların gelişmişliği ile hukuki altyapının gelişmişliği arasındaki güçlü ilişki, aynı zamanda çalışmanın temelini oluşturmaktadır. Hukuki altyapı

gelişmişliğinin önemi, gelişmiş yasal kurumların finansal düzenlemelerine ait risk ve belirsizliğin azaltılması, dolayısıyla da değerinin artması gibi bir örnekle anlaşılabilir. Ancak elbette, bu yasal kurumlardan sağlanan faydaların da bir maliyeti bulunmaktadır. Örneğin mülkiyet hakları kurumları açısından bakıldığında; söz konusu kurumların tesis edilmesi ve sürdürülmesi sürecinde sabit maliyetlere katlanılmaktadır. Bununla birlikte, ekonomi içerisindeki bir finansal takas seviyesi aşıldığında, bu kurumlar üzerinden elde edilen faydanın söz konusu kurumların maliyetini aştığı görülecek; bu durumda da toplumun bu faydaları elde edebilen kurumlara yöneleceği gözlemlenecektir. Kuşkusuz bu yönelim, daha kaliteli kurum yapılarının oluşması durumunu beraberinde getirecektir. Bu süreçte ortaya çıkan yasal kurumlar sayesinde (destek veren avukatlar, hukuk görevlileri, soruşturmacılar vb.), ülke genelindeki kurumların genel kalitesinin iyileştirilmesi süreci daha az maliyetli hale gelecektir. Bu duruma en önemli örnek ise, menkul kıymetler hukukunun varlığıdır. Menkul kıymet işlemlerinde sözleşmelerin ve mülkiyet haklarının korunabilmesi için kurumların kurulması ve bu kurumların sürdürülebilirliğinin sağlanması masraflıdır. Ancak menkul kıymet piyasalarında sözü edilen finansal takas seviyesinin aşılması durumunda, elde edilebilen faydalar katlanılan maliyetlerin önüne geçebilecektir. Bu nedenle yapılan bu çalışmanın literatüründe, finansal piyasaların gelişmişliği açısından kurumsal faktörlerin önemine sıklıkla değinilecektir.

## **1.2 Finansal Gelişmişliğin Derecesinin Ölçülmesi**

Finansal sistemin ekonomi içerisindeki rolünün doğru bir şekilde değerlendirilmesive finansal sektörün gelişmişlik düzeyinin tanımlanması için finansal gelişmişlik derecesinin ölçülebilmesi gerekmektedir (Ağır, 2010: 89). Bu başlık altında, finansal sektörün gelişmişliği tanımlandıktan sonra, teorik ve ampirik literatürdeki finansal gelişmişlik düzeyinin incelenmesi için temsili değişken seçiminde ortaya çıkan birincil ölçümler gözden geçirilecektir.

Finansal gelişmişlik, finansal pazarın etkinliği, kalitesi ve miktarındaki ilerlemeleri ve ara hizmetlerin sayısı ile çeşitliliğini gösteren bir süreç olarak tanımlanabilmektedir. Bu süreç kurumların ve birçok faaliyetin etkileşimini

içermektedir. Finansal sistemin gelişiminin tek bir ölçüm tipi ile ifade edilmesi mümkün değildir. Çünkü ülkelerin gelişme aşamalarına göre farklı kurumsal ortamları ve finansal yapıları bulunmaktadır (Abu-Bader ve Abu-Qarn, 2005: 13). Bu nedenle kişiler ekonomik gelişme sürecinde finansal sektörün farklı yönlerini yakalamak için çeşitli finansal gelişmişlik göstergelerini kullanabilmektedir (Kar vd, 2011: 685).

Finansal gelişmişlik için en önemli konulardan biri, finansal kalkınmanın nasıl tatmin edici bir ampirik ölçüt ile elde edileceğidir (Kar vd., 2011; 687). Finansal gelişmişlik, finansal pazarın etkinliği, kalitesi ve miktarındaki ilerlemeleri ve ara hizmetlerin sayısı ve çeşitliliğini gösteren bir süreç olarak tanımlanabilmektedir.

Finansal gelişmişlik derecesi, finansal araçların sayısı ve çeşitliliği, ii) tahvil ve hisse senedi piyasalarının büyüklüğü ve kapsamlılığı ile iii) ekonomideki firmaların finansal uygulamalarını yöneten kural ve uygulamaların etkinliği ile ölçülebilmektedir (Handa ve Khan, 2008). Ancak, bu finansal hizmetlerin ve gelişimlerinin ölçülmesi adına kesin bir gösterge bulunmamaktadır. Bu nedenle literatürde, ampirik finans ve ekonomik büyüme çalışmalarında finans ve finansal gelişmişliğin bir göstergesi olarak farklı değişkenler kullanılmıştır. (Jung,1986; King ve Levine, 1993a, 1993b, de Gregorio ve Guidotti 1995; Xu 2000; Deidda ve Fattouh 2002; Khan vd., 2003; Hsueh vd., 2013; Law ve Singh, 2014).

Lynch'e (1996) göre, finansal gelişmişlik göstergeleri miktar ölçütleri, yapısal ölçütler, ürün çeşitliliği, işlem maliyetleri ve finansal fiyatlar olmak üzere beş kategoriye ayrılabilir.

### **1.2.1 Miktar Ölçütleri**

Miktar ölçütleri yaklaşımına göre, finansal gelişmişliğin kapsamının kolay ölçülememesi nedeniyle finansal gelişmişliğin farklı yönlerinin yakalanması amacıyla çeşitli temsili değişkenler geliştirilmesinin gerekliliği vurgulanmıştır (Kar et al., 2011: 691). Bu anlamda literatürde parasal büyüklüklere dayanan miktar, sermaye piyasası ve kredi büyüklükleri göstergeleri finansal sektörün gelişim derecesi için temsili olarak seçilmiştir. Bu ölçümler, birçok ampirik çalışmada geleneksel finansal gelişmişlik göstergeleri olarak kabul edilmektedir.

Parasal büyüklüklere dayanan finansal gelişmişlik göstergeleri çeşitli para arzı tanımlarının (M1,M2 veya M3) GSYİH'ye bölünmesi ile elde edilmektedir. Bir çok ampirik çalışma finansal aracılık ile büyüme veya finansal gelişmişlik ile enflasyon arasındaki ilişkiyi analiz etmek için yukarıda tanımlanan değişkeni, finansal gelişmişlik derecesinin ölçütü olarak kullanmıştır (Jung, 1986; King ve Levine, 1993a, b; Berthelemy ve Varoudakis, 1995; de Gregorio ve Guidotti, 1995; Demetriades ve Hussein, 1996; Odedokun, 1996; Barnes, 2001; Shan vd., 2001) ; Al-Yousif, 2002; Rousseau ve Wachtel, 2002; Keho, 2010; Kim, Lien ve Suen, 2010; Bittencourt, 2011; Öztürk ve Karagöz, 2012). Bu basit gösterge ekonomideki parasallaşma derecesini ölçmektedir. Bahsi geçen parasallaşma değişkeni, para ile değerli ödeme ve tasarruf hizmetin sağlandığı büyüyen bir ekonomiye ait finans sektörünün gerçek boyutunu göstermek için tasarlanmıştır. Dar para stoku, ekonomik işlemlere paralel olarak artmalıyken, finansal derinleşmenin olduğu durumda, geniş para stoku daha hızlı bir şekilde artmalıdır. İlkinin (ödeme hizmetleri) “Dar para” stoğu (M1) ve ikincisini (tasarruf fonksiyonu) “geniş para” (M2) yansıtır. Dar para stoğu, ekonomik işlemlere paralel olarak artmakta, ancak finansal gelişmişlik yaşanıyorsa, geniş para arzı daha hızlı süratla artmaktadır (Lynch, 1996: 7).

ABD merkez bankasının yapmış olduğu tanıma göre dar para arzı (M1), halk tarafından tutulan paranın ve emanetçi kurumlardaki (ticari bankalar, kredi ve tasarruf sandıkları, tasarruf bankaları ve kredi kooperatifleri gibi halk aracılığıyla fon toplayan finansal kurumlar) işlem mevduatlarının toplamı olarak tanımlanmaktadır. Bir piyasadaki finansal sistemin gelişmişliği, dar para stoğunun (M1) nominal GSYİH oranına göre ölçülüp yüksek parasallaşma derecesi tespit edildiğinde, finansal sistem az gelişmiş olarak tanımlanabilmektedir. Diğer yandan ise azalan bir eğilimde olan döviz kuru oranı, finansal sistemin gelişmiş bir düzeyde olduğunu gösterebilmektedir.. Bu nedenle bu göstergenin, finansal gelişimin ölçülmesi için iyi bir temsili değişken olmadığı söylenebilmektedir. Bunun nedeni, finansal sistemin fonları koruyuculardan borç alanlara yönlendirme kabiliyetinden çok, işlem hizmetleri sağlama yeteneği ile daha ilgili olmaktadır (Khan ve Senhadji, 2003: 91-92).

Bir diğer yaygın finansal gelişmişlik göstergesi, geniş para stoğunun (M2) GSYİH'ye oranıdır. Bu ölçüm, büyüyen bir ekonominin finansal sektörünün gerçek

boyutunu göstermek için tasarlanmış bir parasallaşma değişkeni olarak görülmektedir. M2'nin GSYİH'a oranının artması, finansal sektörün reel sektörden daha hızlı geliştiğini göstermektedir (Jung, 1986: 336). Finansal gelişmişliğin üçüncü ölçüsü geniş tanımlı para arzının gelire oranı (M2/Y). Bu ölçüt aynı zamanda yaygın kullanılabilirliği nedeniyle finansal gelişmişliğin geleneksel ölçüsü olarak da kullanılmaktadır. Bu oran, ekonomideki parasallaşma derecesinin bir ölçütü olup, halkın bankacılık sistemini kullanımı hakkında bilgi vermektedir (Kar ve Ağır, 2005). Bu kapsamda, gelişmekte olan ülkelerde geniş para stoğunun GSYİH'ye oranındaki bir artış, banka mevduatlarındaki artıştan ziyade yaygın bir nakit/para kullanımını da yansıtabilmektedir. Bu durum, takas işlemlerinin yerini borsanın aldığı ekonomik gelişmenin ilk aşamalarında yaygın olabilmektedir (Demetriades ve Hussein, 1996). Bu nedenle, Demetriades ve Hussein (1996), dolaşımdaki para birimini, finansal gelişimin ölçülmesi için temsili bir değişken olarak geniş para stoğundan çıkarmayı önermektedir. De Gregorio ve Guidotti (1995) finansal gelişmişlik için bir ölçü olarak daha az likit bir parasal büyüklüğü (M3 /nominal GSYİH) önermektedir. Bununla birlikte, bu ölçüm hala likit varlıklar olan M1 ve M2 içermektedir ve bu nedenle finansal derinlik dışındaki faktörlerden etkilenebilmektedir. Araştırmacılar tarafından önerildiği gibi, bu problemin M1 veya M2'nin çıkarılmasıyla çözülmesi mümkün olabilmektedir.

King ve Levine (1997) tarafından belirtildiği gibi, finansal hizmetlerin genişlemesi; yenilikçi faaliyetlerin verimliliğini artırarak, riskleri çeşitlendirerek, tasarrufu artırarak ve borçlanma seçeneklerini iyileştirerek ekonomik büyümeyi desteklemeye yardımcı olabilmektedir. Finansal sistemin daha yüksek gelişimi, reel sektöre daha fazla kredi sağlama eğilimindedir. Daha yakın zamanlarda, ekonomik ve finansal gelişmişlik süreci arasındaki bağlantıya ilişkin literatürde, finansal gelişmişliğin kredi ölçüsü, finansal varlıkların tahsisinde sıkça kullanılabilmekte fakat parasal büyüklükler bunu sağlayamamaktadır. Bu nedenle finansal gelişmişliği değerlendirmek için kullanılan alternatif bir gösterge, bankalar tarafından verilen ve ticari bankalar tarafından sağlanan diğer kredilerin ve diğer mevduat alan bankaların nominal gelirlere oranı olarak tanımlanabilecek kredi oranıdır.

Bu temsili değişkenin literatürde birçok araştırmacı tarafından kullanıldığı görülmektedir (De Gregorio ve Guidotti, 1995; Pill ve Pradhan, 1995; Demetriades ve

Hüseyin, 1996; Ndikumana, 2000; Levine vd., 2000; Boyd vd., 2001; Arestis vd., 2001; Djankow vd., 2005; Khan vd., 2006; Beck vd., 2007; Apergis vd., 2007; Hassan, 2011; Court vd., 2012; Arcand vd., 2015; Kar ve Özşahin, 2016). Finansal sistemin sağladığı özel sektöre verilen yurtiçi kredi oranı; ekonomik büyüme, verimlilik ve miktar yatırımları ile doğrudan ilişkilidir. Daha yüksek özel kredi / GSYH seviyesine sahip ekonomilerin daha hızlı büyüdüğü görülmüştür. (King ve Levine 1993a, 1993b; Levine vd., 2000).

Finansal gelişmişliğin bir diğer alternatif göstergesi borsadaki gelişmeler olmaktadır. Borsa gelişmelerindeki göstergeler, borsa kapitalizasyon oranı gibi finansal sistemlerin temsili değişkenlerine dayalı olabilmektedir. Bu oran, borsa büyüklüğünü ekonominin büyüklüğüne göre ölçen ampirik çalışmalarda kullanılmaktadır (bkz. Levine ve Zervos, 1998; Rousseau ve Wachtel, 2000; Arestis vd., 2001; Khan vd., 2003; Naceur ve Ghazouani, 2005; Colombage, 2009, Naceur vd., 2014).

Arestis vd. (2001)'e göre, bir borsadaki önemli özellikler; uzmanlaşmayı teşvik etmenin yanı sıra bilgilerin edinilmesi ve dağıtılması, yaygınlaşan tasarrufların maliyetinin düşürülmesi, böylece yatırımın kolaylaştırılması ve uzun vadeli ekonomik büyümenin artırılmasıdır. Borsalar ayrıca, finansal varlıkların ticaretini daha az riskli hale getirmektedir. Çünkü tasarruf sahipleri (fon arz edenler) portföylerini değiştirmek isterlerse, onlara daha ucuz ve hızlı bir şekilde alım-satım yapmalarını sağlamaktadır.

### **1.2.2 Yapısal Ölçütler**

Yapısal ölçütler, Lynch (1996)'e göre, “finansal sistemin yapısını analiz etmeye ve farklı unsurlarının önemini belirlemeye yardımcı olmak için” tasarlanmıştır (Lynch, 1996: 10). Geniş para tanımının dar para tanımına bölünmesi (M2'nin M1'e bölünmesi), finansal gelişmişlik için yapısal temsili değişken olarak kullanılabilir. Bu oran, ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi ile pozitif ilişkili olmalı; finansal sistem genişledikçe tasarruf mevduatı, işletme sermayesinden daha hızlı şekilde artmaktadır.

İkinci olarak, ödenmemiş menkul kıymetlerin toplam tutarı (banka borcu durumunda olanlar hariç) ile geniş para arzının oranı, finansal sistemde olan menkul kıymetler piyasası ile aracılar arasındaki dengenin endeksi olarak kullanılmaktadır.

Hisse senetleri, tahvil ve kısa vadeli borçlanma senetleri piyasalarındaki ödenmemiş toplam borcu göstermektedir. Yine, finansal derinleşme ile arasında pozitif bir ilişki beklenilmektedir.

### 1.2.3 Ürün Çeşitliliği

Finansal sektörün gelişmişliğinin bir başka göstergesi de kapsamlı finansal ürünlerin çokluğudur. Gelişmiş finansal sisteme sahip ekonomiler, daha fazla finansal ürün çeşitliliğine sahip olmaktadır. Finansal sistemdeki yerli bankalar, yabancı bankalar ve banka dışı sektörler geniş bir yelpazede toptan ürün sunmaktadır. Finansal araçlar; işlem maliyetlerinde düşüş, üretimde uzmanlaşmayı kolaylaştırma, kredi ve yatırım fırsatlarını artırmayı sağlamaktadır.

Lynch'e (1996) göre, finansal ürünler üç kategoriye ayrılmaktadır:

- 1) Banka kredisi, ticari fatura, ticari rapor, şirket bonusu gibi işletme finansman ürünleri
- 2) Piyasada belirlenen getirileri olan tasarruf ürünleri (banka mevduatları, devlet bonoları)
- 3) Risk yönetimi ürünleri (spot döviz kuru ürünleri, vadeli döviz kuru sözleşmeleri, faiz oranı seçenekleri, vadeli kur opsiyonları, banka bonusu ve bono vadeli işlem sözleşmeleri, özkaynaklar (swaplar, vadeli işlemler ve opsiyonlar)

Gelbard ve Leite (1999), bir ülkedeki finans sektörünün gelişmişliğinin, yukarıda ifade edilen parasal değişkenlere bakılarak belirlenemeyeceğini idda etmektedir. Araştırmacılara göre, farklı bir finansal gelişmişlik ölçüsünün göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Bunlardan bir tanesi, finansal ürünlerin ne kadar halka açık olduğunu belirten finansal ürünler endeksidir. Finansal ürünler endeksini oluşturmak için, bireysel evet / hayır sorusuna verilen cevaplara (örneğin, Bu şıklarda bankalar arası işlemler var mıdır? (a) döviz, (b) krediler, (c) mevduat veya kabul banka sertifikaları, (d) ticari kağıt veya (e) devlet tahvilleri; bankalar bankamatik / kredi kartları düzenliyor mu, orada borsa var mı, vs.) sıfır ve yüzlük iki değerli değişken atanmıştır. Sahra Altı ülkelerin çoğunun bu alanda az gelişmiş bir finansal sisteme sahip olduğu sonucuna varmışlardır. Çünkü bu endekse göre, Güney Afrika dışındaki tüm

Sahra Altı ülkeler için çok sınırlı finansal ürün bulunmaktadır. Finansal ürünlerde çeşitliliğin teşvik edilmesi, finansal sistemi teşvik etmek, finansal sektörün rekabet gücünü arttırmak ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttırmak için çok önemlidir.

#### 1.2.4 İşlem Maliyetleri

Etkin piyasa, Copeland vd. (2005) tarafından, “sınırlı tasarrufların verimli yatırımlara herkesin menfaatini sağlayacak şekilde optimal olarak dağıldığı piyasa” olarak nitelendirilmiştir (Copeland vd., 2005’ten aktaran Saraç, 2017: 90). Söz konusu etkinlik aslında, tasarrufların doğru kaynaktan doğru yatırıma aktarılacak şekilde yönlendirilebileceği fiyatın piyasaya dair taşıdığı bilginin etkinliğidir. Etkin piyasalar; i) bilginin sıfır veya düşük bir maliyet ile herkese ulaştırılabildiği, ii) fiyatın bilgiyi tam bir şekilde temsil ettiği, iii) fiyatların dengede olduğu veya hızla dengeye girdiği, iv) aracılardan adil bir şekilde rekabet ettiği, v) işlem maliyetinin sıfır veya oldukça düşük olduğu, vi) işlem hızının yüksek olduğu piyasalardır (Saraç, 2017:90). Nitekim, neoklasik iktisat teorisi, işlem maliyetlerinin bulunmamasının etkin piyasalardan kaynaklandığını varsaymaktadır. Ancak etkin bir finansal piyasa olmadığı gibi, işlem maliyetinin sıfır olduğu bir yer de yoktur. İşlem maliyeti, bir piyasadaki varlık, mal veya hizmet alışverişinin gerçekleştirilmesinde ortaya çıkan para, zaman gibi bir maliyet olarak tanımlanabilmektedir. Avukat ödemeleri, en iyi yatırımcıyı bulmak için harcanan zaman vb. unsurlar, yatırımcı ve tasarruf sahipleri için ana sorunlara neden olan işlem maliyetlerine dahil edilmektedir.

Asgari işlem maliyeti, iyi işleyen finansal araçlar için bir önkoşuldur. Finansal sistem, optimal finansal gelişmişlik ve dolayısıyla ekonomik büyüme için düşük işlem maliyetleri sağlamalıdır. Greenwood ve Smith (1997) değişim, uzmanlık ve yenilik arasındaki bağlantıları göstermektedir. Finansal piyasalar, ekonomik faaliyette uzmanlaşmayı desteklemede rol oynamaktadır. Ekonomik faaliyetlerde daha fazla uzmanlaşma, daha fazla işlem gerektirmektedir. Ekonomik faaliyetlerde işlem maliyeti düşük olduğunda, daha fazla uzmanlık sağlanmakta ve bu nedenle üretkenlik artırılmaktadır. Çünkü finansal piyasaların derinleşmesi, ölçek ekonomileri yoluyla işlem maliyetlerini azaltma eğilimindedir. Finansal sözleşmelerin düşük işlem

maliyetleri, tasarruf sahiplerinin yeni ve daha iyi yatırımlarında elde ettikleri getiriye ve ekonomik büyümeyi güçlendiren üretim teknolojilerini arttırmaktadır.

Finansal piyasa işlem maliyeti, tek tek ülkelerde doğru bir şekilde değerlendirilememekte ve finansal sektör tasarımından nüfus dağılımına kadar değişen değişkenlerdeki farklılıklar nedeniyle özellikle ülkeler arasında karşılaştırma yapılamamaktadır. Genellikle işlem maliyeti, banka faiz oranlarındaki farklar kullanılarak hesaplanmaktadır (borç verme faiz oranı ile mevduat oranının farkı). Ancak, diğer faktörlerin yanı sıra, banka işletme maliyetleri ve faiz oran farkları arasındaki etkileşimleri de dikkate alınmalıdır. (Lynch, 1996: 20).

### **1.2.5 Finansal Fiyatlar**

Yatırımların reel getirisi pozitif değilse, ekonomik birimler yatırım yapmaktan kaçınmakta ve bunun sonucu olarak ekonominin büyüme potansiyeli daraltılmış olacaktır. Yani kısaca, bu durumun arkasında ekonomik birimlerin rasyonel kararları vardır. Bu hem neo-klasik büyüme modellerinin hem de son zamanlarda geliştirilen finansal sektör içsel büyüme modellerinin bir sonucudur (Lynch, 1966). Bu düşünceler ise McKinnon – Shaw’un argümanlarının temelini oluşturmaktadır.

McKinnon-Shaw hipotezi, gelişmiş finansal sistemlerin, insanların pozitif zaman tercihi oranını ve ekonomideki büyüme fırsatlarını yansıtan pozitif reel faiz oranıyla yakından ilişkili olması gerektiğini ortaya koymaktadır (De Gregorio ve Guidotti, 1995: 436). Pozitif faiz oranının aynı zamanda ekonomik beklentileri de yeterince yansıtması gerekmektedir. Finansal fiyatlardan biri reel faiz oranı olarak belirtilmektedir. Pozitif faiz oranı, temel finansal gelişmişlik için önemli bir önkoşuldur (Lynch, 1996: 12). Reel faiz oranı normal rekabet seviyesinin altında tutulmadığında, aşağıda belirtilmekte olan durumlar söylenebilmektedir:

- Pozitif mevduat oranları tasarrufu harekete geçirir. Özellikle, pozitif oranlarla, daha yüksek tasarruf oranları elde edilebilmekte ve böylelikle tasarruf, mallar veya dolar yerine finansal araçlar tarafından etkin bir şekilde başka kanallara yönlendirilebilmektedir.
- Pozitif reel aktif oranlar, daha yüksek bir yatırım kalitesi ve dolayısıyla daha yüksek verim artışı oranları sağlamaktadır. (Dornbusch, 1990: 36).

Enflasyon oranının nominal faiz oranından daha büyük olduğu negatif reel faiz oranı, finansal sistemde tasarrufların azalmasına, dolayısıyla da finansal baskıların büyümesine neden olmaktadır. Öte yandan De Gregorio ve Guidotti (1995)'e göre "McKinnon-Shaw hipotezi tarafından vurgulanan ana iletim kanalı, reel faiz oranlarının tasarrufların hacmi üzerindeki etkisidir" (De Gregorio ve Guidotti, 1995: 436). Araştırmacılar tarafından ilgili çalışmada, ampirik yönden, reel faiz oranı ile yurt içi tasarruf arasında net bir ilişki olmadığı, ancak yurt içi tasarruf ile pozitif reel faiz oranı arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Fakat, De Gregorio ve Guidotti (1995), reel faiz oranlarının finansal aracılık derecesinin ve daha genel olarak finansal gelişmişliğin zayıf bir göstergesi olabileceğini savunmaktadır. Çünkü reel faiz oranından ekonomik büyümeye olan kesin iletim kanalı sorusuna dönüşen bir tartışma mevcuttur. Bununla birlikte Dornbusch (1990), tasarruf oranları ile reel faiz oranları arasında, yatırım oranları ile reel faiz oranları arasında veya kişi başına büyüme oranları ile reel faiz oranı arasında bir ilişki olmadığı sonucuna varmıştır.

### **1.3 Finansal Gelişmişlik ve Hukuk**

En geniş ifadeyle finansal piyasa; "Bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan organik doku" olarak tanımlanmaktadır (Tuncer, 1985, s.3). Bu tanımdan hareketle, finansal piyasaların gelişimi üzerinde bu piyasalar için çizilmiş olan hukuki çerçevenin önemli bir etkisi olduğunun söylenmesi mümkündür. Nitekim bir dizi etkili çalışmada, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (kısaca LLSV) (1997; 1998; 1999a; 1999b), finansal sistemlerin gelişimindeki etkinlik ve kapsamındaki farklılıklar, ülkelerin hukuk sistem kökenine dayandırılmaktadır.

Hukuk sistemleri, sosyal ve ticari ilişkileri düzenleyen ve belirsizliği azaltan kurumlardır. Bir ülkenin ekonomik sağlığı sadece makroekonomik anlamda değil, aynı zamanda yasalar, yönetmelikler ve kurumsal düzenlemeler gibi günlük ekonomik faaliyeti şekillendiren diğer faktörlerle de ölçülmektedir. Son yıllarda, La Porta vd. (1997)' in öncü çalışmalarından beri, farklı hukuk sistemlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkileri yoğun bir şekilde incelenmiştir. Pek çok ülkenin hukuk sistemleri

İngiltere veya Fransa'dan çıkmıştır. İngiliz yasalarına dayanan hukuk sistemleri tipik olarak ortak hukuk geleneğine ait olarak tanımlanırken, Fransız yasalarına dayananların medeni veya Roma hukuk geleneğine ait olduğu ifade edilmektedir. Yapısal olarak, iki yasal sistem çok farklı şekillerde işlemektedir. Medeni hukuk, profesyonel hakimlere, kanunnamelere ve yazılı kayıtlara dayanırken; ortak hukuk, hakimlere, daha geniş yasal ilkelere ve sözlü yargılamalara dayanmaktadır (Glaeser ve Shleifer, 2002, s.3). Medeni hukuk geleneği kendi içinde Fransız, Alman, Sosyalist<sup>2</sup> ve İskandinav sistemlerine ayrılmıştır. Medeni ve ortak hukuk sistem gelenekleri, fetih, emperyalizm, doğrudan borçlanma ve taklitlerin birleşimi ile dünyaya yayılmıştır. Bu hukuki sistem gelenekleri arasında medeni hukuk, dünyadaki en eski, en etkili ve en yaygın olandır (La Porta vd., 1997).

Hukuki ve idari kurallar çerçevesinde finansal yapı ülkeden ülkeye, kıtadan kıtaya birçok farklılıklar göstermektedir. Örneğin, Kıta Avrupa'sı ve Japonya gibi ülkelerde örgütlenmiş finansal piyasalarda bankacılık sistemi egemen iken, Anglo-Sakson ülkelerinde sermaye piyasaları egemen konumda bulunmaktadır. Ülkemizde sermaye piyasası faaliyetlerinin %90'ına yakın bir kısmı bankalar tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu anlamda en önemli finansal kurumların ülkemizde bankalar olduğu iddia edilebilmektedir. Bu da Medeni hukuk sistemiyle çalıştığımız göz önüne alındığında bu hukuki alt yapıların meydana getirdiği sonucu doğrulamaktadır.

Kurumsal yatırımcıların korunması konusunda ülkeler arası hukuksal değişimlerin yakalanması için, ticari kanunlardan ve şirket yasalarından türetilmiş yönetici karşıtı ve alacaklı hakları endeksleri kullanılmaktadır. Nispeten iyi gelişmiş sermaye piyasalarına sahip 49 ülke örneği için, La Porta vd.'nin yatırımcı koruma önlemleriyle ilgili ölçümü, gerçekten de dış finansmanın mevcudiyetindeki değişim ile ilişkilidir (La Porta, 1998).

İşletme seviyesinde veri kullanarak, hukuki ve mali sistemler arasındaki farklılıkların, firmaların büyümelerini finanse etmede kullanılan dış finansman yapısını nasıl etkilediğini araştıran Kunt; hukuki sistemin gelişmiş olduğu ülkelerde uzun vadeli finansmanın daha çok kullanıldığı ve bankacılık sektörü gelişmelerinin ve büyüklüğünden bağımsız olarak aktif bir hisse senetleri piyasasının varlığının,

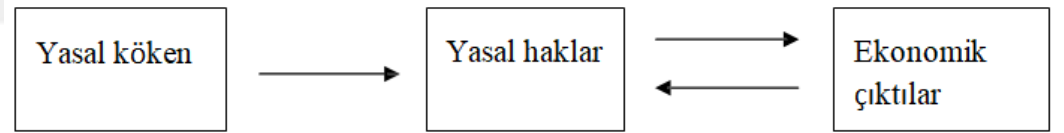
---

<sup>2</sup> Djankov (2007) çalışmasına bakılabilir.

firmaların büyümesine olanak tanıdığı sonucuna varmıştır (Kunt ve Maksimavic, 1998, s.72).

Benzer bir sonuç, OECD ülkeleri için yapılan Leahy vd., (2001) çalışmasında da elde edilmiştir. Buna göre finansal sistemi düzenleyen yasal ve idari çerçevenin, özellikle şeffaflık ve sözleşmelerin icra şartlarının yenilikçi yatırımları ve piyasaya yeni firma girişini destekleyecek nitelikte olması; mali gelişmeyi ve dolayısıyla finansal büyümeyi (finansal gelişmişliği) arttırmaktadır. Bu hukuksal yapı veya hukuki altyapının önemini anlatmak için farklı hukuk sistemi ile yönetilen ülkelerden birkaçını değerlendirerek bu hukuksal altyapının ne kadar etkili olduğunu bir kez daha vurgulamak amaçlanmaktadır.

Dünyanın pek çok ülkesi, modern ekonomik gelişimlerinin ilk aşamalarında ya kendi içlerinde geliştirdikleri ya da gönüllü olarak nakledilen veya sömürgeleştirilmek yoluyla ortak hukuk ya da medeni kanun olan iki yasal geleneğe sahiptir ve bu nedenle mevcut ekonomik sonuçlarına büyük ölçüde dışsaldır.



### **Şekil 1:Yasal kökenin ekonomi ve yasal haklar üzerindeki dışsal etkisi**

Şekil 1'de, maddi hukuk kuralları, yasal kökenin ekonomik sonuçları şekillendirdiği “kanalı” göstermektedir. Bununla birlikte, yasal kurallar, bu anlamdaki tek kanal olmayabilmektedir. Yasal kökenler teorisi, kuralların içeriğinden bağımsız olarak, yargı tarzının ve uygulama biçimlerinin daha genel olarak ekonomi üzerinde etkili olabileceği ihtimalini artırmaktadır. Bu öneri, alacaklı haklarının hukuki uygulanma kalitesi ile özel kredi akışı arasında bir bağlantı olduğunu gösteren ampirik araştırmalarla desteklenmektedir (La Porta vd., 2008). Diğer bir olası kanal, sözleşmeleri yorumlarken ve yürürlüğe koyarken, mahkemelerin uyguladığı yorumlayıcı kurallarla sağlanmaktadır. Ortak hukuk yargı stiline, yeni tür finansal işlemlere cevap vermede daha esnek olduğu, işlemselinovasyonu yasallaştırarak

“finansal gelişimi teşvik eden bir esneklik” olduğu iddia edilmektedir (La Porta vd.,2008).

Fransız, Alman ve İskandinav dahil olmak üzere “ortak hukuk” ve “medeni hukuk” olarak iki ana hukuk geleneği bulunmaktadır. Medeni hukuk ile ortak hukuk arasında bulunan en büyük fark hakimlerin hukukun ana kaynakları olmasıdır. Medeni hukuk sisteminde bulunan ülkelerin ortak hukuka kıyasla yatırımcı ve tasarruf sahibine yasal haklar verdiği belirlenmiştir. Sosyalist hukuki kökenli ülkeler, en azından geçişten önce, ademi merkeziyetçi bir finansal gelişmişlik için birkaç olanak ve ekonomilerine hakim olan devlet ile kendi birliklerini sunmaktadır.

Hukuk ve finans literatürü, finansal gelişmişlikteki uluslararası farklılıkları açıklamada yasal kurumların (özellikle özel mülkiyet haklarının korunmasında) rolüne odaklanmaktadır. Yasal sistemlerin özel mülkiyet haklarını uyguladığı, özel sözleşmeleri desteklediği ve yatırımcıların yasal haklarını koruduğu ülkelerde, borç verenler, firmaları finanse etmek için daha istekli olacaktır. Acemoglu ve Johnson (2005), Cottarelli, Dell'Ariccia ve Vladkova-Hollar (2003), Dehesa, Druck ve Plekhanov (2007), McDonald ve Schumacher (2007) ve Tressel ve Detragiache (2008), daha güçlü alacaklı haklarının finansal gelişmişliği teşvik etme eğiliminde olduğunu bulmuşlardır. Bu bağlamda, bir ülkenin yasal kökeninin hem alacaklı haklarının hem de özel kredinin önemli bir belirleyicisi olduğu gösterilmiştir (La Porta vd., 1998).

La Porta vd. (2002), dış yatırımcıları ve alacaklıları, “içerideki<sup>3</sup>” kişilerin mallarına el koymasından koruyan yasaları, dış finansman mevcudiyetinde ülkeler arası farklılıkların kilit belirleyicileri olarak belirlemektedir. Yasanın bu alanında, ortak hukuk sistemini benimsemiş ülkelerin, azınlık hissedarlarını ve alacaklıları koruma konusunda en iyi işi yaptıklarını; Alman ve İskandinav medeni hukuk sistemini benimseyen ülkelerin ortada bir yerde, Fransız medeni hukuk sistemini benimseyen ülkelerin ise en kötüsü olduğunu göstermektedir.

Yine La Porta vd. (1997)'nin bir başka çalışmasına göre, yatırımcıların ve alacaklıların yasal korunmalarındaki ve yasaların uygulanmasının kalitesi arasındaki farklar, finansal gelişmişlik düzeylerinin ülkeler arasında neden farklı olduğuna açıklık

---

<sup>3</sup>La Porta vd. (2000), hem yöneticileri hem de hakim hissedarları “içeridekiler” olarak belirtmektedir.

getirmektedir. Bu konuyla ilgili olarak şunları bulmuşlardır: i) hissedarlar ve alacaklılar, en çok ortak hukuk sistemini benimseyen ülkelerde ve en az olarak ise Fransız medeni hukuk sistemini benimseyen ülkelerde (Alman ve İskandinav medeni hukuk sistemini benimseyen ülkeler bu korumalar bakımından ortada bir yerdedir) korunmaktadır; ii) hukuk uygulamalarının kalitesi, İskandinav ve Alman medeni hukuk sistemini benimseyen ülkelerde en yüksek, ondan sonra ise ortak hukuk sistemini benimseyen ülkeler gelmekte ve yine Fransız medeni hukuk sistemini benimseyen ülkelerde en düşük seviyede olmaktadır.

İngiliz ortak hukuk geleneği, geniş yorumlama yetkisine sahip hakimlerle ve şartlar değiştikçe yasayı kalıplaştıran ve oluşturan mahkemelerle neredeyse eşanlıdır. Ortak yasa, derlenmiş (tedvin edilmiş) hukukun mantıksal ilkelerine bağlı kalmak yerine gerçeklere ve somut davalara karar vermek içindir (Beck vd.. 2003b, s.660). La Porta vd. (1997), yasal uyarlanabilirlik kanalının, Alman medeni hukuk sistemini benimseyen ülkelerde ideal, ortak hukuk sistemini benimseyen ülkelerde ideale yakın ve Fransız medeni hukuk sistemini benimseyen ülkelerde ise zayıf olarak çalıştığını bulmuştur.

Yasal hakların önemi, borç veren kurumların özünde olan borçlunun varlık kalitesini gelecekte belirleme yetersizliğinden kaynaklanmaktadır. Daha az tahmin edilebilir gelecekteki varlık kalitesi, borçluların daha yoğun bir şekilde incelenmesini ve izlenmesini gerektirir ve inceleme ile izlemenin yanı sıra geri ödemeyle de ilgili maliyetleri artırarak temerrüt olasılığını da arttırmaktadır. Bu nedenle, daha riskli makroekonomik ortamlar büyük ölçüde sık finansal sisteme neden olmaktadır.

Finansmana erişim, insanlar ve işletmeler için düşük finansman engelleri ile bağlantılı bankacılık hizmetlerinin kullanımı ve erişiminin daha yüksek olduğu herkes için fırsatları genişletebilir. Etkin bir tasarruf ve yatırım ortamını destekleyen istikrarlı bir finansal sistem, gelişen bir demokrasi ve piyasa ekonomisi için de çok önemlidir.

Finansal hizmetlere erişimin birkaç yönü vardır: kullanılabilirlik, maliyet ve hizmet kalitesi. Kredi piyasalarının gelişimi ve büyümesi, borçluların kredi deneyimlerine ilişkin zamanında, güvenilir ve doğru verilere erişimine bağlıdır. Krediyeye erişim, teminat sözleşmelerinin oluşturulmasını ve uygulanmasını kolaylaştırarak ve potansiyel borç alanların kredibilitesi hakkında bilgi artırılarak geliştirilebilmektedir.

Borç verenler, borç alacak olanların kredi geçmişine ve teminatına bakmaktadır. Birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, kredi sicillerinin ve etkin teminat hukukunun bulunmadığı durumda bankalar, daha az kredi kullanılmaktadır. Kredi almayı kapsayan göstergeler arasında, yasal haklar endeksinin gücü ve kredi bilgisi endeksinin derinliği bulunmaktadır (Dünya Bankası, Doing Business Raporu 2005).

Finansal sistem, yapısı nedeniyle asimetric bilgilerden kaynaklanan ahlaki tehlikeler ve ters seçimler gibi sorunlarla karşı karşıya kalabilmektedir. Bu nedenle, finansal sözleşmelerin özelliklerinden dolayı “güven”, finansal piyasalardaki en önemli faktörlerden biri haline gelmektedir.

Son zamanlarda, güven, sosyal sermaye, kültür ve din gibi “informel kurumlar<sup>4</sup>” ve bunların finansal piyasalar üzerindeki etkileri birçok iktisatçı tarafından yoğun olarak araştırılmıştır. Informel kurumlar, yasal sistemler gibi resmi kurumların tamamlayıcı faktörleridir. Informel kurumların finansal işlemler üzerindeki etkilerinin, az gelişmiş finansal piyasalarda gelişmişlerine nazaran daha büyük olduğu görülmektedir (Knack ve Keefer, 1997; La Porta vd., 1997).

Guiso vd. (2004)’e göre finansal sözleşmeler, türü içinde güven yoğun anlamındaki en iyi sözleşmelerdir. Finansal bir sözleşmede, borç veren borçlunun gelecekte geri vermesini beklemek üzere ona para transferi yapılmaktadır. Fırsatçı davranışlardan kaçınmak için, sözleşmelere teminat gereklilikleri gibi ek maddeler eklenmiştir (Calderon vd., 2002; s.7). Bununla birlikte, bu durumda, sadece uygun bir yasal sisteme değil, aynı zamanda finansal sistemin düzgün işleyişi için yasanın uygulanmasına da ihtiyaç vardır. Fukuyama (1995)’ ya göre, ulusal bir kültüre özgü güven düzeyi, işlem maliyetlerini azaltabilir ve böylece finansal piyasa verimliliğini ve ekonomik gelişmeyi teşvik edebilmektedir.

#### **1.4 Finansal Gelişmişlik ve Fiyat İstikrarı**

Finansal gelişmişlik düzeyinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri enflasyon oranlarından etkilenebilmektedir. Huybens ve Smith (1999), Rousseau ve Wachtel (2002) ve Lee ve Wong’ un (2005) çalışmaları, finansal gelişimin yalnızca düşük veya

---

<sup>4</sup>informel kurumlar: sosyal olarak paylaşılan kurallara dayanan, genellikle yazılı olmayan, ve resmi olarak onaylanmış kanalların dışında oluşturulan, iletilen(bildirilen),ve uygulanan davranışsal düzenlemelerdir (Helmke ve Levitsky, 2003).

orta enflasyon oranlarında, ekonomik büyümeyi desteklediğini göstererek finans ve büyüme literatürüne önemli katkılar sağlamıştır. Bunun nedeni, gelecekteki fiyatlar, faiz oranları ve yatırım projeleri ile ilgili belirsizlik ve bilgi sorunları yaratarak, yüksek enflasyonun, finansal sistemi kaynak ayırmakta daha yetersiz, parasal varlıkların faydasını azaltacak ve uzun vadeli finansal sözleşmelerden vazgeçecek hale getirmesidir. Tüm bunlar finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki uzun vadeli etkisini azaltmaktadır.

Huybens ve Smith (1998, 1999) enflasyonun, kredi piyasalarındaki bilgi asimetrisini arttırarak gerçek getiri oranını ve kredi hacmini azaltacağını öne sürmektedir. Bu görüşlerle tutarlı olarak, Boyd, Levine ve Smith (2001), Detragiache, Gupta ve Tressel (2005) ve Dehesa, Druck ve Pleckhanov (2007), enflasyonun, finansal derinlik ölçümleriyle olumsuz yönde ilişkili olduğunu düşünmektedir.

Dehesa vd. (2007) nisbi fiyat istikrarı, alacaklı hakları ve kredi bilgilerinin finansal derinleşmedeki rolünü araştırmakta olup makalelerinde yasal kökenden söz edilmemektedir. Uygun tüzük<sup>5</sup> ve etkin kanun yaptırımı finansal gelişim için açıkça önemlidir, çünkü borç alanın varlıklarının kalitesini izleme maliyetini düşürmekte, borcunu ödemeyen borçluların varlıklarına yeniden sahip olmasına olanak sağlamakta ve borç alanların ilk eleme hassasiyetini arttırmaktadır. Araştırmacılara göre, alacaklı haklarının finansal sistemdeki önemi, borç veren kurumların gelecekte borçlunun mal varlığının kesin olarak belirlenememesinin, kendine özgü bir yetersizliğinden kaynaklanmaktadır. Risk, nisbi fiyat değişkenliği ile ilişkilendirilmektedir. Bulguları, daha güçlü alacaklı haklarının ve düşük enflasyonun finansal gelişmişliği arttırdığını göstermektedir.

Naceur ve Ghazouani (2005) çalışmalarında, son dönemde enflasyon ve finansal olan ilgiyi araştırmıştır. Bu çalışmaya ait iki ampirik bulgu; yüksek ve sürekli enflasyon oranının ekonomik büyüme üzerinde zararlı bir etkiye sahip olduğunu ve finansal sistemin gelişmişliği ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu kabul etmektedir.

Khan vd. (2006), enflasyon oranındaki değişikliklerin finansal piyasaları nasıl etkilediğini ve bu kanal üzerinden uzun vadeli ekonomik büyümeyi gösteren bazı teorik

---

<sup>5</sup>hükümetin firma davranışlarını düzenlemeye yönelik olarak koyduğu kural ve ilkeler

mekanizmaları açıklamaktadır. Finansal sektör, yatırım sermayesinde ve kredi tahsis sürecinde olan içsel sürtüşmelere (ters seçim veya manevi zarar problemleri gibi) yöneliktir. Yüksek ve dalgalı enflasyon oranından finansal piyasalara geçiş mekanizması şu şekilde çalışmaktadır: enflasyon oranındaki artış, varlıklardaki uzun vadeli reel getiri oranlarını azaltabilmekte, dolayısıyla, daha ciddi kredi sınırlandırmasına, finansal sektör gelişimi ve ekonomik büyümede azalmaya neden olmaktadır. Bununla birlikte, finansal piyasa gelişimi ve enflasyon arasındaki doğrusal olmayan bir ilişkiye dayanan teorik modeli vurgulanmaktadır.

Bu modellerde, enflasyon eşiğindeki seviyenin finansal gelişmişlik üzerindeki etkileri ortaya çıkabilmektedir. Reel getiri oranları yeterince yüksek ve enflasyon oranı yeterince düşükse, enflasyonun seviyesindeki bir artış, ekonomik aktörlerin nakitin yerine insan sermayesi veya fiziki sermayeyi koymasına neden olmaktadır. Sonuç olarak, gerçek faaliyet veya uzun vadeli ekonomik büyüme, teşvik edilebilmektedir. Enflasyonun seviyesi belli bir eşiğin üstünde ise, daha yüksek enflasyon oranı yatırım sermayesinin etkin bir şekilde tahsis edilmesine müdahale etmekte ve dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.

Rousseau ve Wachtel (2002), enflasyonun finansal sektörün gelişimini aksattığını ve finansal baskıyla sonuçlandığını iddia etmektedir. Aynı zamanda yüksek enflasyon, uzun vadeli finansal araçları caydırmakla birlikte finansal sözleşmeler, likit portföyleri sürdürme eğiliminde olmaktadır. Bu şekilde finansal araçlar, ekonomik büyüme ve sermaye oluşumu için uzun vadeli finansman sağlama konusunda daha az istekli olmakle birlikte hem borç veren hem de borç alan, enflasyonlu bir ortama sahip ülkelerde uzun vadeli nominal sözleşmelere girmek için daha az istekli olmaktadır.

English (1999), ülke genelinde enflasyon oranındaki artışın, ekonomik aktörlerin satın alınan işlem hizmetlerinin yerine parayı koymasına neden olduğunu ve bu durumun, finansal hizmetlerin tedarikini genişleten ve finansal gelişmişliği teşvik eden bir bulgu olduğunu göstermiştir

Kim vd. (2010)'e göre, enflasyon ve finansal gelişmişlik arasında uzun dönemli olumsuz bir ilişki olmakla beraber kısa dönemde enflasyon ve finansal gelişmişlik arasında olumlu bir ilişki bulunmaktadır. Ancak, veriler farklı gelir veya enflasyon gruplarına bölündüğünde, sonuçlar düşük gelirli veya düşük enflasyonlu grupların uzun

dönemde olumsuz ilişki içinde olduğunu ve kısa dönemde ise olumlu bir finansal gelişmişlik – enflasyon ilişkisi olduğunu göstermektedir. Enflasyon ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişki doğrusal değildir. Enflasyonun finansal gelişmişliğe olan kısa vadeli olumlu etkileri enflasyonla birlikte azalmış gibi görünse de enflasyon ile finansal derinlik arasındaki uzun vadeli olumsuz ilişki, enflasyon oranında U-şeklinde görünmektedir.

Bittencourt (2011)' a göre, zayıf makroekonomik performansların, kısıtlayıcı bir finansal sektörü, dengesiz büyümeyi ve yüksek eşitsizliği etkilediği için ekonominin gelişmesinde olumsuz etkileri bulunmaktadır. Bu nedenle, düşük ve istikrarlı bir enflasyon, daha güçlü ekonomik kurumlar (sağlam bir mali otorite ve bağımsız bir merkez bankası), daha derin bir finansal sektör için gerekli olmaktadır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL GELİŞMİŞLİK, YASAL HAKLAR VE FİYAT İSTİKRARI ÜZERİNE TEORİK VE AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Bu bölümde son dönemde literatürde yer alan finansal gelişmişliğin kaynakları olan kurumsal yapı, alacaklıların yasal hakları ve fiyat istikrarı ile ilgili teorik literatür ve ampirik çalışmalar yer almaktadır.

#### 2.1 Literatür özeti ve Hipotezin Gelişim Süreci

Hukuk ve finans bilimi üzerine yapılmış çalışmaların, giderek büyüyen bir araştırma birikimi haline geldiği ve söz konusu çalışmaların yasal kurumların finansal gelişmişliği açıklamadaki rolünü incelediği görülmektedir. Yine hukuk ve finans literatürü, finans sistemlerinde meydana gelen uluslararası farklılıkları açıklamada yasal kurumların üstlendiği rolünü anlamayı amaçlamaktadır.

Hukuk ve finans teorisi; (i) yasal geleneğin tarihsel olarak belirlenmiş farklılıklarının özel mülkiyet haklarının korunmasına yönelik ulusal yaklaşımları, özel sözleşmeye bağlı düzenlemelerin desteğini ve yatırımcı koruma kanunlarının yasalaşması ve uygulanmasını etkilediğini ve (ii) bundan doğan yasal kurumların, tasarruf sahiplerinin firmalara yatırım yapma isteklerini, kurumsal yönetimin etkinliğini ve finansal piyasaların gelişme derecesini şekillendirdiğini göstermektedir (La Porta vd., 1998). Hukukun ve finans teorisinin bileşenlerinin her biri geniş bir bakış açısında incelenmekte, eleştirilmekte ve değerlendirilmektedir. Pek çok ekonomist, hukukçu, siyaset bilimcisi ve tarihçi, hukuk ve finans teorisini sorgulamakta, test etmekte ve değiştirmektedir. Bu konuya ilişkin (La Porta vd, 1997, 1998, 2002; Armour vd., 2010; Djankov, McLiesh, Shleifer 2007; A. J. Galindo ve Micco 2004,2011; Lele ve Siems 2007), yatırımcı koruma yasalarının etkisini, sözleşme yaptırımının ve kurumsal yönetimin etkinliği dahilinde özel mülkiyet haklarının korunma yeterliliğini, sermayenin etkin tahsisini ve finansal gelişmişliğin genel düzeyini incelemekte,

eleştirmekte ve tartışmaktadır. Ayrıca, hukukçular, siyaset bilimciler, tarihçiler ve ekonomistler, yatırımcı koruma yasalarına, sözleşmelere ve mülkiyet haklarına ulusal yaklaşımları şekillendirmede, yasal geleneklerdeki tarihsel olarak belirlenmiş farklılıkların önemini sorgulamakta ve değerlendirmektedir (Beck, 2003c). Hukuk ve finans alanı önümüzdeki yıllarda tartışmalı ve önemli bir soruşturma alanı olmayı vaat etmektedir.

Örneğin La Porta vd. (1998) tarafından yapılan çalışmada, yasalar ve uygulamalarının ülkeler ve yasal kökenlere göre değiştiği görülmüş; yasaları zayıf olan ülkelerin bu sorunla nasıl başa çıktıkları ve bu ülkelerin, kurumsal yönetimin yerine geçebilecek başka mekanizmaları olup olmadığı düşüncelerine cevap aranmıştır. Çalışmaya göre bu uyarlanabilir mekanizmalar aslında yasalara dahil edilebilir veya yasaların dışında kalabilmektedir. Yapılan çalışmada ayrıca, daha az kanun ve hüküm zemini açısından muhtemel uyarlamaların, bu kanunların daha güçlü bir biçimde uygulanması olduğunun da altı çizilmiştir. Böylelikle, yönetsel kamulaştırma<sup>6</sup> imkanları sınırlanmaktadır. Bazen “parlak-çizgi” (bright-line) kuralları olarak da adlandırılan bir başka uyarlama; yasal bir zeminde, yatırımcılara, sermaye tutma ve dağılımı konusunda zorunlu standartlar getirmektedir.

Bu çalışmada belirtilen bir başka bulgu ise, yalnızca Fransız-medeni hukuk sistemini benimsemiş ülkelerde zorunlu temettü ödemeleri uygulamalarının bulunduğu ve Alman-medeni hukuk sistemini benimsemiş ülkelerde ise tüm yasal kökenler içinde yasal koşul şartlarına sahip olma ihtimalinin en yüksek olduğudur (La Porta vd., 1998). Bununla birlikte çalışmaya göre, yatırımcı korumasının eksikliği durumunda finansal gelişmişlik ve dolayısıyla büyüme için olumsuz sonuçlar ortaya çıksa bile başa çıkılmaz bir darboğaz olma ihtimallerinin düşük olduğunu hatırlamak önemlidir.

Hukuk ve finans arasındaki bağlantıya odaklanan çalışmalar 1990'lara kadar izlenebilmekte ve o zamandan beri büyümektedir. Bu konudaki ampirik literatür ile ilgili olarak, ilk çalışma 1997 yılında La Porta, Lopes-de-Sinales, Shleifer ve Vishny (kısaca LLSV) tarafından gerçekleştirilmiştir. La Porta vd. (1997, 1998) yasal çevre ile

---

<sup>6</sup>Yönetsel kamulaştırma, Claessens, Djankov, Fan ve Lang (2000) tarafından, kişinin ya da kişilerin kendi refah düzeyini maksimize etmek ve diğerlerin servetini yeniden bölüştürmek için kontrol gücünü kullanma süreci olarak tanımlanmaktadır.

finansal piyasa arasındaki ilişkiyi ampirik olarak kurmayı amaçlamıştır. 1997 yılında, dünyanın dört bir yanındaki 49 ülkeden oluşan bir örneklem için farklı yasal geleneklerdeki hak sahiplerinin sayısını ve güvencelerini/korumalarını karşılaştıran bir listeye göre hareket edilerek “alacaklı hakkı endeksi”ni oluşturulmuştur. Araştırmacılar, yatırımcı ve tasarruf sahibine yönelik yasal korumanın, ülkelerin hukuk geleneğiyle yüksek derecede ilişkili olduğunu belirtmektedir.

Son yıllarda, dünya çapındaki yasal reformlar tutarlı bir model izlemiştir. Daha likit sermaye piyasalarına ve daha dağınık hisse sahipliğine yol açacağı inancıyla hissedarların hakları ve kurumsal yönetim standartları güçlendirilmiş ve özel kredi akışının gelişmesine yardım etmek amacıyla alacaklı hakları artırılmıştır.

Yasal kurumların finansal gelişmişlik için önemli olduğuna yaygın bir biçimde inanılmaktadır. La Porta vd. tarafından geliştirilen "yasal kökenleri" hipotezine göre yasal sistemler, ekonomik aktiviteyi düzenlemeleri bakımından önemli ölçüde değişiklik göstermektedir. Bu çeşitliliğin temel nedenlerinden biri, medeni ve ortak hukuka ait farklı yasal geleneklerin ya da kökenlerin oynadığı roldür (La Porta vd., 2008). Yasal sistemleri ortak hukuk kökeni olan ülkelerde, sözleşme özgürlüğünün ve özel mülkiyetin korunmasının vurguladığı; ancak medeni kanun kökleri olanların, devlet için eylemci/savunucu bir rol tercih ettiği iddia edilmektedir (Glaeser ve Shleifer, 2002). Bu yasal farklılıklarla somut ekonomik etkiler elde edilebilmektedir. Yapılan çalışmalar incelendiğinde, ortak hukuk sistemlerinin, medeni hukuk sistemlerinden farklı olarak, daha dağınık hisse sahipliğine (La Porta vd., 1999), daha likit ve kapsamlı sermaye piyasalarına (La Porta vd., 1998) ve daha gelişmiş özel kredi sistemlerine sahip olduğu bulunmuştur (Djankov vd, 2007). Dünya Bankası'nın çeşitli yıllara ait “Doing Business” raporları vasıtasıyla bu bulgular, birçok ülkeye ait politika reformunu etkilemeye başlamıştır (La Porta vd., 2008). Şirketler ve iflas hukukuna yapılan reformlar, özellikle hissedarların ve de alacaklı haklarının güçlendiğini göstermiştir.

Siyasal mekanizma, “medeni kanun”un, özel mülkiyet hakları yerine, devletin haklarını, finansal gelişmişlik için olumsuz etkileri olan “ortak yasalar”dan daha fazla bir ölçüde destekleme eğiliminde olduğunu savunmaktadır. Gerçekten, La Porta vd. (2003), medeni hukuk sistemini benimseyen ülkelerde, devletin hakimlere görev verme, hükümeti içeren davalar hakkında mahkemelere yargı yetkisi verme veya yasaların

anayasaya uygunluğunun yargı kontrolüne verme ihtimalinin daha düşük olduğunu tespit etmiştir.

Son araştırmalar, yazılı hukuku finansal gelişmişlik ve ekonomik büyümenin önde gelen belirleyicileri olarak tanımlamaktadır (Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine, 2003b; Beck, Demirgüç-Kunt ve Maksimovic, 2004; LLSV,1998; Levine, 1998, 2003). Bununla birlikte bu görüş, geçiş sürecindeki ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerdeki finansal gelişimi desteklemek açısından hukukun etkinliğinin, yazılı hukuktan daha önemli olduğunu bulan Berkowitz, Pistor ve Richard (2003), Pistor, Raiser ve Gelfer (2000) ve Pistor (2002) tarafından sorgulanmıştır. Feng Lu ve Yao (2009)'ya göre, finansal baskıya sahip bir ekonomide tek başına hukukun etkinliğinin artırılması, kapsamlı bir finansal gelişmişliğe yol açmamaktadır. Aksine salt hukuki gücün artırılması girişimi, özel yatırımın ekonomideki payını azaltarak ekonomik büyüme üzerinde oldukça büyük bir olumsuz etki yaratmaktadır. Bu konu ile ilgili yapılan yukarıdaki çalışmalarda, söz konusu olumsuz etkinin, finansal kaynakları verimsiz kamu sektöründen verimli özel sektöre taşıyan kaçak etki üzerindeki yasaların olumsuz etkisinden geldiği vurgulanmıştır.

Hukuk ve finans literatürünün “Doing Business (2005)” raporuna ilişkin yasalarla spesifik olarak ilgili olması, yeni literatüre karşıt bir görüş olarak görülmektedir. Burada söz konusu olan, gelişmiş ülkelerin hukukunun, birçok Afrika, Asya ve Latin Amerika hukuk sistemlerinde belirgin bir etkiye sahip olduğudur. Ancak, bu hukuk alanlarında, İngiliz, Fransız, Alman ve İskandinav yasal kökenleri arasındaki önerilen ayırımın kullanılmasını savunmak zordur. Resmi olarak, en azından dava hukuku, ortak hukuk yetki alanındaki birincil hukuk kaynağıdır. Oysa medeni hukuka ait yetki alanı, kanunlar ve ilgili mevzuat tarafından oluşturulmuştur. Bununla birlikte, şirket hukuku, menkul kıymetler hukuku ve iflas hukukunun kaynakları, ortak hukuk sistemi altında bir ülke için bile olsa, dünya genelinde çoğunlukla yasalara uygun haldedir (Lele ve Siems, 2007).

Kuşkusuz asıl soru, yatırımcı korumasının zayıf olduğu ülkelerin (ya yasaları ya da bunların uygulanması) gerçekten zarar görüp görmediğidir. Bazı çalışmalar, bu soru kapsamında cevaplar vermiştir. Bu çalışmalara örnek olacak olan King ve Levine (1993) ile Levine ve Zervos (1998)' e ait çalışmalardır. Bahsi geçen çalışmalar, gelişmiş

borç ve hisse senedi piyasalarının ekonomik büyümeye katkıda bulunduğunu bulmaktadır. Yine buna benzer nitelikte Rajan ve Zingales (1998) çalışmasında, daha iyi gelişmiş finansal sistemlere sahip ülkelerin, özellikle yoğun bir biçimde dış finansmana dayanmakta olan sermaye yoğun sektörlerinde daha çok büyüme gösterdiğini ortaya koymaktadır. Levine (1998), King ve Levine'nin finansal gelişmişliğin ekonomik büyümeyi desteklediği bulgusunu, finansal gelişmişliği Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, ve Robert Vishny (1998) çalışmasından çıkan yasal köken değişkeni ile ölçüp, doğrulamıştır. Ve son olarak, La Porta vd. (1997), yatırımcı korumasının zayıf olduğu ülkelerin gerçekten de daha az kredi ve hisse senetleri piyasalarına sahip olduğunu göstermektedir. Tüm bunlar birlikte ele alındığında, bu bulgu yasal sistemden ekonomik gelişmeye bir bağlantı olduğunu açıklamaktadır.

Bu ölçüde, hukuk ve ekonomi arasında karşılıklı etkileşimin varlığı desteklenmekte ve nedensellik yönünün her iki yönde devam ettiği görülmektedir. Bu etkileşimler, ülkenin değişmeyen veya en azından değişmesi çok yavaş olan temel yasal altyapısına geri dönmemektedir. Bu durum, hem geniş ekonomik ve sosyal çevre hem de yasal kurallarının kendisiyle kıyaslandığında: “yasal sistem, sosyal kaygıları ele almak için temel araçlar sağlamakta ve yasalarıyla, farklı kurumları, düşünce tarzları ve hatta ideolojileri olan sistemin değişmesi çok yavaş olmaktadır.” (La Porta vd., 2008; 307)

La Porta vd. (1997, 1998, 2002), yasal kökenin, finansal gelişmişliğin belirleyicilerinden biri olduğunu göstermeye çalışırken; Beck, Demirguç-Kunt ve Levine (2003b) ile Beck ve Levine (2005), yasal kökenin finansal piyasa gelişimini etkilemesi sürecinde rol oynayan mekanizmaları göstermeye çalışmaktadır. Bu noktada araştırmacılar tarafından siyasi kanal ve uyarlanabilirlik kanalı olmak üzere iki kanala vurgu yapılmaktadır. Siyasi kanal da temelde iki faktöre dayanmaktadır. İlk faktörde yasal gelenekler, devlet haklarına göre özel mülkiyet haklarına verdikleri önem bakımından farklılık göstermektedir. İkinci faktörde ise, özel mülkiyet haklarının korunması, finansal sistemin geliştirilmesinin temelini oluşturmaktadır. Bu kanal La Porta vd. (1998) çalışması ile karşılaştırıldığında; medeni hukukun, ortak hukukun üzerinde negatif bir etki oluşturduğu bir finansal sistemin varlığının desteklendiği görülmektedir. Uyarlanabilirlik kanalı da ayrıca iki faktöre dayanmaktadır. İlk faktörde,

değişen koşullara uyum sağlama yeteneklerinde hukuk sistemi farklılıklar göstermektedir. İkinci faktörde ise vurgulanan husus, bir ülkenin hukuk sistemi, sosyo-ekonomik koşullara sadece yavaş bir şekilde adapte oluyorsa, bir ekonominin finansal ihtiyaçları ile hukuk sistemin bu ihtiyaçları destekleme yeteneği arasında büyük boşluklar açılacaktır (Beck ve Levine, 2005: 267). Bu kanala göre, Fransız yasal kökenli ülkelerin, ortak hukuk kökenli ve Alman medeni kanununu benimsemiş olan ülkelere göre verimsiz katı hukuk sistemi geliştirmeleri daha muhtemeldir.

Rajan ve Zingales'in (1998) gerçekleştirdiği çalışmada medeni ve ortak hukuka odaklanıldığı görülmektedir. Araştırmacılar, bir ülkenin İngiliz veya Fransız gibi hukuk sisteminin kökenini, finansal gelişmişliğin belirleyicileri için bir araç olarak kullanmıştır.

Bir başka çalışmada ise Djankov vd. (2007), kredi piyasası kurumlarında belirgin bir yasal köken etkisi olduğunu ve Fransız medeni hukuk sistemini benimsemiş ülkelerin, ortak hukuk sistemini benimseyen ülkelere göre daha düşük alacaklı haklarına sahip olduğunu belirlemiştir. Ayrıca hem daha iyi alacaklı haklarının hem de kredi sicilleri varlığının, özel kredinin GSYH'ye oranı olarak ölçülen daha yüksek bir finansal gelişmişlik düzeyi ile ilişkili olduğunu bulmuştur.

## **2.1 Finansal Gelişmişlik ve Yasal Haklar Arasındaki İlişki Üzerine Yapılmış Ampirik Çalışmalar**

Finansal gelişmişlik, yasal gelenek ve alacaklı haklar üzerine gerçekleştirilmiş olan ampirik çalışmaların çoğunluğunda ekonometrik analiz olarak genellikle panel veri analizi ve yatay kesit analizi tekniklerinin kullanıldığı görülmektedir. La-Porta vd. (1998), Levine (1999), Rajan ve Zingales (1998), Galindo ve Micco (2001), Jappelli ve Pagano (2002), Asamoah (2003), Rajan ve Zingales (2003), Ergüngör (2004), Cole ve Turk (2007), Djankov vd.. (2007), Zoli (2007), Andrianaivo ve Yartey (2010), Armour vd., (2010), Miletkov ve Wintoki (2012) gibi yazarlar yaptıkları çalışmalar ile teorik literatürü destekler sonuçlar bulurken, son dönemlerde Armour vd.. (2010), Zheng (2017), Fowowe (2013), Aluko ve Ajayi (2017) gibi yazarların yapmış olduğu çalışmalar ise finansal gelişmişlik ve alacaklı hakları arasında ilişkiyi desteklenmediği

niteliktedir. Bu bölümde konuya ilişkin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri ele alan çalışmalardan bazıları ayrıntılı bir şekilde anlatılmaya çalışılmıştır.

Hukuk ve finans üzerine ilk ampirik çalışma La-Porta vd.. (1998)'nin makalesine aittir. Yazarlar 1995 yılı için dünya çapından 49 ülke verilerini baz alarak hem yasal gelenek ve alacaklılar arasındaki ilişkiyi hem de alacaklıların hakları ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi yatay kesit analizi ile incelemiştir. Yazarlar yatırımcıların haklarının kanun ve yasalarla nasıl korunduğu ve ülkeler arasında farklılaşıp farklılaşmadığı ile ilgili veri seti oluşturmuştur. Elde edilen ilk bulgu ülkeler ve yasal gelenekler arasında farklılıklar olduğu yönündedir. Medeni hukuk sisteminin kanunları uygulama kalitesi en düşük olarak belirtilirken, İskandinav ve Alman hukuk sisteminin kanunları uygulama kalitesi ise en iyi olarak belirtilmektedir. Ayrıca yazarlar, yasal gelenek ve alacaklı hakları arasında pozitif bir korelasyon olduğunu, ortak hukuk geleneğinin alacaklıların haklarını medeni hukuk geleneğine göre daha fazla koruduğunu göstermiştir. Yine bu çalışmada yazarlar alacaklı haklarının korunmasının finansal gelişmişlik üzerinde olumlu etkileri olduğunu göstermiştir.

Levine (1999) 1976-1993 dönemini kapsayan yıllık veriler kullanarak finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi yatay kesit analizi ile 49 ülke için incelemiştir. Yazar ele alınan ülkelerin ulusal yasal sistemlerinde, bankaların, şirketlerin almış olduğu kredileri ödemeye ikna etme kabiliyetleri, temerrüt durumunda teminatları geri alma veya tasfiye etme hakları bakımından farklılık gösterdiğini dile getirmiştir. Bu sebeple analize bankaların yasal hakları ile ilgili kukla değişkenler eklemiştir. Aynı zamanda analize, ülkenin hukuk ve düzen geleneğini yansıtan ve 1 (en zayıf) ile 10 (en güçlü) arası değerleri alan hukuk kuralı endeksi, yasal sistemin sözleşmelerin uygulanmasındaki etkililiğini gösteren kanun ve sözleşmelerin uyulmasını gösteren endeks ve son olarak da kukla değişken olarak yasal geleneklere açıklayıcı değişkenler olarak eklenmiştir. Yazar bankacılık sisteminin gelişimini gösteren ölçüm yöntemi olarak bankalar tarafından özel kesime verilen kredilerin gayri safi yurt içi hasılaya oranını kullanmıştır. Levine yapmış olduğu yatay kesit analizinde, yasal gelenekler ile finansal gelişmişlik arasında bir ilişki olduğunu, alman hukuk geleneğini benimseyen ülkelerde daha gelişmiş bir finansal sistemin mevcut olduğunu ve ayrıca alacaklı haklarının iyi korunduğu ekonomide finansal gelişmişliğin daha yüksek olduğu

ile birlikte bu ülkelerin daha çok alman, İskandinav yada ortak hukuk geleneğini benimseyen ülkeler olduğu vurgusunu yapmıştır.Yazarın elde etmiş olduğu bu bulgular La-porta vd. (1998)'nin yapmış olduğu çalışma sonuçları ile örtüşmektedir.

Rajan ve Zingales (1998) de ortak hukuk geleneği ve medeni hukuk geleneği ayırımına odaklanmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere 1217 sektör için veriler toplanılarak yatay kesit analizi kullanılmış olup medeni hukuk geleneğinin ortak hukuk geleneğine göre daha zayıf standartlara sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Galindo ve Micco (2001) Latin Amerika ve Karayip ülkelerinin finansal gelişmişliği sağlayacak bütün reformları gerçekleştirmesine rağmen finansal piyasaların neden sığ kaldığı üzerine odaklanmıştır. Bu sebeple finansal gelişmişliği açıklayacak faktörler olarak yasal hakların korunması üzerinde durulmuştur. Yazarların uygulamış oldukları iki aşamalı en küçük kareler yöntemi, havuzlanmış EKK ve sabit etkiler modeli ile daha güçlü alacaklı haklarının finansal gelişmişliği arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. 1990-1999 dönemini kapsayan 59 ülke için GSYİH büyüme oranı, enflasyon oranı, alacaklı hakları, hukuk kuralı endeksi, etkin alacaklı hakları (hukuk kuralı endeksi\*alacaklı haklar endeksi) verilerini açıklayıcı değişken olarak modele eklenmiştir. Bağımlı değişken olan finansal gelişmişlik için ise özel kesime verilen kredilerin gayri safi milli hasılaya oranı ilave edilmiştir.

Pivovarsky (2001) diğer çalışmaların aksine yasal geleneklerin finansal gelişmişlik üzerine etkisi olmadığını, finansal gelişmişliği sağlamak için kurumların kalitesinin daha ön planda olması gerektiğini belirtmiştir. 53 ülke için 1982-2000 yılları arasını kapsayan bu çalışmada havuzlanmış en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Yazar analize borsa cirosu, yerli firma sayısı, ilk halka arz sayısı, kamulaştırmaya karşı ortalama koruma endeksi, ortalama yolsuzluk, yönetici-karşıtı haklar endeksi, demokrasi, yasal köken, mutlak özgürlük, bölgesel ve dinsel kukla değişkenlerini ilave etmiştir.

Japelli ve Pagano (2002) havuzlanmış EKK yöntemi kullanarak 40 ülke için 1994-1995 dönemini incelemiştir.Analize alacaklı hakları endeksi, hukuk kuralı endeksi, GSYİH büyüme oranı, kukla değişken olarak yasal köken ve kredi bilgisi endeksi gibi açıklayıcı değişkenler ilave edilmiştir. Ampirik literatürde finansal gelişmişliğin bir ölçümü için sıklıkla kullanılan özel kesime verilen kredilerin

GSYİH'ye oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Yapılan analiz neticesinde elde edilen bulgular kredi bilgisinin ters etki ve borçlunun borçlarını ödeyememe sorununu azalttığı ve kredi verme oranlarını arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Asamoah (2003) 83 ülke için 1970-1998 dönemini kapsayan çalışmalarında sabit etkiler modeli ile panel GMM yöntemi kullanarak tıpkı La Porta vd. (1998) ve Levine (1998)'in çalışmalarıyla aynı sonuca ulaşmıştır. Buna göre alacaklıların haklarının artması ve yasal kuralların uygulanması finansal gelişmişliğ olumlu yönde etkilemektedir. Yazar finansal gelişmişliğin ölçütü olarak modelde M2 / GSYİH oranı, bankalar tarafından özel sektöre sağlanan kredi / GSYİH oranı, özel sektöre verilen kredi / GSYİH oranı, mevduat bankaları tarafından özel sektöre sağlanan vadeli ve vadesiz mevduatları kullanmıştır. Bağımsız değişken olarak alacaklı haklar endeksi, kanun uygulanma, hukuki etkinlik, sözleşme tanımama riski, kanun ve düzen endeksi, varlıklara/teminatlara kolay ulaşım, teminatlalı alacaklı hakları, bankacılık sektörü endeksi, reel yatırım / GSYİH oranı, nüfus büyüme oranı kullanılmıştır.

Ergüngör (2004) havuzlanmış EKK yöntemi kullanarak gerçekleştirdiği çalışmada ortak hukuk sisteminin alacaklı haklarını medeni hukuk sistemine göre daha iyi koruduğunu dolayısıyla alacaklı haklarının daha iyi korunduğu hukuk sisteminde de finansal gelişmişliğin daha iyi olduğu sonucuna varmıştır. Yazar analize alacaklıların hakları endeksi, hissedarların hakları endeksi, kukla değişken olarak yasal köken, reel kişi başına GSYİH, kukla değişken olarak finansal olmayan banka mülkiyetleri üzerine kısıtlamalar, hükümet harcamaları gibi değişkenleri ilave etmiştir. Finansal gelişmişliği belirleyen faktörler olarak alacaklıların hakları endeksi, La Porta vd..tarafından oluşturulan endeks aralığından farklı olarak 2 ve -2 değerlerini almakta, -2 en kötü alacaklı haklarını gösterirken 2 en iyi alacaklı hakkını göstermektedir. Hissedarların endeksi ise 0 ile 5 değerini almakta, 0 en kötü hissedar hakkını gösterirken 5 en yüksek değeri yansıtmaktadır. Finansal gelişmişliğin ölçümü için ise yaygın olarak kullanılan özel sektöre verilen krediler ve piyasa değeri oranı kullanılmıştır.

Cole ve Türk (2007) finansal gelişmişlik ve hukuk ilişkisini 2000-2006 dönemi yıllık verileriyle 35 gelişmiş ve 113 gelişmekte olan ülke için bir panel veri yöntemi olan rassal etkiler modeli ile incelemiştir. Finansal gelişmişlik göstergesi olarak toplam

borçların toplam varlıklara oranı kullanılmıştır. Finansal gelişmişliği açıklayan göstergeler olarak alacaklı hakları endeksi, kukla değişken olarak yasal köken, finansal biçimcilik (ödenmemiş bir borcun tahsili için gerekli gün sayısı), banka mülkiyeti değişkenleri (hakim hissedarın yüzdesi, bankanın ülke içi ya da dışı kontrollü olup olmadığı) kullanılmıştır. Yazarların yaptığı çalışma yasal kökenler teorisi için oldukça güçlü destek sağlamaktadır. Alacaklı haklarının yasal olarak uygulanmasının daha etkin olduğu durumda, gelişmekte olan ülkelerde olan bankaların, gelişmiş olan ülkelere olanlara nazaran varlıklarının önemli bir bölümünü riskli kredilere tahsis ettiğini tespit etmiştir. Daha iyi bir alacaklı hakları korunması ile bankacılar, ödünç verilebilir fonlarını arttırmaktadır. Bu da özel sektöre sağlanan krediyi arttırmakta ve dolayısıyla ekonomik büyümeye pozitif yönde etki etmektedir.

Amprik literatürde önemli bir diğer çalışma Djankov vd., (2007) tarafından gerçekleştirilmiştir. Yazarlar yapmış oldukları çalışmada alacaklı haklarının korunması kadar kredi bilgisinin de finansal gelişmişlik için önemli olduğunu aynı zamanda yasal geleneğin bu iki değişken için önemli bir belirleyici olduğunu vurgulamıştır. Onlara göre hakların ve korunma düzeyinin zayıf olduğu az gelişmiş ülkelerde finansal gelişmişliği arttıracak etkin bir borç verme kanalı olmayabilmekte, bu noktada finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışması bilgi paylaşımına bağlı olabilmektedir. Buna karşılık gelişmiş ülkeler daha fonksiyonel iflas sistemleri geliştirebilmekte ve böylelikle alacaklı haklarının ve korunma düzeyinin önemi artabilmektedir. Yazarlar farklı gelişim seviyeleri olan ülkeler için bilgi ve alacaklı haklarının önemini de incelemiştir. Öncelikli olarak alacaklı hakları için La-Porta vd.. örnek alınarak endeks oluşturulmuş fakat bu endekste iflas kanunları bakımından küçük farklılar gerçekleştirilmiştir. Endeksin kapsamı özel sektör ve ticaretteki iş çevreleri olup ülkeler 0 ile 4 arasında bir birim almaktadır. Alacaklı haklarının gücü endeksinde 4 teminat ve iflas kanunlarının kredi verilebilmesi için daha iyi olduğunu gösterirken, 0 en kötüyü göstermektedir. Bir diğer önemli değişken olan kredi bilgi endeksi, kamu ve özelden toplanılan kredi kayıtlarıyla var olan kredi bilgisinin kalitesini ve erişebilirliğini göstermektedir. Endeks 0 ile 6 arasında birim almaktadır. 0 skoru en kötü kredi bilgi mevcudiyetini içerirken 6 skoru en yüksek seviyeyi göstermektedir. 1978'den 1998'e kadar her beş yıl ve 129 ülke için yatay kesit analizi kullanılarak finansal gelişmişliğin belirleyicileri

analiz edilmiştir. Finansal gelişmişliğin ölçütü olarak özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ye oranı kullanılmış olup finansal gelişmişliğin belirleyicileri olarak alacaklı hakları ve kredi bilgisi yanında yasal gelenekleri gösteren kukla değişken, GSYİH, KBGSYİH büyüme oranı, enflasyon, sözleşme yaptırım günleri belirlenmiştir. Yazarların ulaştığı sonuçlar ise hukuk kurallarının zaman içinde yakınsadığı hipotezinin aksine, alacaklı haklarının zaman içinde önemli biçimde durağan olduğu ve ayrıca yasal kökenler, alacaklı hakları ve kredi bilgisi kurumları için önemli bir belirleyici olduğu yönündedir. Fransız medeni hukukun temel bir özelliği olan kamu sicil daireleri, özel kredi piyasalarından yararlanmaktadır. Alacaklıların hukuk sistemi tarafından korunması ve kredi bilgisi kurumları finansal gelişmişlik açısından önemli olmaktadır.

Zoli (2007)'nin gerçekleştirdiği çalışmada elde ettiği sonuçlar literatürü destekler niteliktedir. Yazar 1995-2006 dönemini kapsayan yıllık veri ile gelişmekte olan Avrupa ülkelerini baz almıştır. Finansal gelişmişliğin göstergesi olarak mevduat bankalarının özel kesime sağladığı kredilerin GSYİH'ye oranı, finansal gelişmişliği belirleyen faktörler olarak yasal haklar endeksi, hukuk ve düzen, KBGSYİH oranı, enflasyon, yolsuzluk, bürokratik kalite ve bağımlı değişkenin geçmiş değerleri kullanılmış olup ekonometrik yöntem olarak yatay kesit analizi ve iki aşamalı en küçük kareler yöntemi uygulanmıştır.

Feng Lu ve Yao (2009) tarafından yapılan çalışmaya göre finansal baskı içindeki bir ekonomide, tek başına hukuksal yapının etkinliğinin artırılması kapsamlı bir finansal gelişmişliğe yol açmamaktadır. Bunun yerine, ekonomik büyüme üzerinde, özel yatırım payını azaltarak, oldukça büyük negatif yönde etkisi olmaktadır. Ekonomi çıkmaza düşmüşken, hukuki sistemi güçlendirmek zorunlu bir mesele olarak görülmemelidir. Hukuki sistemin işlevselliği diğer kurumların tamamlayıcılığını gerektirmektedir. Yazarlar özel yaptırım payını finansal gelişmişlik göstergesi olarak kullanmıştır. Hukuk sisteminin etkinliği, mahkeme tarafından gelen ticari davalar, KBGSYİH, özel kredi payı, kamu harcamalarının GSYİH içindeki oranı, doğrudan yabancı yatırımlar, ilkökula kayıt oranı, dış ticaret, kamu sektörü sanayi üretiminin toplam sanayi üretimi içindeki payını açıklayıcı değişken olarak eklemiştir. 1991-2001 dönemi baz alınarak ekonometrik yöntem olarak sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri kullanılmıştır.

Andrianaivo ve Yartey (2010) 53 Afrika ülkesi için 1990-2006 dönemini kapsayan finansal piyasaların gelişimini inceleyen çalışmalarında literatürü destekler sonuçlar bulmuştur. Bu bağlamda enflasyon finansal gelişmişliği olumsuz etkilerken alacaklı hakları finansal gelişmişliği arttırmaktadır. Yazarlar ekonometrik yöntem olarak kullandıkları panel sistem olan GMM, sabit etkiler modeli ve rassal etkiler modelinde bağımlı değişken olarak özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ye oranını kullanmıştır. Açıklayıcı değişken olarak zorunlu karşılık oranı, alacaklıların hakları endeksi, KBGSYİH, yerli yatırım ve tasarruflar, reel faiz oranı, enflasyonun oynaklığı, enflasyon oranı, finansal açıklık, doğrudan yabancı yatırımlar, işçi dövizleri, yolsuzluk, hükümetin kalitesi, hukuk ve düzen, ticari açıklık değişkenlerini ilave edilmiştir.

Armour vd., (2010) tarafından gerçekleştirilen çalışmada literatürün aksine daha güçlü alacaklı hakları finansal gelişmişliği etkilememektedir sonucuna ulaşılmış olup aynı zamanda yasal geleneklerin alacaklı haklarının belirlenmesinde çok az bir etkiye sahip olduğu belirtilmiştir. Literatürle benzerlik gösteren önemli nokta yasal kökenlerin finansal gelişmişlik üzerinde etkin olduğudur. Yazarlar 1995-2005 dönemini kapsayan yıllık veriler için 25 ülkeyi, 1970-2005 dönemini kapsayan yıllar için İngiltere, Amerika, Fransa, Almanya ve Hindistan'ı ele alıp ekonometrik yöntem olarak panel veri analizi (rassal etkiler modeli) ve zaman serisi (eşbütünleşme) analizi kullanmıştır. Finansal gelişmişlik ölçütü için piyasa değerinin GSYİH'ye oranı kullanılmıştır. Ayrıca yazarlar analizlere hissedarların korunması, alacaklıların korunması endeksleri, kukla değişken olarak yasal kökenleri ilave etmiştir.

Zhenhui (2000) 1987-2010 dönemini kapsayan 103 ülke için finansal gelişmişlik yatırımları ve ekonomik büyüme üzerine bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada ekonometrik yöntem olarak havuzlanmış EKK, iki aşamalı EKKi ve panel GMM kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak alıcı ve rekabet edenlerin tepkilerini kapsayan firmaların sanayiye göre düzeltilmiş satışların büyüme oranı kullanılırken, açıklayıcı değişken olarak alacaklı hakkı endeksi, kişi başına düşen GSYİH büyümesi, enflasyon, icra uygulaması hakkında bilgi, yeniden pazarlık etme başarısızlığı, işsizlik, banka kredisinin devlet tahviline göre nisbi büyüklüğü, uluslararası ticaret özgürlüğü, hisse senedi getirisi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar literatürün aksine alacaklı haklarının finansal gelişmişliği olumsuz etkilediği yönünde olmuştur. Yazara göre yasal haklar,

yüksek kaldıracın maliyetini nispeten arttırmaktadır. Güçlü alacaklı hakları, alıcı ve rekabet edenlerin firmanın yüksek kaldıracına olan tepkilerini şiddetlendirmektedir. Bu da finansal gelişmişlik sağlığını olumsuz etkilemektedir. Daha esnek bir borç stratejisinin güçlü alacaklı hakları çevresinde faaliyet yürüten firmalar için daha uygun olacağı ortaya çıkmıştır.

Miletkov ve Wintoki (2012) 1965-2008 gibi geniş bir dönem aralığını baz alarak yasal kurumlar, alacaklı hakları ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi gelişmiş ve gelişmekte olan 119 ülkeyi için havuzlanmış EKK ve panel GMM yöntemleriyle incelemiştir. Özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı ve piyasa değeri oranının (market capitalization ratio) bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde, yasal haklar endeksi (0-10 arası değer alır), kukla değişken olarak yasal kökenler ve farklı dini inanışlar, kişi başına GSYİH oranı, yabancı yardımlar, hükümet harcamaları, doğrudan yabancı yatırımlar açıklayıcı değişken olarak yer almıştır. Ampirik sonuçlara göre literatürü destekler sonuçlar bulunmuştur. Dolayısıyla finansal gelişmişlik, yasal haklar ve kökenleri arasında pozitif bir ilişki mevcut olmakla birlikte bilhassa bu ilişki gelişen piyasalarda daha güçlü olmaktadır.

Fowowe (2013) 39 Afrika ülkesi içingercekleştirdiği çalışmasında tıpkı Zhenhui (2000) ve Armour vd., (2010) gibi yazarların gerçekleştirdiği çalışmalar gibi literatürün aksini gösteren sonuçlar elde etmiştir. Yazar 1996-2005 dönemini yatay kesit analizi ile incelemiştir. Finansal kurumlar tarafından özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ye oranı finansal gelişmişlik ölçütü olarak açıklayıcı değişken olarak ampirik çalışmada kullanılmış olup, kukla değişken olarak yasal köken ve farklı dini inanışlar, alacakların hakkı endeksi, enflasyon, 1980 GSYİH, yargının bağımsızlığı (endeks 0'dan 100'e kadar değer alır), siyasi kurumlar endeksi (0 ile 10 arası değer alır. 10 güçlü demokratik yapıyı ifade ederken 0 otokratik yapıyı gösterir) açıklayıcı değişken olarak yer almıştır. Yazarın elde ettiği sonuçlar yasal kökenin alacaklı haklarının finansal gelişmişliği açıklamada Afrika ülkeleri için geçerli olmadığını göstermiştir.

Aluko ve Ajayi (2017) gerçekleştirdikleri çalışmada alacaklı haklarının finansal gelişmişlik üzerine alacaklı haklarının ve yasal kökenlerin bir etkisi olmadığını fakat kurumların kalitesinin finansal gelişmişliği arttırdığını göstermiştir. Ayrıca bu çalışmada literatürü destekler nitelikte ortak hukuk sisteminin, medeni hukuk sistemine

göre banka performansını daha iyi etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Yazarlar bu sonuçlara ulaşabilmek için temel bileşenler analizi kullanarak finansal gelişime yönelik bir endeks oluşturmuştur. Analize mevduat bankalarının özel kesime verdiği kredilerin GSYİH'ye oranı, likit borçlar, banka mevduatlarının GSYİH'ye oranı, merkez bankası varlıklarının GSYİH'ye oranı, mevduat banka varlıklarının toplam merkez bankası ve mevduat bankalarının varlıklarına oranı dahil edilmiştir. Finansal gelişmişliğin derecesini belirleyecek faktörler olarak kurumların kalitesi(endeks hesap verilebilirlik, politik istikrar, devletin etkinliği, hukukun üstünlüğü yolsuzluk, şiddet ve terör yokluğunu içeren altı göstergenin ortalaması ile oluşturulmuştur),yasal haklar endeksi, kukla değişkeni olarak yasal köken ve dini köken, finansal açıklık(sermaye akımı üzerine herhangi bir sınırlama olup olmadığına dayalı oluşturulmuş endeks), GSYİH büyüme oranı, enflasyon, ticari açıklık ve enflasyon oranı eklenmiştir. Analizde ekonometrik yöntem olarak iki aşamalı panel sistem GMM kullanılmıştır. Aynı zamanda analiz 1997-2014 dönemini kapsamış olup 25 Sahra altı ülke verisi incelenmiştir.

İncelenen son ampirik çalışma Kusi,Agbloyor ve Ansah-Adu (2017)'ya ait olmak ile birlikte 2006 ve 2012 arasındaki dönemi kapsayan çalışmada Afrika ülkelerine ait 548 bankanın verileri kullanılmıştır. Banka kredi riski bağımlı değişken olarak kullanılırken; kredi sicili, toplam varlıklar bazında banka büyüklüğü, lerner endeksi, sermaye yeterliliği oranı, aktif ortalama karlılık oranı, faiz dışı gelir, varlıkların yapısı, kişi başına düşen GSYİH açıklayıcı değişken olarak modele dahil edilmiştir. Prais-Winsten panel veri tahmin yöntemi kullanarak yazarların ulaştığı sonuçlar şu şekildedir: Özel kredi büroları ya da kamu kredi sicilleri tarafından sağlanan kredi bilgi paylaşımı, tüm Afrika kıtasına ait düşük ve yüksek gelirli ülkelerin banka kredi riskini azaltmaktadır fakat banka kredi riskindeki kredi bilgi paylaşımı etkisi, düşük gelirli ülkelerde yüksek olmaktadır.

Mevcut bahsi geçen ampirik literatüre ait bazı çalışmalar aşağıda tablolaştırılarak gösterilmiştir.

**Tablo 1: Finansal gelişmişlik ve yasal haklar arasındaki ilişki üzerine yapılmış ampirik çalışmalar**

Yazar(lar)	Dönem	Ülkeler	Değişkenler	Yöntem	Sonuçlar
La Porta vd. (1998)	1980-1995	49 Ülke	Bağımlı değişken: alacaklı hakları Bağımsız D: KBGSYİH, yasal ihtiyat, yolsuzluk, yönetici-karşıtı hakları, bir pay bir oy, zorunlu temettü hissesi, alacaklı ve hissedar/ortak hakları, yasal haklar, hukuk	Havuzlanmış EKK	Alacaklı hakları ile finansal gelişmişlik arasında pozitif bir ilişki mevcuttur.
Levine (1999)	1960-1989	45 ülke	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik Bağımsız değişken: yasal kökenler, alacaklı hakları, firmanın yeniden yapılanma sürecinin kararı	Havuzlanmış EKK GMM	Yasal korumaya önem veren ülkelerde finansal piyasalar daha fazla gelişmiştir.
Galindo ve Micco (2001)	1990-1999	59 Ülke	Bağımlı değişken: Finansal gelişmişlik Bağımsız D: enflasyon, bütçe açığı, alacaklı hakları, büyüme oranı, yasal kökenler, mülkiyet hakları	Havuzlanmış EKK İki aşamalı EKK	Alacaklı hakları ile finansal gelişmişlik arasında pozitif ilişki mevcut
Pivovarsky (2001)	1982-2000	53 ülke	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik Bağımsız D.: borsa cirosu, yerli firma sayısı, ilk halka arz sayısı, kamulaştırmaya karşı ortalama koruma, ortalama yolsuzluk, yönetici-karşıtı hakları, bir pay bir oy vd.	Havuzlanmış EKK İki aşamalı EKK	Yasa çeşitliliğinin finansal gelişmişlik üzerinde önemli bir etkisi yoktur.
Jappelli ve Pagano (2002)	1994-1995	40 ülke	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik Bağımsız değişken: Alacaklı hakları, hukuk kuralı, GSYİH büyümesi, Yasal köken, kredi bilgisi	Havuzlanmış EKK	Borç verenlerin bilgi paylaşımı yaptığı ülkelerde bankaların ödünç vermesi fazla olmaktadır.
Asamoah (2003)	1970-1998	83 ülke	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik Bağımsız D: Alacaklı hakları endeksi, kanun uygulanma, hukuki etkinlik, sözleşme tanımama riski, kanun ve düzen endeksi, varlıklara/teminatlara kolay ulaşım	Panel GMM Sabit etkiler modeli	Yasal kökenler, alacaklı hakları ve yasal kuralların uygulanması ile finansal gelişmişlik pozitif bir ilişki vardır.
Rajan ve Zingales (2003)	1913-1999	24 Ülke	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik Bağımsız D: medeni hukuk göstergesi, KBGSİYH, sanayileşme oranı, GSYİH, Dışa açıklık, tarifeler	Havuzlanmış EKK	Dışa açıklık ve hukuki sistem ile finansal gelişmişlik arasında pozitif ilişki mevcut
Ergüingör (2004)	1960-1995	46 ülke	Bağımlı D: finansal gelişmişlik Bağımsız D.: alacaklıların ve hissedarların hakları, yasal köken, reel KBGSYİH, finansal olmayan banka mülkiyetleri üzerinde kısıtlamalar, hükümet harcamaların vd.	Havuzlanmış EKK	finansal gelişmişlik üzerine medeni hukuk sisteminidaha iyidir.
Cole ve Turk (2007)	2000-2006	35 ve 113 ülke	Bağımlı değişken: Finansal gelişmişlik Bağımsız D.: Alacaklı hakları endeksi, Yasal köken, finansal biçimcilik, banka mülkiyeti	Rassal etkiler modeli	Alacaklı hakları ile finansal gelişmişlik arasında pozitif bir ilişki mevcuttur.

Djankov vd.. (2007)	1978-2003	129 ülke	Bağımlı değişken: Finansal gelişmişlik Bağımsız değişkenler: alacaklı hakları endeksi, .GSYİH, KBGSYİH, ödeme anlaşmazlığını çözmek için geçen süre, özel büro, kamu sicil dairesi, kredi bilgisi	Yatay kesit analizi Havuzlanmış EKK	Alacaklıların hukuk sistemi tarafından korunması ve kredi bilgisi kurumları finansal gelişmişlik açısından önemlidir.
Zoli (2007)	1995-2006	Gelişmekte olan Avrupa Ülkeleri	Bağımlı değişkenler: Finansal gelişmişlik Bağımsız D.:Enflasyon, KBGSYİH, Mülkiyet hakları,Bürokratik kalite, Hukuk kuralı, Dışa açıklık, Yolsuzluk	İki aşamalı EKK Yatay kesit analizi	Kurumsal altyapı ve hukuki sistem ile finansal gelişmişlik arasında pozitif ilişki mevcuttur
Feng Lu ve Yao (2009)	1991-2001	Çin	Bağımlı değişken: Finansal gelişmişlik Bağımsız D: hukuk sisteminin etkinliği (RCC), mahkeme tarafından gelen ticari davalar (CRMP), KBGSYİH vd.	Sabit ve rassal etkiler modeli	Tek başına hukuksal yapının etkinliğinin artırılması kapsamlı bir finansal gelişmişliğe yol açmamaktadır.
Armour vd.. (2010)	1970-2005 1995-2005	5 Ülke 25 Ülke	Hissedarların korunması, alacaklıların korunması endeksleri, yasal kökenler	Zaman serisi (çşbütünleşme) ve panel veri analizi (RE)	Hissedarların korunması finansal gelişmişliği arttırmamaktadır.
Zheng (2017)	1987-2010	103 ülke	Bağımlı değişken: Firmanın ülke-sanayiye göre düzeltilmiş satış büyümesi Bağımsız D: Alacaklı hakkı, KBGSYİH büyümesi, icra uygulaması, yeniden pazarlık etme başarısızlığı, işsizlik, banka kredisinin devlet tahviline göre nisbi büyüklüğü, hisse senedi getirisi	EKK Yöntemi GMM İki aşamalı EKK	Güçlü alacaklı hakları finansal gelişmişliği olumsuz etkileyebilmektedir.
Miletkov ve Wintoki (2012)	1965-2008	219 ülke	Bağımlı değişken: Finansal gelişmişlik Bağımsız D: yasal haklar, yasal kökenler, dini kökenler, KBGSYİH, yabancı yardımlar, hükümet harcamaları, DYY	Havuzlanmış EKK, Panel GMM	Finansal gelişmişlik, yasal haklar ve kökenleri arasında pozitif bir ilişki mevcuttur.
Fowowe (2013)	1996-2005	39 Afrika ülkesi	Bağımlı D.:Finansal gelişmişlik özel kesime verilen kredilerin/GSYİH Bağımsız D: Yasal göstergeler, dini köken, enflasyon, 1980 GSYİH, yargının bağımsızlığı, siyasi kurumlar	Yatay Kesit Analizi	Yasal köken ve alacaklıların hakları finansal gelişmişliği açıklamada yeterli değildir.
Aluko ve Ajayi (2017)	1997-2014	25 Sahra-Altı ülkesi	Bağımlı değişken: Finansal gelişmişlik Bağımsız D.: Kurumların kalitesi,yasal haklar endeksi, yasal köken, dini köken, finansal açıklık, GSYİH büyüme oranı, ticari açıklık vd.	2 aşamalı panel sistem GMM	Yasal sistem ve hakların finansal gelişmişlik üzerinde bir etkisi söz konusu değildir.
Kusi,Agbloyor ve Ansah-Adu (2017)	2006-2012	Afrika kıtası ülkeleri	Bağımlı değişken: Banka kredi riski Bağımsız D.: Kredi sicili, Banka büyüklüğü, Sermaye yeterliliği oranı, aktif ortalama karlılık oranı, faiz dışı gelir, KBGSYİH vd.	Prais-Winsten GEKK	Kredi bilgi paylaşımı banka kredi riskini azaltmaktadır.

## 2.2 Finansal Gelişmişlik ve Fiyat İstikrarı Arasındaki İlişki Üzerine Yapılmış Ampirik Çalışmalar

Ampirik literatürde son zamanlarda finansal gelişmişlik düzeyi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki kadar dikkat çeken diğer bir konuda finansal gelişmişlik ve enflasyon arasındaki ilişki olmuştur. Yüksek ve oynak enflasyon, varlıkların kalitesini düşürerek, değerlerinin ileriki yıllarda daha az tahmin edilebilir olmasına yol açar. Böyle bir durum ise verilecek kredilerin daha iyi takip edilmesine ve işlem maliyetlerinin artmasına; dolayısıyla kredi tayinlamasına<sup>7</sup> ve finansal gelişmişliğin olumsuz yönde etkilenmesine neden olmaktadır. Böyle bir durumun varlığı için ampirik çalışmalar panel veri analizi, zaman seri, yatay kesit analizi gibi farklı ekonometrik teknikler kullanılmıştır. Elde edilen bulguların çoğunluğunda enflasyonun belli bir seviyeyi aştığı durumlarda finansal gelişmişlik negatif yönde etkilenmektedir. Bu bölümde ise konuya ilişkin ele alınan çalışmalardan bazıları ayrıntılı bir şekilde anlatılmaya çalışılmıştır.

Boyd vd. (1996) finansal gelişmişlik ve enflasyon arasındaki ilişkiyi ampirik olarak ilk inceleyen yazarlardır. Analizlerinde ekonometrik yöntem olarak yatay kesit analizi kullanmışlardır. Çalışmada, finansal sisteminin gelişmişlik derecesini gösteren ölçüm yöntemi olarak beş farklı gösterge kullanılmıştır. Bunlar finansal kesim tarafından özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ye oranı, dar para arzının GSYİH'ye oranı, geniş para arzı ile dar para arzı arasındaki fark, geniş para arzının GSYİH'ye oranı, mevduat bankalarının yurtiçi varlıklarının merkez bankası ve mevduat bankalarının toplamına oranıdır. Finansal gelişmişliği belirleyen faktörler olarak enflasyon oranı (3 farklı kukla değişken; %40, %25, %15), başlangıç kişi başına GSYİH, başlangıç ortaokula kayıt oranı, siyasi istikrar göstergesi olarak devrimler (revolutions) ve yolsuzluklar (corruptions), hükümet harcamalarının GSYİH'ye oranı, kara borsa gibi veriler olarak belirlenmiştir. 1960-1989 arası dönemi kapsayan peridotta 119 ülke için yapılan analiz sonuçlarına göre yıllık enflasyon oranı %15'in üzerine sahip olan ülkelerde finansal gelişmişlik düzeylerinde daha hızlı düşüşler yaşanmaktadır.

<sup>7</sup> Kredi tayinlaması : kredi arzının daralması

Finansal gelişmişlik ve enflasyon arasında negatif bir ilişki olduğunu gösteren benzer bir çalışma Haslag ve Koo (1999) tarafından yapılan çalışmaya aittir.

Boyd vd. (1996) çalışması gibi 1960-1989 arası dönem ve 119 ülke için yatay kesit analizi kullanılarak ampirik bir çalışma yapılmıştır. Yazarlar finansal gelişmişliği olumsuz etkileyebilecek iki açıklayıcı değişken eklemiştir. Bunlardan ilki zorunlu karşılık oranları, ikincisi ise %15 ve %40 seviyeleri için enflasyon kukla değişkenidir. Aynı zamanda analize kişi başına GSYİH, yatırımların GSYİH'ye oranı, hükümet harcamalarının GSYİH'ye oranı gibi açıklayıcı değişkenlerde eklenmiştir. Yatay kesit analiz sonuçlarına göre finansal gelişmişlik ve enflasyon arasında doğrusal olmayan bir ilişki söz konusudur. Düşük enflasyona sahip olan ülkeler daha gelişmiş finansal piyasalara sahipken enflasyon seviyesi yüksek olan ülkelerde finansal piyasalar daha sığ kalmaktadır.

English (1999), Boyd vd. (1996) ile Haslag ve Koo. (1999) tarafından yapılan araştırma, diğer çalışmaların aksine enflasyonun finansal gelişmişliği arttırdığı sonucunu bulmuştur. Çalışmada 62 ülke düşük, orta ve yüksek gelir gruplarına ayrılmış ve yatay kesit analizi ile 1975 ve 1985 yılları arası dönem incelenmiştir. Yazara göre enflasyonun yüksek olduğu durumlarda ekonomik birimler parayı nakit olarak elde tutmak yerine alım satım hizmetlerine yöneltilir; bu durum ise finansal piyasaların gelişimini hızlandırır. Ayrıca yazara göre enflasyon ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişki doğrusal olmayabilir. Yapılan araştırma sonucunda English (1999), yüksek gelir grubunda finansal gelişmişlik ve enflasyon arasındaki korelasyonun düşük ve orta gelir grubuna göre daha yüksek olduğu sonucu bulunmuştur. Analizlerde finans, sigorta, emlak ve işletme hizmetlerinin GSYİH'ye oranı bağımlı değişken olarak ilave edilmiş olup ortalama yıllık enflasyon oranı, kişi başına GSYİH, finansal üretkenlik göstergesi olarak GSYİH'daki finansal payın istihdamdaki finansal paya oranı ise finansal gelişmişliği açıklayan faktör olarak kullanılmıştır.

Barnes (2001) yılında yaptığı çalışmada enflasyon, finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1965-1995 arası dönem ve 49 ülke için incelemiştir. Ekonometrik yöntem olarak ise dinamik olmayan panel eşik modeli kullanılmıştır. Finansal gelişmişliği gösteren temsili değişken olarak özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ye oranı, geniş para arzının GSYİH'ye oranı, ekonomik büyümeyi

gösteren değişken olarak ise reel kişi başına GSYİH bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Enflasyon, reel kişi başına GSYİH, politik istikrar göstergeleri (devrimler ve darbeler), başlangıç kişi başına GSYİH, hükümet harcamaları, ortalama ortaokula kayıt oranı, kara borsa verileri açıklayıcı değişken olarak ampirik çalışmaya eklenmiştir. Analiz sonuçlarına göre finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve güçlü bir ilişki bulunmuş; enflasyon seviyesinin yüzde 14'ün üzerine çıktığı durumlarda bu ilişkinin negatif yönde olduğu gözlemlenmiştir.

Rousseau ve Watchel (2002) diğer çalışmalardan farklı olarak kayan regresyon analizi (Rolling regression analysis) tekniğini kullanarak finansal gelişmişlik ve enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analize 1960-1995 yılları arası dönem için 84 ülke verisi dahil edilmiştir.  $M3/GSYİH$ ,  $M3-M1/GSYİH$  ve toplam kredilerin GSYİH'ye oranı bağımlı değişken olarak ilave edilirken; enflasyon, enflasyonun yüksek olduğu ve düşük olduğu durumlar için kukla değişken, kişi başına reel GSYİH, başlangıç kişi başına GSYİH, ortalama ortaokula kayıt oranı açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Yazara göre enflasyon yüzde 15'in altında olduğu durumlarda finansal gelişmişlik üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Ayrıca enflasyon oranı % 6'nın altına düştüğü durumlarda finansal gelişmişlik ekonomik büyüme üzerine pozitif bir etkiye sahiptir.

Lee ve Wong (2005) Tayvan ve Japonya ülkelerini baz alarak zaman serisinde doğrusal olmayan bir teknik olarak kullanılan TAR analizi ile enflasyon, finansal gelişmişlik düzeyi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Tayvan için 1965-2002, Japonya için 1970-2001 dönemi verileri kullanılmış, modele bağımlı değişken olarak reel GSYİH eklenmiştir. Açıklayıcı değişkenler olarak enflasyon, finansal gelişmişliğin bir göstergesi olan özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ye oranı, sermaye birikimi, iş gücü oranı, ihracat büyüme oranları ilave edilmiştir. Yapılan analizlere göre enflasyon oranı Tayvan için yüzde 7.25'in ve Japonya için yüzde 9.66'nın altındaysa finansal gelişmişlik ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Eşik değerlerin üzerine çıktığı durumlarda enflasyon finansal gelişmişlik düzeyi üzerine dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahip olmaktadır.

Khan vd. (2006) 168 ülke için dengesiz panel veri kullanarak enflasyonun yüzde 6 olduğu durumlarda finansal gelişmişlik düzeyi ve enflasyon arasındaki ilişkinin

negatife döndüğü ve ekonomik aktivitelerin bundan olumsuz etkilendiği sonucuna varmışlardır.

Dehesa vd. (2007) yaptıkları çalışmada sadece enflasyon ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiye odaklanmamışlar; aynı zamanda alacaklı haklarının finansal gelişmişlik üzerindeki etkilerine de odaklanmışlardır. 120 ülke ve 1997-2004 arası dönem için ekonometrik yöntem olarak sabit etkiler modeli, yatay kesit analizi kullanılmıştır. Özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ye oranı finansal gelişmişliğin bir göstergesi olarak bağımlı değişken olarak modelde yer alırken, alacaklı hakları endeksi, kredi bilgi endeksi, enflasyon oranı, kişi başına GSYİH, reel efektif döviz kuru açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Panel veri ve yatay kesit analizinden elde edilen sonuçlara göre enflasyonun düşük ve alacaklı haklarının iyi şekilde korunduğu ülkelerde finansal gelişmişlik daha ileri düzeydedir. Dehesa vd.(2007)'lerinin yapmış olduğu çalışmada hukuk ve finans literatüründe (sıklıkla ampirik çalışmalarda) kullanılan yasal geleneklerin değinilmediği sadece alacaklı hakları üzerine yoğunlaşıldığı görülmektedir.

Andrianaiyo ve Yartey (2010) tıpkı Dehesa vd. (2007)'lerinin yaptığı çalışma gibi enflasyon, alacaklı hakları ve finansal gelişmişlik üzerinde durmuşlardır. Yazarlar analizlerinde 53 Afrika ülkesi verisi kullanıp, 1990-2006 dönemini panel sistem GMM, sabit etkiler modeli, rassal etkiler modeli olan ekonometrik yöntemleri kullanarak analiz etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre alacaklı hakları finansal gelişmişliği arttırmakta, enflasyon ise finansal gelişmişliğin sığ kalmasına yol açmaktadır.

Bittencourt (2011) Brezilya ülkesini baz alarak hem zaman serisinde kullanılan görünürde ilişkisiz görünen regresyon (SUR) analizi ile hem de panel veri analizinde kullanılan rassal etkiler modeli ve sabit etkiler modeli kullanarak finansal gelişmişlik ve enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Panel veri analizi yöntemi ile Pará, Ceará, Pernambuco, Bahia (BA), Distrito Federal, Minas Gerai, Rio de Janeiro, SãoPaulo, Paraná ve Rio Grande do Sul adlandırılan ülkenin on bölgesi analize dahil edilmiştir. M2/GSYİH, M3/GSYİH ve özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ye oranı, kişisel kredilerin GSYİH'ye oranı finansal gelişmişliği gösteren veriler olarak modele bağımlı değişken olarak dahil edilmiştir. Yazar yapmış olduğu analizler ile Brezilya örneği için finansal gelişmişlik ve enflasyon arasında negatif bir ilişki bulmuştur.

Öztürk ve Karagöz (2012) de finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ekonometrik yöntem olarak zaman serisi analizi (ARDL) kullanarak incelemiştir. Analizlerde ele alınan Türkiye örneği için 1971-2009 dönemi baz alınmış, finansal gelişmişlik göstergesi olarak M2/GSYİH oranı ve finansal araçlar tarafından özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ye oranı temsili değişken olarak kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenler olarak modele enflasyon oranı ve ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına GSYİH eklenmiştir. Elde edilen sonuçlar literatürü destekler nitelikte olup enflasyonun finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi negatiftir.

Son olarak ampirik olarak incelenilen çalışma Aluko ve Ajayi (2017) tarafından yapılan çalışmadır. Yazarlar 1997-2014 dönemini baz alarak 25 Sahra-Altı ülkesini ekonometrik yöntem olarak 2 aşamalı panel sistem GMM yöntemi kullanarak incelemiştir. Yazarlar finansal gelişmişliği açıklamak için enflasyon oranı, kurumların kalitesi, yasal haklar endeksi, kukla değişken olarak yasal köken ve farklı dini inanışlar, finansal açıklık, GSYİH büyüme oranı, ticari açıklık gibi değişkenleri açıklayıcı değişken olarak eklemiştir. Analiz sonuçlarına göre literatürün aksine finansal gelişmişlik ve enflasyon arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca kurumların kalitesinin finansal gelişmişlik üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu bulunurken yasal sistemin ve hakların finansal gelişmişlik üzerinde bir etkiye sahip olmadığı bulunmuştur. Ayrıca bu çalışmada Fransız yasal kökenin İngiliz yasal kökenine göre banka performansı üzerinde daha az etkin olduğu sonucuna varılmıştır.

Mevcut bahsi geçen ampirik literatüre ait bazı çalışmalar aşağıda tablolaştırılarak gösterilmiştir.

**Tablo 2: Finansal gelişmişlik ve fiyat İstikrarı arasondaki ilişki üzerine yapılmış ampirik çalışmalar**

Yazar(lar)	Dönem	Ülkeler	Değişkenler	Yöntem	Sonuçlar
Boyd vd. 1996	1960-1989	119 ülke	Bağımlı Değişken: Finansal gelişmişlik Bağımsız D.: enflasyon, başlangıç KBGSYİH, politik istikrar, hükümet harcamaları vd.	Yatay kesit analizi	Enflasyon ve finansal gelişmişlik arasında negatif bir ilişki mevcuttur.
Haslag ve Koo 1999	1960-1989	119 ülke	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik Bağımsız D.: enflasyon, zorunlu karşılık oranı, KBGSYİH, kişi başı sermaye büyüme oranı, başlangıç ortaokul kayıt oranı, hükümet harcamaları, siyasi istikrar, dışa açıklık vd.	Yatay kesit analizi	Enflasyon ve finansal gelişmişlik arasında negatif bir ilişki vardır fakat belli bir eşik düzeyinden sonra bu durum ortadan kalkmaktadır.
English 1999	1975-1985	62 ülke	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik Bağımsız D.: enflasyon oranı, KBGSYİH vd.	Yatay kesit analizi	Enflasyon finansal gelişmişliği artırır.
Boyd vd.. 2001	1960-1995	100 ülke	Bağımsız değişken: finansal gelişmişlik Bağımlı D.: Başlangıç reel KBGSYİH, başlangıç ortaokul kaydı, kara borsa, hükümet harcamaları, yolsuzluk, siyasi risk vd..	Yatay kesit analizi ve dinamik panel GMM	Enflasyon 15'in altında iken finansal gelişmişlik üzerine etkileri negatiftir.
Barnes 2001	1965-1995	49 ülke	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik, reel KBGSYİH Bağımsız D.: enflasyon, reel KBGSYİH, politik istikrarsızlık, başlangıç reel KBGSYİH, hükümet harcamaları, kara borsa vd.	Dinamik olmayan panel eşik model	Enflasyon %14'ün altında olduğu zaman finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki mevcuttur
Rousseau ve Wachtel 2002	1960-1995	84 ülke	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik göstergeleri Bağımsız değişkenler: enflasyon, başlangıç reel GSYİH, başlangıç ortaokula kayıt olma oranı vd	Kayan regresyon tekniği	Enflasyon %15'in altındaysa finansal gelişmişlik üzerinde negatif bir etkisi vardır.
Lee ve Wong 2005	1965-2002 1970-2001	Tayvan Japonya	Bağımlı değişken: reel GSYİH oranı Bağımsız D.: enflasyon, finansal gelişmişlik, sermaye birikimi, iş gücü oranı, ihracat büyüme oranı vd.	Zaman serisi (TAR)	Enflasyon oranı eşik değerinin üzerine çıktığında finansal gelişmişliği olumsuz etkileyerek iktisadi aktiviteleri azaltmaktadır
Khan ve vd.. 2006	1960-1999	168	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik göstergeleri Bağımsız D.: enflasyon, reel KBGSYİH, kamu harcamaları, dışa açıklık, bölgesel kukla değişkeni	Eşik regresyon analizi	Enflasyon oranı %3-%6 altındaysa finansal gelişmişlik üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir.
Dehesa, vd.. (2007)	1997-2004	120 Ülke	Bağımlı D: Finansal gelişmişlik Bağımsız değişkenler: kredi bilgisi endeksi, enflasyon, KBGSYİH, REER, alacaklı hakları	Gruplar arası tahmin yöntemi Havuzlanmış EKK	Daha güçlü alacaklı haklarının ve düşük enflasyonun olduğu ortamda daha yüksek finansal gelişmişlik vardır.
Andrianaivo ve Yartey (2010)	1990-2006	53 Afrika ülkesi	Bağımlı D.: finansal gelişmişlik göstergesi Bağımsız D.: zorunlu karşılık oranı, alacaklıların hakları, KBGSYİH, Yerli yatırım ve tasarruflar, faiz oranı, enflasyon oranı ve oynaklığı, finansal açıklık, DYY, işçi dövizleri, yolsuzluk, hükümetin kalitesi, hukuk ve düzen, ticari açıklık	Panel Sistem GMM, sabit etkiler modeli, rassal etkiler modeli	Enflasyon finansal gelişmişliği olumsuz etkilerken daha güçlü alacaklı hakları finansal gelişmişliği olumlu etkilemektedir.

Bittencourt 2011	1985-2004	Brazil	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik göstergeleri Bağımsız D.: finansal gelişmişlik göstergelerin geçmiş değerleri, enflasyon, hükümet harcamaları, finansal yerel ürünler vd.	Rassal etkiler ve sabit etkiler modeli, zaman serisi (görünürde ilişkisiz regresyon modeli)	Enflasyon finansal gelişmişlik üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir.
Öztürk ve Karagöz 2012	Türkiye	1971-2009	Bağımsız değişken: finansa gelişmişlik göstergeleri Bağımlı D.: enflasyon oranı, KBGSYİH	Zaman serisi (ARDL)	Enflasyon finansal gelişmişliği olumsuz yönde etkilemektedir.
Aluko ve Ajayi (2017)	1997-2014	25 Sahra-Altı ülkesi	Bağımlı değişken: finansal gelişmişlik göstergeleri  Açıklayıcı değişkenler: enflasyon, kurumların kalitesi, yasal haklar endeksi, yasal köken, dini köken, finansal açıklık, GSYİH büyüme oranı, ticari açıklık	2 aşamalı panel sistem GMM	Finansal gelişmişlik ve enflasyon arasında pozitif ilişki vardır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### YASAL HAKLAR VE FİYAT İSTİKRARININ FİNANSAL GELİŞMİŞLİK ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

Bu bölümde finansal gelişmişlik düzeyi ile yasal haklar ve fiyat istikrarı arasındaki ilişkinin ampirik analizinde kullanılan değişkenler, veriler ve regresyon modelleri açıklanacaktır.

#### 3.1 Veri

Bu çalışmada ampirik analiz için La Porta vd. (1999), Dehesa vd. (2007) ve Djankov'un (2007) çalışmalarında uyguladığı yöntem takip edilmiştir. Dolayısıyla, finansal gelişmişliğin belirleyicileri olarak ampirik modele yasal haklar, kredi bilgisi, kurumların kalitesi, hukuk sistemleri, dışa açıklık ve enflasyon gibi değişkenler modele dahil edilmiştir.

Analiz toplamda 126 ülkeyi içermekte olup bunların 68'i yüksek gelirli ülkeleri 48'i ise düşük gelirli ülkeleri göstermek üzere ayrılmıştır göstermek üzere ayrılmıştır ve 2004 – 2012 yılları arasını kapsamaktadır<sup>8</sup>. Düşük ve yüksek gelirli ülke ayrımı yapılırken, Dünya Bankası gelir sınıflandırılması kriterleri dikkate alınmış olup, düşük ile düşük-orta gelir grubu “düşük”, yüksek ile orta-yüksek gelir grubu ise “yüksek” gelir grubu olarak ayrılmıştır. Zaman aralığı, mevcut verinin bulunma durumu ve endeks değişiminin değiştiği zamana göre belirlenmiştir. Belirlenen tüm ülkeler için, mevcut veri veya kredi bilgi endeksi ve yasal haklar endeksi 2004'te başlamıştır. Verinin bitiş noktası 2012 olarak belirlenmiş çünkü kredi bilgisi derinliğini gösteren endeks ile yasal haklar gücünü gösteren endeks, tüm ülkeler için Dünya Bankası tarafından 2013 yılında değiştirilmiştir. Bu yüzden, ampirik tahmindeki zaman kapsamı 2004 ile 2012 yılları arası olarak belirlenmiştir.

---

<sup>8</sup>Tüm ülke listesini görebilmek için Ekler kısmına bakınız

Finansal gelişmişlik endeksi olan özel sektöre sağlanan kredi oranı Dünya Bankasının yeni veritabanından alınmıştır<sup>9</sup>.

Kredi Bilgisi<sup>10</sup> Endeksi ve Yasal Haklar Endeksi için kullanılan veriler Dünya Bankası'nın 2005-2013 yılları arasındaki yıllara ait "Doing Business" raporlarından alınmıştır. Finansal Gelişmişlik ve reel kişi başına düşen milli gelir verileri ise Dünya Bankası'nın Dünya Gelişme Endeksleri'nden alınmıştır.

### 3.2 Metodoloji

Çalışmanın bu bölümde finansal gelişmişliği belirleyen faktörlerin tespiti için kullanılan ekonometrik yöntem ve testler ele alınmaktadır. Bu amaç doğrultusunda öncelikli olarak model ve tahmincisinden bahsedilecek ardından buna ilişkin ekonometrik sorunlardan arındırıldıktan sonra nihai modelin yorumu yapılacaktır.

Bu çalışmada ampirik analiz için La Porta vd. (1999), Levine (1999), Galindo ve Micco (2001), Pivovarsky (2001), Dehesa vd. (2007) ve Djankov'un (2007) çalışmalarında uyguladığı yöntem takip edilmiştir. Dolayısıyla, finansal gelişmişlik buna ilişkin açıklayıcı değişkenler açısından ampirik model, bahsi geçen çalışmalarda olduğu gibi "*Havuzlanmış en küçük kareler yöntemi*" ile tahmin edilmiştir.

*Havuzlanmış en küçük kareler yöntemi (HEKK, -pooled OLS)*, hem sabit hem de eğim parametrelerinin birimlere ve zamana göre sabit olduğu yani bütün gözlemlerin homojen olduğu varsayımına dayanmaktadır (Tatoğlu, 2016). Örneğin verilerin sadece aynı gelir grubundaki ülkelerden elde edilmesi durumunda yatay kesitler aralarında homojen kabul edilebilmektedir (Astreiou ve Hall,2007). Bunun yanı sıra havuzlanmış model, birim ve/veya zaman etkilerinin var olmadığı ve sabit ve eğim parametrelerinin sabit olduğu varsayımları altında tahmin yapmaktadır.

Bu modeller içinde en kısıtlayıcı olan en kısıtlayıcı model, tüm gözlemleri, her ülkenin spesifik etkilerini yansıtan herhangi bir kukla değişken olmadan havuzlandırılan ve tahmin yöntemi EKK olan havuzlanmış modeldir. Aşağıda gösterilen klasik EKK

<sup>9</sup> Daha detaylı bilgi alabilmek için Beck, Demirgüç – Kunt , ve Levine (2000) çalışmasına bakılabilir.

<sup>10</sup> Kredi bilgisi, bir kişinin veya şirketin borç ödeme kabiliyeti hakkındaki bilgileri vermektedir. Özellikle bu durum, borç vermeden önce bankalar tarafından incelenmektedir.

regresyon denklemi, bağımlı değişken üzerindeki bağımsız (açıklayıcı) değişkenin etkisini göstermektedir (Uslu, 2013, s.52).

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (1)$$

$Y_{it}$ : bağımlı değişken;

$X_{kit}$ :  $k - th$  açıklayıcı (bağımsız) değişken;

$u_{it}$ : hata terimi;

$\alpha$ : sabit terim;

$\beta_1, \dots, \beta_k$ : yapısal parametreler;

$\alpha, \beta_1, \dots, \beta_k$  katsayılarının bütün elemanlar için aynı olduğu dikkate alınmalıdır ( $i$  veya  $t$  alt indisleri yoktur).

Vektör formunda;

$$Y = X\beta + u \quad (2)$$

$Y$ 'nin  $NT \times 1$ ,  $\beta$ 'nin  $(K + 1) \times 1$ ,  $X$ 'in  $NT \times K$  ve  $u$  'nun  $NT \times 1$  ve :

$$X = \begin{vmatrix} 1 & x_{11} & \dots & x_{k1} \\ 1 & x_{12} & \dots & x_{k2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 1 & x_{1N} & \dots & x_{kN} \end{vmatrix} \text{ ve } Y = \begin{vmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_N \end{vmatrix} \text{ ve } \beta = \begin{vmatrix} \alpha \\ \beta_1 \\ \vdots \\ \beta_K \end{vmatrix}$$

$x_{ij}$  zaman içinde  $i$  birim için  $j$  inci bağımsız değişkene ait gözlemlerin vektörü ve  $y_i$  ise  $i$  birimi için açıklanan değişkene ait gözlemin vektörü olmaktadır.

O zaman:

$$\hat{\beta}^{POOLED^{11}} = (X'X)^{-1}X'y = \begin{bmatrix} \hat{\alpha}^{Pooled} \\ \hat{\beta}_1^{Pooled} \\ \vdots \\ \hat{\beta}_K^{Pooled} \end{bmatrix} \quad (3)$$

Bu model, doğru bir şekilde tanımlanmış ve bağımsız değişkenler hata terimi ile korelasyon içinde değillerse, havuzlanmış EKK yöntemi kullanılarak tutarlı bir şekilde tahmin edilebilmektedir (Tatoğlu, 2016; Cameron ve Triverdi, 2005).

#### **Havuzlanmış en küçük kareler yönteminin özellikleri :**

1. Hata terimine ait zaman, birim etkileri yoksa bu yöntem tutarlı tahminler vermektedir.
2. Şayet hata teriminde birim, zaman etkilerine rastlanırsa o halde hata terimi; birleşik hata olmaktadır. [ $v_{it} = \mu_i + \lambda_i + u_i$ ]
3. Yine hata terimine ilişkin birim, zaman etkilerine rastlanırsa; HEKK tahmincisi ancak bu etkiler, açıklayıcı değişkenler ile korelasyon içinde değilse tutarlı olmaktadır. [ $E(X_{it}\mu_i) = 0$  ve  $E(X_{it}\lambda_i) = 0$ ]
4. Hata terimi heteroskedastik olduğu durumda, etkin tahminler elde edilemeyeceğinden, dirençli tahminci kullanılması uygun görülmektedir.

#### **Doğrusal havuzlanmış model için varsayımlar:**

1.  $E(u) = 0$
2.  $E(uu') = \sigma_u^2 I$
3.  $\text{sıra}(X) = K + 1 < NT$
4.  $E(u|X) = 0$ 
  - 4.  $X$  olasılıksal olmayan ve  $u$  ile korelasyon içinde değildir
  - 2. hata terimi( $u$ ) eşvaryanslı ve otokorelasyonlu değildir.
  - 4.  $\Rightarrow$  bağımsız değişkenlerkesin dışsallık içindedir.

Eğer 1. - 4. arası maddelerdeki koşullar sağlanırsa,  $\hat{\beta}^{POOLED}$  DESTE (Doğrusal en iyi sapmasız tahmin edici, -BLUE).

### 3.3 Ampirik Model

Bu ampirik analizin önemi; Kredi piyasaları için belirleyici olabilecek alacaklı hakları ve makro ekonomik istikrar gibi faktörleri incelemekten gelmektedir. Bu bağlamda ülkeler arasındaki finansal gelişmişlik farkları; ekonomik büyüme, enflasyon, kurumsal faktörler (alacaklı hakları, kredi bilgisi, kurumların kalitesi, yasal gelenekler) gibi makroekonomik değişkenler tarafından açıklanabilmektedir.

Model aşağıda gösterildiği gibidir :

$$\begin{aligned} FD_{it} = & \beta_0 + \beta_2 GDP_{it} + \beta_2 CII_{it} + \beta_2 SLR_{it} + \beta_2 INF_{it} + \beta_2 INSQUA_{it} \\ & + \beta_2 TRADE_{it} + \beta_2 French_{it} + \beta_2 Socialist_{it} \\ & + \beta_2 Scandinav_{it} + \beta_2 German_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

$i$ = ülkeyi temsil etmektedir.(1,2,3,4.....116)

$t$ = zamanı temsil etmektedir.( 2004 – 2012)

$\varepsilon$ = hata terimi

$FD_{it}$  = Finansal gelişmişlik düzeyini temsil eden bağımlı değişken / bankalar tarafından özel sektöre verilen kredilerin gayri safi yurtiçi hasılaya (GSYİH) oranı şeklinde tanımlanmıştır. Bazı araştırmacılar (King ve Levine, 1993a; King ve Levine, 1993b; De Gregorio ve Guidotti, 1995; Arcand, Berkes ve Panizza, 2015)'a göre bu ölçüm yöntemi fon tahsisinin kullanımını, daha etkin ve üretken bir yatırıma dönüştürdüğü gerekçesiyle tercih edilmiştir.

$GDP_{it}$  = reel kişi başına gelirin logaritmik değerini temsil etmektedir. Araştırmacılar arasındaki önemli tartışmalardan birisi de finansal gelişmişlik derecesi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkidir. Hem teorik hem ampirik literatürdeki çalışmalar göstermektedir ki, bu iki değişken arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmada ekonomik büyümenin finansal gelişmişliği arttıracığı düşünülmektedir.

$CII_{it}$  = kapsam, ulaşılabilirlik ve ülkedeki özel ile kamu kredi sicili aracılığıyla kredi bilgisi kalitesini yansıtan “kredi bilgisi derinliği endeksi” ni temsil etmektedir. 2013 dönemi öncesine kadar bu endeks 0 – 6 arasında değer almış, 2013 dönemi sonrası ise 0 – 8 arasında değer almaya başlamıştır. Düşük değerler, borç verme kararlarına olanak sağlayacak daha az kredi bilgisine erişimini göstermektedir. 0 skoru borç verme kararlarına olanak sağlayacak daha az kredi bilgisine erişimini göstermekteyken, en yüksek skorları yansıtan 6 ve 8 daha fazla kredi bilgisine erişimi göstermektedir. Kredi bilgisinin finansal gelişmişlik üzerine etkisinin pozitif olacağı düşünülmektedir.

$SLR_{it}$  = Yasal haklar endeksinin gücünü temsil etmektedir. 2012 yılına dek 0 ile 10 arasında değer almış, 2013 yılından sonra ise 0 ile 12 arasında değer almaya başlamıştır. (0 – güçsüz/yetersiz yasal haklar / 10 – güçlü yasal haklar). Endeks, borç veren ve alan kimselerin teminat ve iflas kanunları tarafından hangi boyutta korunduklarını ölçer. Yasal hakların korunması, borçlu ve alacaklının finansal sözleşme yürütmek istediği bir çevreyi garanti eder (Galindo ve Micco, 2004, s.30). Böylelikle bu çalışmada finansal gelişmişliği arttıcağı düşünülmektedir.

$INF_{it}$  = Fiyat istikrarını temsil etmektedir. Unutulmamalıdır ki; Finansal gelişmişliğin göstergesi için kullanılan kredi oranlarının/ nominal GSYİH’e oranının yüksek çıkması düşük enflasyon oranı ile ilişkilendirilmiştir. Enflasyon oranı yükseldikçe, yasal Hakların korunması ile ilgili ek birim artışların düştüğü görülmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada enflasyon katsayısının özel kesime verilen krediler üzerine işareti negatif beklenmektedir

$INSQUA_{it}$  = Kurumların kalitesi endeksini temsil etmektedir. Endeks hükümetin etkinliği, düzenleyici kalite, şiddet, politik istikrar, hukukun üstünlüğü ve yolsuzluk verilerinin ortalaması alınarak oluşturulmuş olup -2.5 (en kötü sonuç) ile 2.5 (en iyi sonuç) arası değerler almaktadır. Finansal gelişmişlik ile ilgili olarak yasal haklar, fiyat istikrarı, Kredi Bilgisi ve Ekonomik büyüme tek başına açıklayıcı değişkenler olamaz. Son dönemdeki çalışmalar (Law ve Azman-Saini (2012), Lee vd.. (2016)) gösteriyor ki; kültürel, kurumsal çerçeve de çok önem arz etmektedir. Kurumsal faktörler ekonomide var olan belirsizlikleri giderilmesi, istikrarlı politika reformları yapılabilmesi ve

kredibilitésinin arttırılmasında önemli rol oynamaktır. Yüksek kalitede kurumsal yapıya sahip olunan ülkelerin kredi piyasalarının daha fazla gelişmiş olduğu görülmektedir

*French, Socialist, Scandinavian, German* = Kukla değişkenler sırasıyla; Sosyalist, Fransız, İskandinav ve Alman Hukuk sistemlerini temsil etmektedir. Toplamda 5 tane kukla değişken kullanılmış olup, kukla değişken tuzağına düşmemek için 4 kukla değişkene regresyonda yer verilmiştir<sup>12</sup>. Bu çalışmada referans (benchmark) kukla değişkeni olarak İngiliz hukuk sistemi seçilmiştir. Modelde yer alan diğer hukuk sistemleri de İngiliz hukuk sistemine göre tanımlanmıştır.

$TRADE_{it}$  = Dışa açıklığı ifade etmektedir. İhracat ve İthalat toplamının GSYİH'ye oranı şeklinde hesaplanmıştır. Bir ülke ne kadar dışa açıksa, finansal piyasaları o kadar gelişmiştir. Çünkü dış ticaretin artması ekonomide rekabetçi bir ortam oluşturacaktır. Yabancı firmaların piyasaya girişi ile artan rekabet ortamı, ülke de var olan baskı gruplarının güçlerini azaltacak, yerli firmalar kaynak arayışına girerek finansal sisteme fon talep edenler olarak dahil olmak isteyeceklerdir. Böyle bir durum finansal gelişmişliğe katkı sağlayacaktır. Ayrıca firmaların etkin üretim yapmasına olanak sağlayan rekabetçi ortam, ekonomik büyümeye katkı sağlayarak da finansal piyasaların gelişimini olumlu yönde etkileyecektir.

$DG_{it}$  = Düşük gelirli ülkeler grubuna ilişkin kukla değişkeni ifade etmektedir. Analimize ilişkin bu değişken, tüm ülkeler grubunun analizi altında, ülke gruplarındaki gelir farklılığının da finansal gelişmişlik açısından farkını incelemek adına eklenmiştir. Bu çalışmada referans kukla değişkeni olarak yüksek gelirli ülkeler grubu seçilmiştir.

Yasal haklar ve fiyat istikrarı ana açıklayıcı değişkenler olmak üzere; ekonomik büyümenin göstergesi olarak reel kişi başına düşen milli gelir, kredi bilgisi, kurumların kalitesi, dışa açıklık ve hukuk sistemlerinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkilerini test etmek için regresyon modelleri oluşturulmuştur.

---

<sup>12</sup>İngiliz hukuk sistemi çıkarılmıştır

### 3.3.1 Ampirik Model Sonuçları

Bu bölümde, ampirik analiz için seçilen uygun ekonometrik modele ilişkin testler açıklanmış ve test sonuçları verilmiştir. Grupla ilgili değişen varyans ve otokorelasyon testleri yapılacak ve sonrasında modelimize ait tahmin sonuçları verilecektir.

### 3.3.2 Havuzlanmış Veri Analizi Sonuçları

Bilinmektedir ki değişen varyans sorunu olursa, en küçük kareler tahmincisi yansız ve tutarlıdır fakat etkin değildir. Ayrıca tahmin edilen standart hatalar tutarsız olup, bu sebepten standart hatayı kullanan test istatistikleri geçersiz sayılmaktadır. Bu duruma ilişkin model belirlenmiş olmakla birlikte, yapılan ülke gruplandırmalarına ilişkin değişen varyans durumları test edilmelidir. Yine en küçük kareler yöntemi ile ilgili olarak ortaya çıkabilecek sorunlardan biri olan ve modelde hata terimlerinin birbirleriyle ilişki içerisinde olduğunu gösteren oto-korelasyon probleminin olup olmadığına bakmak gerekmektedir. Çünkü diğer tüm varsayımların geçerli olduğu durumda, oto-korelasyon sorunu varsa EKK tahmincisi yine yansız özelliğini taşımakta fakat en iyi doğrusal yansız tahminci (EDYT) olma özelliğini kaybetmektedir. Dolayısıyla, olağan EKK hata terimleri ve test istatistikleri geçerliliğini yitirmektedir. Yine bilinmelidir ki; modele ilişkin değişen varyans ve oto-korelasyon sorunları çıktığı takdirde EKK regresyonu uyguladıktan sonra bu sorunları çözecek olan “dirençli tahmin edici<sup>13</sup>” bulup uygulanabilmektedir.

### 3.3.3 Değişen Varyans:

Regresyon hata terimlerinin, zaman ve birim boyunca aynı varyansa (eş varyans) sahip olduğu varsayılmaktadır. Bu durum, yatay-kesitsel birimlerin değişken boyutta olabileceği ve bu nedenle farklı varyasyonlar gösterebileceği panel veri modellerine ait tahminciler (HEKK, grup içi, GEKK) için yetersiz bir varsayım olabilmektedir. Değişen varyans oluştuğunda yine de regresyon katsayılarının tahminlerinde tutarlı sonuçlar

---

<sup>13</sup> dirençli tahmin edici literatürde aynı zamanda robust tahminci olarak da bilinmektedir.

verecektir fakat bu tahminler etkin olmayacaktır (Baltagi, 2014: 91). Havuzlanmış EKK modelinin bu ampirik analiz için uygun olduğu belirlenmesinin ardından, temel varsayımlar olan hata teriminin sabit varyanslı (homoskedastik) olup olmadığının test edilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede değişen varyans olup olmadığı havuzlanmış EKK modelinde kullanılan Breusch-Pagan/ Cook-Weisberg testi değişen-varyansın herhangi bir doğrusal biçimini ortaya çıkarmak için tasarlanmıştır.

Breusch-Pagan/ Cook-Weisberg, Modelde değişen varyans sorunu yoktur şeklinde olan boş hipoteze karşı alternatif olarak modelde değişen varyans sorunu var olup olmadığını test etmektedir.

Aşağıda farklı gruplar için değişen-varyansın sınanması için Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test sonuçları verilmiştir.

**Tablo 3 :Değişen Varyans Test Sonuçları**

	<b>Düşük gelirli Ülke Grubu</b>	<b>Yüksek gelirli Ülke Grubu</b>	<b>Tüm Ülkeler Grubu</b>
Ki-kare(1)	82.46	38.22	233.13
Olas. > Ki-kare	0.0000	0.0000	0.0000
$H_0$ : Sabit varyans			

Tablo 3' e baktığımızda, 3 veri seti için olasılık değeri 0.000 görünmektedir. Bu yüzden,  $H_0$  olan ve değişen-varyans olmadığını gösteren sıfır hipotezi reddedilmektedir. Yüksek ki-kare değeri, değişen-varyansın mevcut olduğunu gösterir. Sonuçlara göre ki-kare değerleri yüksek olduğu için değişen-varyans probleminin olduğunu göstermektedir.

### 3.3.4 Otokorelasyon

Gauss-Markov tarafından ortaya konan standart ya da klasik doğrusal regresyon modeli (KDRM)<sup>14</sup> birçok ekonometrik teorinin esasını oluşturmakta olup 10 temel

<sup>14</sup>CLRM :classical linear regression model

varsayıma dayanmaktadır<sup>15</sup>. Bilinmekte olduğu üzere değişen varyans ve otokorelasyonun bulunan durumların sonucu olarak EKK tahminimiz en iyi doğrusal sapmasız tahmin edici (DESTE)<sup>16</sup> olmaktan çıkmaktadır. Modele ilişkin, rassal olan bir değişken eğer doğrusal bir fonksiyon olma özelliği gösteriyorsa bu durum doğrusallığı ifade etmektedir

Klasik doğrusal regresyon modelinin (KDRM, -CLRM, Classical Linear Regression Model) varsayımlarından biri, hata terimlerinin varyansının sabit ve aralarındaki kovaryansın sıfır olduğunu ifade etmektedir ( $cov(u_i u_j) = 0, i \neq j$ , iken). Hata terimleri  $u_i$  ve  $u_j$  birbirinden bağımsızdır ki buna serisel bağımsızlık denir. Bu varsayım ihlal edilirse, EKK tahminicileri etkisiz ve bundan dolayı artık DESTE tahmincisi olmayacaktır. Fakat bu varsayıma bağlı olmadığı için  $\hat{\beta}$  'lerin EKK tahmincisi hala yansız ve tutarlıdır.

Regresyon katsayılarının tahmin edilen varyansları yanlı ve tutarsız olacak ve bu nedenle hipotez testleri artık geçerli olmayacaktır (Asteriou ve Hall, 2007; s.134-136). Otokorelasyonu test etmek için Wooldridge (2012) tarafından havuzlanmış EKK için geliştirilen test kullanılmıştır. Wooldridge testini cazip kılan unsurlar, genel koşullar altında uygulanabilmesi ve kolay olarak kullanılabilmesidir. Bu yüzden veri setinde otokorelasyon olup olmadığı Wooldridge<sup>17</sup> otokorelasyon testi ile yapılmıştır. Boş hipotez, birinci dereceden bir otokorelasyon olmadığıdır. Boş hipotez, yüzde 1 önem düzeyinde reddedilmektedir.

Aşağıda farklı ülke gruplarına ilişkin oto-korelasyonun sınanması için Wooldridge test sonuçları verilmiştir.

---

<sup>15</sup> İlk defa 1821 yılında Gauss tarafından geliştirilmiş ve bu zamandan sonra Gauss varsayımlarını karşılamayan regresyon modelleriyle karşılaştırılmasına karşı standart hale gelmiştir.

<sup>16</sup>BLUE :best linear unbiased estimator

<sup>17</sup>Wooldridge, JeffreyMarc (2003)

**Tablo 4 : Oto-korelasyon Test Sonuçları**

Düşük gelirli Ülke Grubu		Yüksek gelirli Ülke Grubu		Tüm Ülke Grubu	
F istatistiği	Olas.	F istatistiği	Olas.	F istatistiği	Olas.
89.077***	0.0000	625.068***	0.0000	919.066***	0.0000
Ho: birinci mertebeden otokorelasyon sorunu yoktur *** %1 istatistiki anlamlılık düzeyini belirtmektedir.					

Ülke gruplarına ait veri setleri analiz edildiğinde;  $H_0$  /sıfır hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Başka bir deyişle, denklemlerde bulunan hata terimlerinin arasında oto-korelasyon sorunu vardır.

### 3.3.5 Havuzlanmış Model Tahmin Sonuçları

Modelimiz Havuzlanmış EKK tahmincisi ile tahmin edilmiş ve bununla birlikte değişen varyans ve oto-korelasyona baktığımızda her ikisinin olduğu görülmektedir. Hata terimlerini düzeltecek olan metotlar bu problemleri ele almaktadır. Bunlardan biri Newey-West güçlü tahmincisidir. Fakat bu tahminci, bu çalışmada olduğu gibi kısa zaman periyotları için değil aksine uzun zaman periyotları için uygun olmaktadır. Bu problemlerle baş edebilmek için başka bir yöntem ise değişen varyans ile otokorelasyon durumunda varsayımlara karşı dirençli tahminciler veren ve Parks (1967) tarafından geliştirilen esnek yapıya sahip genelleştirilmiş EKK olmaktadır. Esnek genelleştirilmiş EKK alternatif bir yöntem olsa da, bu yöntemin uygulanabilmesi için  $N < T$  koşulu sağlanmalıdır. Fakat bu çalışmada kullanılan modeldeki gibi yatay-kesitsel boyut  $N$ 'nin zaman boyutu olan  $T$ 'den büyük olduğu durumlarda bu tahmincinin kullanılması mümkün olmamaktadır. Yine bir başka yöntem, Beck ve Katz (1995) tarafından geliştirilmiş fakat Chen, Lin ve Reed (2010) bu yöntemin esnek genelleştirilmiş EKK'dan daha az etkin olduğunu ve ancak zaman boyutunun yatay-kesitsel boyuta yakın olduğu durumlarda etkin olabileceğini

savunmuşlardır. Bu sebepten, bu yöntem de zayıf kalmaktadır. İncelenecek son yöntem ise güçlü bir tahminci olup Driscoll ve Kraay (1988)<sup>18</sup> tarafından geliştirilmiştir.

Driscoll ve Kraay (1988) yalnızca artıklar arası farklı zaman periyotları içinde aynı bireye ait seri korelasyonu alınmaktadır<sup>19</sup>. Standart hata tahminlerini bu bağlamda düzenlemek, kovaryans matris tahmincisinin tutarlı, yatay-kesitsel boyut  $N$  'den bağımsız olmasını garanti eder<sup>20</sup>. Bu sebepten Driscoll ve Kraay'ın görüşü, panele ait  $N$  yatay-kesitsel boyutunun büyük olduğu durumda diğer büyük  $T$ 'li tutarlı kovaryans matris tahmincilerinin<sup>21</sup> uygunsuz kaldığı durumlardaki eksikliklerini gidermektedir. Bütün bu durumlar bağlamında, modeldeki oto-korelasyon ve değişen varyans sorunlarının giderilebilmesi için Driscoll-Kraay (1988)<sup>22</sup> düzeltilmiş standart hatalar tahmincisi kullanılacaktır.

Büyük  $T$  asimptotiklerine dayanarak, Driscoll ve Kraay (1998), standart parametrik olmayan zaman serileri kovaryans matris tahmin edicinin, zamansal bağımlılığın yanı sıra çok genel yatay kesit formlarına da dirençli (robust) olacak şekilde değiştirilebileceğini göstermektedir. Genel anlamda ifade edilecek olursa, Driscoll ve Kraay'ın metodolojisi, moment koşullarının yatay kesit ortalamalarının dizisine Newey-West tipi bir düzeltme uygulamaktadır. Standart hata tahminlerinin bu şekilde düzeltilmesi, kovaryans matris tahmincisinin  $N$  yatay kesit boyutundan bağımsız olarak tutarlı olduğunu garanti etmektedir (ayrıca  $N \rightarrow \infty$  için).

Aşağıda havuzlanmış veri tahmin modelleri için yer alan tahmin sonuçları verilmiştir.

---

<sup>18</sup>Driscoll ve Kraay (1988) dirençli tahminci sadece havuzlanmış EKK ve sabit etkiler modeli için kullanılabilir.

<sup>19</sup>Arellano (2003) çalışmasına da bakılabilir.

<sup>20</sup>Aynı zamanda  $N \rightarrow \infty$  için de geçerlidir.

<sup>21</sup>Parks-Kmenta veya Beck-Katz (PCSE) yaklaşımı

<sup>22</sup>Bu dirençli tahminci aynı zamanda birimler arası korelasyon sorununu da dikkate almaktadır.

**Tablo 5: Havuzlanmış Model Tahmin Sonuçları - Düşük gelirli Ülkeler Grubu**

Bağımlı Değişken : Finansal Gelişmişlik (2004 – 2012)				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kray Std. Hata	t	P> t
SLR	0.0098 **	0.0046	2.13	0.038
CII	0.0338 ***	0.0017	19.17	0.000
INSQUA	0.1061 ***	0.0078	13.46	0.000
INF	-0.2002 *	0.1061	-1.89	0.065
GDP	-0.0031	0.0080	-0.39	0.702
TRADE	0.2295 ***	0.0405	5.66	0.000
SOCIALIST	-0.0150 ***	0.0027	-5.50	0.000
FRENCH	-0.0351 ***	0.0112	-3.13	0.003
SABİT	0.0793	0.5717	1.39	0.171

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Tablo 5, düşük gelirli ülkeler grubu için havuzlanmış regresyon sonuçlarını göstermektedir. Burada bağımlı değişken finansal gelişmişlik düzeyi olup yurtiçi kredilerin (bankalar tarafından özel sektöre sağlanan krediler) gayri safi yurt içi hasılaya oranıdır. Finansal gelişmişlik düzeyi üzerinde reel kişi başına düşen milli gelir (GDP) hariç tüm diğer değişkenler anlamlı katsayılarla sahiptir. Açıklayıcı değişkenler olan, yasal haklar, kredi bilgisi, kurumların kalitesi ve dışa açıklık, finansal gelişmişliği olumlu yönde etkilerken, fiyat istikrarının finansal gelişmişlik üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Kukla değişken olarak modele dahil edilen hukuk sistemlerine ait sonuçlara bakıldığında Sosyalist ve Fransız hukuk sistemlerinin İngiliz hukuk sistemine göre barındıkları hukuki katılıktan dolayı finansal gelişmişlik üzerinde daha az etkin rol oynadığı görülmektedir. Düşük gelirli ülkeler grubunda, İskandinav ve Alman hukuk sistemini benimseyen ülkeler olmadığı için bu değişkenlere ait katsayılar hesaplanamamış bu sebeple tabloya dahil edilmemiştir.

**Tablo 6: Havuzlanmış Model Tahmin Sonuçları –Yüksek gelirli Ülkeler Grubu**

Bağımlı Değişken : Finansal Gelişmişlik (2004 – 2012)				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kray Std. Hata	t	P> t
SLR	0.0196 **	0.0087	2.23	0.029
CII	0.0202 ***	0.0024	8.14	0.000
INSQUA	0.2444 ***	0.0176	13.84	0.000
INF	-0.2728 **	0.1245	-2.19	0.032
GDP	0.0273 ***	0.0050	5.46	0.000
TRADE	0.0556 **	0.0243	2.28	0.026
SOCIALIST	-0.1489 ***	0.0073	-20.30	0.000
FRENCH	-0.0536 ***	0.0192	-2.79	0.007
SCANDIVAN	0.2508 ***	0.0334	7.50	0.000
GERMAN	0.1336 ***	0.0274	4.86	0.000
SABİT	0.2471 **	0.0925	2.67	0.010

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Tablo 6, yüksek gelirli ülkeler grubu için havuzlanmış regresyon sonuçlarını göstermektedir. Açıklayıcı değişkenler olan yasal haklar, kredi bilgisi, kurumların kalitesi, reel kişi başına düşen milli gelir ve dışa açıklık göstergelerinin finansal gelişmişlik seviyesini arttırdığı fakat enflasyon oranının finansal gelişmişlik düzeyini azalttığı görülmektedir. Yine hukuki sistemlerin etkileri incelendiğinde ise; Fransız ve Sosyalist hukuk sistemlerinin bu ülke grubunda, İngiliz hukuk sistemine göre barındırdığı hukuki katılıktan dolayı finansal gelişmişlik açısından daha az etkin olduğu gözlemlenmiştir. Öte yandan yüksek gelirli ülkeler grubunda, İskandinav ve Alman hukuk sistemleri yasal hakları güçlendirmekte ve İngiliz hukuk sistemine kıyasla daha etkin görülmektedir. Yüksek gelirli ülke grubuna ait bulgular beklendiği yöndedir.

**Tablo 7: Havuzlanmış Model Tahmin Sonuçları :Tüm Ülkeler Grubu**

Bağımlı Değişken : Finansal Gelişmişlik (2004 – 2012)				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll/Kray Std. Hata	t	P> t
SLR	0.0188 ***	0.0053	3.50	0.001
CII	0.0274 ***	0.0016	16.54	0.000
INSQUA	0.2220 ***	0.0116	19.08	0.000
INF	-0.2067 ***	0.0720	-2.87	0.005
GDP	0.0149 ***	0.0011	13.29	0.000
TRADE	0.0959 ***	0.0198	4.83	0.000
SOCIALIST	-0.0962 ***	0.0080	-11.96	0.000
FRENCH	-0.0238 **	0.0094	-2.53	0.013
SCANDIVAN	0.3324 ***	0.0330	10.07	0.000
GERMAN	0.1981 ***	0.0210	9.40	0.000
DG	-0.0733 ***	0.0164	-4.46	0.000
SABİT	0.2132 ***	0.0397	5.36	0.000

Not: \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Tablo 7, tüm ülkeler için havuzlanmış regresyon sonuçlarını göstermektedir. Açıklayıcı değişkenler olan yasal haklar, kredi bilgisi, kurumların kalitesi, reel kişi başına düşen milli gelir ve dışa açıklık, finansal gelişmişliği olumlu yönde etkilerken, fiyat istikrarının özel kesime verilen krediler üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Hukuki sistemlerin etkileri incelendiğinde ise; Fransız ve Sosyalist hukuk sistemlerinin bu ülke grubunda, İngiliz hukuk sistemine göre barındırdığı hukuki katılıktan dolayı finansal gelişmişliği daha az etkilediği görülmektedir. Öte yandan yüksek gelirli ülkeler grubunda, İskandinav ve Alman hukuk sistemleri yasal hakları güçlendirmekte ve finansal gelişmişlik düzeyi ile daha yakından ilişkili

olmaktadır. Bulunan sonuçlar beklenen doğrultudadır.

Tahmin sonuçlarına ilişkin bağımlı değişken olan finansal gelişmişliği açıklayan değişkenler ayrı olarak incelendiğinde, bu çalışmanın en önemli vurgu noktalarından olan yasal haklar endeksi, “SLR” sonuçları, düşük gelirli ve yüksek gelirli ülke gruplarında %5 düzeyinde, tüm ülke grubunda ise %1 düzeyinde anlamlıdır ve bütün gruplar için katsayı değerleri pozitiftir. Diğer tüm faktörler sabit tutulduğu varsayımı altında, yasal haklar endeksindeki bir birimlik artış, özel sektöre aktarılan kredinin Gayri safi yurt içindeki payını yaklaşık değerler olarak, düşük gelirli ülke grubu için 0.0098, yüksek gelirli ülke grubu için 0.019 ve tüm ülkeler grubu için 0.018 birim arttırmaktadır. Bu durum gösteriyor ki yasal haklar, düşük gelirli ülkelere nazaran yüksek gelirli ülke gruplarında, finansal gelişmişlik üzerinde daha etkin rol oynamaktadır. Farklı ülke gruplarından elde edilen bu sonuçlar finansal gelişmişliği açıklamada kullanılan yasal haklarla ilgili teoriyi destekler niteliktedir. Yasal haklarla ilgili teoriye göregelir seviyesi yüksek olan ülkeler daha fonksiyonel iflas sistemleri geliştirebilmekte ve böylelikle alacaklı haklarının ve korunma düzeyinin önemi artarak finansal piyasaların gelişimine daha fazla katkı sağlayabilmektedir.

Finansal gelişmişliği belirleyen faktörlerden biri olarak modele dahil edilen Kredi bilgisi endeksi “CII” tüm ülke grupları için %1 düzeyinde anlamlı ve katsayı değerleri pozitif bulunmuştur. Diğer kontrol değişkenler sabit tutulup Kredi bilgisi endeksi bir birim arttırıldığı takdirde bağımlı değişken olan finansal gelişmişliğin, düşük gelirli ülke grubunda yaklaşık olarak 0.033, yüksek gelirli ülke grubunda 0.020 ve tüm ülkeler grubunda ise 0.027 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Unutulmamalıdır ki bağımlı değişken finansal gelişmişlik bu çalışmada, özel sektöre bankalar tarafından sağlanan kredinin, GSYİH içindeki payı şeklinde gösterilmektedir. Sonuçlar gösteriyor ki; kredi bilgisi endeksi, düşük gelirli ülke grubunda, yüksek gelirli ülke grubuna nazaran daha etkin olmaktadır. Elde edilen bu sonuç da tıpkı yasal haklar gibi finansal gelişmişlik ve kredi bilgisi üzerine oluşturulan teoriyi destekler niteliktedir. Düşük gelirli ülkelerde haklar ve korunma düzeyi çok daha düşük seviyededir. Böyle bir ortamda finansal gelişmişliği arttıracak etkin bir borç verme kanalı bulunmamakta ve finansal piyasaların gelişimi için bilgi

paylaşımına daha çok ihtiyaç duyulmaktadır.

Ekonomik büyümenin göstergesi olarak reel kişi başına düşen milli gelirin “GDP” özel sektöre sağlanankrediler üzerindeki etkisine bakıldığında, literatürde genellikle pozitif bir ilişki bulunduğu halde düşük gelirli ülke grubu için negatif olarak bulunmuştur. Fakat katsayıya ilişkin olasılık değerimiz, bu ülke grubu için %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyleri için istatistiki olarak anlamsızdır. Diğer ülke gruplarında (yüksek gelirli ve tüm ülkeler) ise ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik arasında beklendiği yönde pozitif bir ilişki görülmektedir. Diğer ülke gruplarında (yüksek gelirli ve tüm ülkeler) ise ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik arasında beklendiği yönde pozitif bir ilişki görülmektedir. Diğer faktörler sabit tutulduğunda, ekonomik büyümede meydana gelecek %1’lik bir artış, yüksek gelirli ülkeler grubu için finansal gelişmişlik açısından yaklaşık olarak 0.020, tüm ülkeler grubu için ise 0.014 birimlik bir artışa sebep olacaktır.

Diğer bir güçlü açıklayıcı değişken olan kurumların kalitesi endeksi “INSQUA” finansal gelişmişlik düzeyini güçlü bir şekilde arttırmaktadır. Diğer faktörlerin sabit tutulduğu durumda, kurumların kalitesi endeksindeki bir birimlik artış, düşük gelirli ülke grubuna ilişkin finansal gelişmişliği 0.10, yüksek gelirli ülke grubuna ilişkin ise 0.24 birim arttırmaktadır. Tüm ülke gruplarının yer aldığı sonuçlara baktığımızda ise, bu gruba ilişkin finansal gelişmişliğin 0.22 birim arttığı görülmektedir. Bu değişkene ait sonuçlar da literatürün gösterdiği yönde ve pozitiftir.

Analizin önemli göstergelerinden ve yine finansal gelişmişliğin açıklanmasında kullanılan fiyat istikrarı göstergesi, INF, tüm gruplara ilişkin negatif yönlü olmaktadır. Beklendiği üzere enflasyon oranı arttıkça yasal hakların korunması azalmakta ve daha sık bir finansal sistem ağı ortaya çıkmaktadır. Birim olarak etkilere bakıldığında ise; diğer faktörler sabit tutulduğu zaman enflasyon oranının yüzde değişimde ortaya çıkan 1 birimlik artış, düşük gelirli ülke grubuna ilişkin finansal gelişmişliği 0.20 birim, yüksek gelirli ülkelerde ise 0.27 birim azaltmaktadır. Tüm ülkeler grubunda ise; enflasyon oranındaki yüzde değişimde ortaya çıkan 1 birimlik artış, finansal gelişmişlik açısından 0.20 birim gerilemeye sebep olmaktadır. Bu ve yasal haklara ilişkin bulgular bu çalışmanın önemli

bulgularındandır. Yine sonuçlar, literatür ile aynı yönde bulunmuştur. Enflasyon, düşük gelirli ülkelere nazaran yüksek gelirli ülkeler grubunda, finansal gelişmişliği daha fazla olumsuz yönde etkilemektedir.

İhracat ve ithalat toplamının GSYİH içindeki payı olarak tanımlanan dışa açıklık “TRADE” göstergesi, tüm gruplar için finansal gelişmişlik açısından pozitif yönde etki etmektedir. Literatüre göre, bir ülke ne kadar dışa açıksa o kadar çok finansal piyasaları geliştirmiştir söylenmektedir. Diğer kontrol değişkenler sabit tutulup Dışa açıklık oranına ait yüzde değişimde ortaya çıkan 1 birimlik artış; düşük gelirli ülke grubuna ait olan finansal gelişmişliği 0.22 birim, yüksek gelirli ülke grubuna ait ise 0.055 birim arttırmaktadır. Tüm ülkeleri barındıran grupta ise bu durum, finansal gelişmişliği 0.095 birim arttırmaktadır. Buradan hareketle; düşük gelirli ülkelerde meydana gelecek ihracat ve ithalattaki artışlar, finansal gelişmişliği daha fazla etkileyecektir.

Son olarak yasal geleneklerin finansal gelişmişlik üzerine etkilerine bakıldığında Fransız ve Sosyalist hukuk sistemlerinin finansal gelişmişlik üzerinde daha az etkili oldukları görülmektedir. İskandinav ve Alman hukuk sistemleri ise; İngiliz hukuk sistemine göre finansal gelişmişlik açısından, yüksek gelirli ülkeler grubu ve tüm ülkelerin olduğu grup için daha etkin olmaktadır. İngiliz hukuk sistemini karşılaştırmalı olarak Düşük gelirli ülkeler grubu açısından incelediğimizde, Sosyalist ve Fransız hukuk sistemlerinin finansal gelişmişlik üzerinde sırasıyla, 0.015 ve 0.035 birim daha az etkili olduğu görülmektedir. Aynı şekilde yüksek gelirli ülke grubu için karşılaştırıldığında Sosyalist hukuk sistemi 0.14 birim, Fransız hukuk sistemi ise 0.053 birim daha az etkili görünmektedir. Tüm ülkeler grubunda ise bu durum, sosyalist hukuk sistemi açısından 0.096 ve Fransız hukuk sistemi açısından 0.023 birim daha az şekilde İngiliz hukuk sistemine kıyasla finansal gelişmişlik üzerinde etkili olmaktadır. Yine İngiliz hukuk sistemiyle bu sefer Alman ve İskandinav hukuk sistemleri birim olarak incelediğinde; yüksek gelirli ülke grubu açısından finansal gelişmişlik üzerinde 0.25 ve 0.13 birim daha etkili olmaktadır. Tüm ülke grupları açısından ise Alman hukuk sistemi 0.198, İskandinav hukuk sistemi ise finansal gelişmişlik için 0.332 birim daha etkili olmaktadır. Son olarak tüm ülkeler grubumuz içerisinde değerlendirdiğimiz gelir

grubu farkını incelediğimizde, düşük gelirlil ülkeler grubunu temsilen olarak yerleştirilen “DG” değişkeninden hareketle, yüksek gelirlil ülkelere kıyasla finansal gelişmişlik açısından daha az etkin oldukları açıkça görünmektedir



## SONUÇ

Teorik ve ampirik yazında en çok tartışılan konulardan biri finansal gelişmişlik ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki olmuştur. Finansal sektördeki gelişmelerin ekonomik gelişme üzerindeki etkileri değişik şekillerde gündeme getirilmiştir. Schumpeter (1912), finansal kesimin iktisadi gelişmeyi arttıracak yenilikleri finanse ederek gelecek vaat eden yatırımları teşvik ettiğini savunmuştur. Literatürde bu sav (finansal sektörün ekonomik aktiviteyi canlandırması) arz yönlü yaklaşım olarak adlandırılmıştır. Arz yönlü iktisat yaklaşımının aksine, Robinson (1952) ekonomik aktivitelerin artmasının finansal gelişmişliği açıklamada önemli bir unsur olduğunu ifade etmiştir. Literatürde bu görüş ise talep yönlü yaklaşım olarak adlandırılmıştır. Finansal gelişmişlik ve ekonomik büyümeyi ampirik olarak inceleyen birçok çalışma aralarında pozitif bir korelasyon olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Finansal piyasalar ve kurumların, ekonomi üzerinde önemli bir rolü olduğu vurgusu sıkça yapılmaktadır. Buna rağmen, finansal gelişmişliğin belirleyici unsurları üzerine yapılan yoğun araştırmalar ancak son dönemlerde ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu bağlamda finansal gelişmişliğin belirleyicileri olarak; finansal liberalizasyon politikaları, devletin finansal piyasalardaki yeri ve önemi, dışa açıklık, sermayenin serbestleşmesi, ülkelerin başlangıç durumu, politikalar ve ekonomik kurumlar gibi birçok farklı faktöre odaklanılmıştır. Finansal piyasaların bünyesinde barındırdığı; i) riskten korunma ve çeşitlendirme, ii) ölçek ekonomileri aracılığıyla gerekli bilgilere daha az maliyet ile erişerek işlem maliyetlerini azaltma, iii) gelecek vaat eden yatırımları izleme ve finanse etme, iv) tasarrufları hareketlendirme ve verimli yatırımlara teşvik etme gibi fonksiyonlar, ekonomik büyümeye önemli ölçüde katkı sağlamaktadır. Ekonomik aktivitede bu denli önemli bir rol üstlenen finansal piyasaların ülkelerde neden farklı olduğu sorusuna La Porta vd. (1997,1998)'in *Hukuk ve Finans* (Law & Finance) ve *Dış Finansmanın Yasal Belirleyicileri* (Legal Determinants of External Finance) adlı çalışmalarıyla cevap aramış ve literatüre ilk hukuksal çerçeve kazandırılmıştır.

Hukuk ve finans literatürü ülkeler arasındaki finansal gelişmişlik farklılıklarını açıklamada yasal kurumların bilhassa özel mülkiyet haklarının koruması üzerine odaklanmıştır. Yatırımcıların, borç veren iktisadi birimlerin haklarının korunduğu

ülkelerde finansal aracilar, firmalari finanse etme noktasinda daha istekli olacak ve böylelikle finansal gelişmişliği daha fazla teşvik edeceklerdir. La Porta vd. (1998) ve Djankov vd. (2007) bu konu ile ilgili ülkeler arası farklı hukuk sistemlerini karşılaştırmışlardır. Bu bağlamda ortak hukuk sistemini benimseyen yasal sistemlerde iktisadi aktörlerin sözleşme özgürlüğü ve özel mülkiyetin korunması önem arz ederken; medeni hukuk sistemini benimseyen yasal sistemlerde özelden çok devletin korunması önem arz etmektedir. Yasal sistemlerin oynadığı farklı roller finansal piyasaların gelişmesinde de farklılık göstermektedir. Ortak hukuk sistemini benimseyen ülkelerin daha gelişmiş özel kredi sistemleri ve daha kapsamlı sermaye piyasalarına sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Yasal haklar, ülkede var olan riskli makroekonomik ortamda finansal piyasaların gelişimini etkilemektedir. Bilgi asimetrisinin var olduğu riskli ortamlarda, borç veren kurumların borçlunun varlık kalitesini daha az tahmin edebilir olması daha yoğun bir şekilde incelenmesini gerektirecek böylelikle izleme ve işlem maliyetleri artacaktır. Bunun yanı sıra geri ödemeye ilgili maliyetleride arttırarak temerrüt olasılığının yükselmesine yol açacaktır. Bu olumsuzluklar neticesinde finansal aracilar kredi tayinlamasına giderek finansal sistemin sığ kalmasına neden olabilecektir.

Hukuk ve finans literatüründe yasal köken, finansal sistemin gelişimini açıklamaya yardımcı olabileceğini göstermektedir. Bu çalışmada, yasal hakların ve fiyat istikrarının finansal piyasaların gelişimi üzerindeki etkileri incelenmiştir. 2004-2012 dönemini kapsayan ve 116 ülke için yapılmış olan havuzlanmış veri analizinin sonuçları, çalışmamıza ait ampirik bulgular literatür ile uyumludur. Yapılan analizin sonuçları, hem yasal hakların hem de bilgi paylaşımının kredi piyasaları için önemli bir koşul olduğunu doğrulamıştır. Gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkelere nazaran daha büyük hisse senedi piyasalarına, tahvil piyasalarına ve bankacılık sistemlerine sahiptir ve bu durum da yüksek gelirli ülkeler ile düşük gelirli ülkelerin arasındaki gelişmişlik farkını açıklayan unsurlardandır. Yasal kökenlerin, finansal gelişmişlik üzerinde etkili olduğu görünmektedir. Ancak, finansal gelişmişlik üzerinde önemli bir fark etkisi yoktur. Hukuksal çerçevenin yanı sıra, enflasyonun finansal gelişmişlik üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu açıkça görülmüştür.

Bu çalışma, La Porta vd.. (1998), yatırımcı koruması düşük ülkelerin gerçekten de önemli ölçüde daha küçük borç ve özsermaye piyasalarına sahip olduğunu ve bu nedenle zayıf bir yasal sistemin, finansal gelişmişlik ve dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu görüşünü desteklemektedir. Yine bu çalışma, Levine (1999) çalışmasının önemli bulguları olan, ulusal yasal ve düzenleyici koşulların finansal aracılık gelişimi için önemli bir değişken olacağını da desteklemektedir. Böylelikle, yasal ve düzenleyici değişiklikler, finansal aracılık gelişimini uyarma suretiyle uzun vadeli ekonomik büyümede hızlı bir ivmelenmeye neden olabilmektedir.

Alacaklı haklarına ilişkin sonuçlar daha çok yüksek gelirli ülkeler grubu tarafında hareket etmektedir. Bu ülkeler için hem yasaların uygulanması (kanun ve düzen) hem de alacaklı hakları, özel kredinin önemli belirleyicileri olmaya devam etmektedir. Daha düşük gelirli ülkeler grubu için bu durum farklıdır. Bu sonuç, uygulanan borç sözleşmelerine ilişkin yasal mekanizmanın, yüksek gelirli ülkelerde daha önemli olduğunu göstermektedir. Özel kredi ve alacaklı hakları, medeni hukuk altından bulunan Fransız ve sosyalist yasal kökenleri ile negatif ilişkilidir. Öte yandan yine medeni hukuk sistemi altında bulunan Alman hukuk sistemi, güçlü bir alacaklı hakkı ve kapsamlı bilgi paylaşımına sahip olduğu için göze çarpan bir istisna olma durumundadır. Bununla beraber, İskandinav hukuk sistemi, Alman hukuk sisteminin etkisine benzer özellikler göstermektedir.

Analizimiz sonucu elde ettiğimiz bulgular, Djankov vd. (2007) tarafından ortaya atılan bilgi paylaşımının, alacaklı haklarının korunmasında da yerini aldığı göstermektedir. Kredi bilgi paylaşımının finansal gelişmişlik üzerindeki etkisi, düşük gelirli ülkeler grubunda daha çok görülmektedir. Kredi bilgi paylaşımının krediye erişim ve maliyet üzerindeki etkisi, alacaklı haklarının zayıf olduğu ülkeler (bizim çalışmamızda düşük gelirli ülkeler grubu) için mevcuttur. Ancak bu durum, alacaklı haklarının zaten yasalarca iyi korunduğu yüksek gelirli ülkeler grubu için geçerli değildir. Bunun altında yatan nedenin, yüksek gelirli ülkelerin özel; düşük gelirli ülkelerin ise kamu kurumlarına daha fazla dayalı olduğu düşüncesidir. (Djankov vd., 2007).

Ülkeler, enflasyon üzerindeki kontrolünü koruyup, kurumsal kalite ile kanun ve yönetmeliklerin uygulanabilirliğini güçlendirip, iyi işleyen bir devlet tahvil piyasası

oluşturup finansal gelişmişliği sağlamaktadır. Bununla beraber, kurumsal yönetim ve alacaklı haklarının korunmasını güçlendirip, kurumsal yatırımcıların ortaya çıkışını teşvik ederek finansal gelişmişliği ilerletebilmektedir.

Fiyat istikrarı, özellikle daha yüksek gelirli ülkelerde, borç piyasaları üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu için finansal gelişmişliği negatif yönde etki etmektedir. Bu çalışmada fiyat istikrarına dair bulgularımız, Dehesa vd. (2007) 'nin çalışmasında olduğu gibidir. Alacaklı hakları korunmasındaki iyileşmeler, enflasyon oranı yükseldikçe azalmaktadır.

Daha iyi kurumlara sahip ülkelerin daha gelişmiş finansal piyasalara sahip olduğu ve bunun sonucunda, yüksek gelirli ülkeler grubundaki kurumların kalitesinin finansal gelişmişlik üzerindeki etkisinin, düşük gelirli ülkeler grubundakilere nazaran daha iyi olduğu bulunmuştur. Kurumların kalitesinin düşük olmasından dolayı medeni hukuk sistemini benimseyen ülkelerde, ortak hukuk (Anglo-Sakson sistemi) sistemini benimseyen ülkelere kıyasla daha az gelişmiş finansal piyasaların olduğu bulunmuştur. Kredi verme işlemlerinde kredi bilgisi vermenin yüksek (borç verenlerin bilgi paylaştığı) olduğu ülkelerde bankaların borç vermesi daha yüksek ve kredi riski daha düşüktür. Daha iyi kurumlara sahip ülkelerin daha gelişmiş piyasalara sahip olduğu tespit edilmiştir.

Ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişki, Yousif (2002), (Patrick,1966), Goldsmith (1966), Mckinnon (1973) ve Shaw (1973) 'ın bulduğu yönde pozitifdir. Ekonomik büyüme finansal gelişmişliği hızlandırmıştır (King ve Levine, 1993a).

Çalışmanın bir diğer sonucu, dış ticaretin, yüksek gelirli ülkeler grubuna kıyasla düşük gelirli ülkeler grubunda finansal gelişmişlik açısından daha çok önem arz ettiği olmuştur.

Bu çalışma, politika önerisi olarak, alacak haklarını koruyan ve destekleyen makroekonomik politikaların (fiyat istikrarı vb.), hukuksal çerçevenin ve kurumların kalitesinin, finans piyasalarının gelecekteki gelişiminde etkin role sahip olduğuna da dikkat çekmektedir.

## KAYNAKÇA

- Abdulummin, B., Etudaiye-Muhtar, O., Jimoh, A., & Sakariyahu, O. 2019. "An Investigation into the Level of Financial Inclusion in Sub-Saharan Africa." *Scientific Annals of Economics and Business* 66(1): 41–63. <https://doi.org/10.2478/saeb-2019-0004>.
- Abu-Bader, Suleiman, and Aamer Abu-Qarn. 2005. *Financial Development and Economic Growth: Time Series Evidence From Egypt*. <https://econpapers.repec.org/RePEc:bgu:wpaper:0514>.
- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James Robinson. 2001. *The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation*. <https://econpapers.repec.org/RePEc:nbr:nberwo:7771>.
- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, James Robinson, and Yunyong Thaicharoen. 2003. "Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth." *Journal of Monetary Economics*.
- Acemoglu, Daron, and Simon Johnson. 2005. "Unbundling Institutions." *Journal of Political Economy* 113(5): 949–95. <https://econpapers.repec.org/RePEc:ucp:jpolec:v:113:y:2005:i:5:p:949-995>.
- African Development Bank. 2010. *Financial Sector Integration in Three Regions of Africa: How Regional Financial Integration Can Support Growth, Development, and Poverty Reduction*. [https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Project-and-Operations/AfDB\\_Regional\\_Financial\\_Integration\\_REPORT\\_EN.pdf](https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Project-and-Operations/AfDB_Regional_Financial_Integration_REPORT_EN.pdf).
- Ağır, Hüseyin. 2010. *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*. Ankara: BDDK Aroks Doküman Merkez.
- Allison, Paul. 2009. "Fixed Effects Regression Models." <https://methods.sagepub.com/book/fixed-effects-regression-models>.

- Alpaslan, Akçoraoğlu. 2000. "Financial Sector and Economic Growth: An Exogeneity Analysis." *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi* 55(1).
- Aluko, Olufemi, and Ajayi Adebayo. 2017. "Determinants of Banking Sector Development: Evidence from Sub-Saharan African Countries." *Borsa Istanbul Review* 18.
- Andrianaivo, Mihasonirina, and Charles Amo Yartey. 2010. "Understanding the Growth of African Financial Markets."
- Ang, James. 2008. "A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth." *Journal of Economic Surveys* 22(3):536–76.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jecsur:v:22:y:2008:i:3:p:536-576>.
- Apergis, Nicholas, Ioannis Filippidis, and Claire Economidou. 2007. "Financial Deepening and Economic Growth Linkages: A Panel Data Analysis." *Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archiv* 143(1): 179–98. <http://www.jstor.org/stable/40441131>.
- Arcand, Jean Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2015. "Too Much Finance?" *Journal of Economic Growth* 20(2): 105–48.
- Arestis, Philip, Panicos O. Demetriades, and Kul B. Luintel. 2001. "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets." *Journal of Money, Credit and Banking* 33(1): 16.
- Armour, J, S Deakin, V Mollica, and Mathias Siems. 2010. *Law and Financial Development: What We Are Learning from Time-Series Evidence*.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:cbr:cbrwps:wp399>.
- Armour, John, Simon Deakin, Viviana Mollica, and Mathias Siems. 2010. "Law and Financial Development: What We Are Learning from Time-Series Evidence." *Brigham Young University Law Review* 2009(6): 1435–1500.  
<http://ezproxy.aut.ac.nz/login?url=http://search.proquest.com/docview/194367073?>

accountid=8440%5Cnhttp://yu7rz9hn8y.search.serialssolutions.com.ezproxy.aut.ac  
.nz/?ctx\_ver=Z39.88-2004&ctx\_enc=info:ofi/enc:UTF-  
8&rfr\_id=info:sid/ProQ:abiglobal&rft\_val\_fmt=in.

Asamoah, Senanu Y. 2003. "Essays on Institutional Development, Financial Development, and Economic Growth." State University of New York at Binghamton.

Asongu, Simplice A., and Jacinta C. Nwachukwu. 2017. "At What Levels of Financial Development Does Information Sharing Matter?" *Financial Innovation* 3(1): 0–30.

Asongua, Simplice A., John C. Anyanwub, and Vanessa S. Tchamyou. 2016. *Information Sharing and Conditional Financial Development in Africa*. Yaounde.

Asteriou, D., and S. G. Hall. 2007. *Applied Econometrics: A Modern Approach*. Revised. Hampshire, UK ve New York, USA: Palgrave Macmillan.

Atici, Cemal, and Bulent Guloglu. 2006. "Gravity Model of Turkey's Fresh and Processed Fruit and Vegetable Export to the EU." *Journal of International Food & Agribusiness Marketing* 18(3–4): 7–21.

Ayadi, Rym, Marek Dabrowski, and Luc De Wulf. 2015. "Economic and Social Development of the Southern and Eastern Mediterranean Countries." *Economic and Social Development of the Southern and Eastern Mediterranean Countries*: 1–339.

Balestra, Pietro, and Marc Nerlove. 1966. "Pooling Cross Section and Time Series Data in the Estimation of a Dynamic Model: The Demand for Natural Gas." *Econometrica* 34(3): 585–612. <http://www.jstor.org/stable/1909771>.

Balestra, Pietro, and Marc Nerlove. 1966. "Pooling Cross-Section and Time-Series Data in the Estimation of a Dynamic Model: The Demand for Natural Gas,." *Econometrica* 34: 585–612.

- Baltagi, Badi H. 2014. *Econometric Analysis of Panel Data*. 5th ed.
- Baltagi, Badi, and Sophon Khanti-Akom. 1990. "On Efficient Estimation with Panel Data: An Empirical Comparison of Instrumental Variables Estimators." *Journal of Applied Econometrics* 5(4): 401–6.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:jae:japmet:v:5:y:1990:i:4:p:401-06>.
- Barnes, Michelle L. 2001. *Threshold Relationships Among Inflation, Financial Market Development and Growth*. <https://ssrn.com/abstract=842646>.
- Beck, Nathaniel, and Jonathan N Katz. 1995. "What to Do (and Not to Do) with Time-Series Cross-Section Data." *The American Political Science Review* 89(3): 634–47. <http://www.jstor.org/stable/2082979>.
- Beck, Thorsten, and Ross Levine. 2005. "Legal Institutions and Financial Development." In *Handbook of New Institutional Economics*, Springer, 251–78.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Vojislav Maksimovic. 2003 (a) . *Financial and Legal Institutions and Firm Size*. The World Bank.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Ross Levine. 2003 (b). "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?" *Journal of Comparative Economics* 31(4): 653–75. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jcecon:v:31:y:2003:i:4:p:653-675>.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine. 2003 (c). "Law, Endowments, and Finance." *Journal of Financial Economics* 70(2): 137–81. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X03001442>.
- Beck, Thorsten, ve Ross Levine. 2004. *Handbook of New Institutional Economics Legal Institutions and Financial Development*. Cambridge. <http://www.nber.org/papers/w10126>.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Vojislav Maksimovic. 2004. "Bank Competition and Access to Finance: International Evidence." *Journal of Money,*

*Credit and Banking* 36(3): 627–48.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:mcb:jmoncb:v:36:y:2004:i:3:p:627-48>.

Beck, Thorsten, ve Asli Demirguç-kunt. 2010. “Financial and Legal Constraints to Growth : Does Firm Size Matter ?” *Finance* 60(1): 137–77.

Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. 2000. “Finance and the Sources of Growth.” *Journal of Financial Economics* 58(1–2): 261–300. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:58:y:2000:i:1-2:p:261-300>.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine. 2007. “Finance, Inequality and the Poor.” *Journal of economic growth* 12(1): 27–49.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, ve Ross Levine. 2001. “Legal Theories of Financial Development.” *Oxford Review of Economic Policy* 17(4): 483–501.

Ben Naceur, S., & Ghazouani, S. 2005. “Does Inflation Impact on Financial Sector Performance in the MENA Region?” *Review of Middle East Economics and Finance* 3(3). <https://doi.org/10.2202/1475-3693.1044>.

Berthélemy, Jean-Claude, and Aristomene Varoudakis. 1995. “Thresholds in Financial Development and Economic Growth.” *The Manchester School of Economic & Social Studies* 63(0): 70–84. <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:manch2:v:63:y:1995:i:0:p:70-84>.

Berkowitz, Daniel, Katharina Pistor, and Jean-Francois Richard. 2003. “Economic Development, Legality, and the Transplant Effect.” *European economic review* 47(1): 165–95.

Bittencourt, M. 2011. “Inflation and Financial Development: Evidence from Brazil.” *Economic Modelling* 28. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2010.09.021>.

- Blackburn, Keith, and Victor T Y Hung. 1998. "A Theory of Growth, Financial Development and Trade." *Economica* 65(257): 107–24. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-0335.00116>.
- Boyd, J. H., Levine, R., & Smith, B. D. 2001. "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance." *Journal of Monetary Economics* 47.
- Boyd, J. H., Levine, R., & Smith, B. D. 1996. *Inflation and Financial Sector Performance*. <http://finance.yahoo.com/market-overview/>.
- Breusch, T. S. & Pagan A. R. 1980. "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Selection in Econometrics." *Review of Economics Studies* 47.
- Breusch, T.S. ve A.R. Pagan. 1980. "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics." *Review of Economic Studies* 47: 239–53.
- Burger, John D., Francis E. Warnock, and Veronica Cacadac Warnock. 2008. *Ingredients for a Well-Functioning Capital Market*. Korea's Economy Vol:24.
- Calderón, César, Alberto Chong, and Arturo Galindo. 2001. 4251 *Structure and Development of Financial Institutions and Links with Trust: Cross-Country Evidence*. Citeseer.
- Cameron, A. C., & Triverdi, P. k. 2005. *Microeconometrics Methods and Applications*. New York: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>.
- Carroll, R J, and D Ruppert. 1988. Transformation and Weighting in Regression *Transformation and Weighting in Regression*.
- Chen, Xiujian, Shu Lin, and W Robert Reed. 2010. "A Monte Carlo Evaluation of the Efficiency of the PCSE Estimator." *Applied Economics Letters* 17(1): 7–10. <https://doi.org/10.1080/13504850701719702>.

- Colombage, Sisira R N. 2009. "Financial Markets and Economic Performances: Empirical Evidence from Five Industrialized Economies." *Research in International Business and Finance* 23(3): 339–48.
- COMCEC Coordination Office. 2014. *Enhancing Financial Inclusion in the COMCEC Countries*. Ankara: COMCEC Coordination Office.
- Cornwell, Christopher, and Peter Rupert. 1988. "Efficient Estimation with Panel Data: An Empirical Comparison of Instrumental Variables Estimators." *Journal of Applied Econometrics* 3(2): 149–55. <https://econpapers.repec.org/RePEc:jae:japmet:v:3:y:1988:i:2:p:149-55>.
- Cottarelli, Carlo. 2003. "Dell" Ariccia, G., Vladkova-Hollar, I.(2005) Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans." *Journal of banking and finance* 29(1): 83–104.
- Court, Eduardo, Emre Ozsoz, and Erick W Rengifo. 2012. "The Impact of Deposit Dollarization on Financial Deepening." *Emerging Markets Finance and Trade* 48(6): 39–52.
- David, Antonio, Montfort Mlachila, and Ashwin Moheput. 2014. "Does Openness Matter for Financial Development in Africa?" *IMF Working Papers* 14(94): 1.
- De Gregorio, Jose, and Pablo Guidotti. 1995. "Financial Development and Economic Growth." *World Development* 23(3): 433–48. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:wdevel:v:23:y:1995:i:3:p:433-448>.
- De la Torre, Augusto, Erik Feyen, and Alain Ize. 2013. "Benchmarking LAC's Financial Development: The Banking and Equity Gaps." In , 129–73.
- Dehesa, Mario, Pablo Druck, and Alexander Plekhanov. 2007. "Relative Price Stability, Creditor Rights, and Financial Deepening." *IMF Working Papers*: 1–21.

- Deidda, Luca, and Bassam Fattouh. 2002. "Non-Linearity between Finance and Growth." *Economics Letters* 74(3): 339–45. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:ecolet:v:74:y:2002:i:3:p:339-345>.
- Demetriades, Panicos O. 2008. *New Perspectives on Finance and Growth*. Department of Economics, University of Leicester, Discussion Papers in Economics
- Demetriades, Panicos O, and Khaled A Hussein. 1996. "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries." *Journal of development Economics* 51(2): 387–411.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Vojislav Maksimovic. 1998. "Law, Finance, and Firm Growth." *The Journal of Finance* 53(6): 2107–37.
- Dornbusch, Rudiger. 1990. "Policies to Move from Stabilization to Growth." *CEPR Discussion Papers* 456.
- Dornbusch, Rudiger, and Alejandro Reynoso. 1989. "Financial Factors in Economic Development." *American Economic Review* 79.
- Driscoll, John, and Aart Kraay. 1998. "Consistent Covariance Matrix Estimation With Spatially Dependent Panel Data." *The Review of Economics and Statistics* 80(4): 549–60. <https://econpapers.repec.org/RePEc:tpr:restat:v:80:y:1998:i:4:p:549-560>.
- Druck, Pablo, Alexander Plekhanov, and Mario Dehesa. 2014. "Relative Price Stability, Creditor Rights, and Financial Deepening." *IMF Working Papers* 07(139): 1.
- Djankov, Simeon, Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 2005. *The Law and Economics of Self-Dealing*. <http://www.nber.org/papers/w11883>.
- Djankov, Simeon, Caralee McLiesh, and Andrei Shleifer. 2007. "Private Credit in 129 Countries." *Journal of Financial Economics* 84(2): 299–329.

- Eliasson, Ann-charlotte. 2002. "Research Notes in Economics & Statistics." : 1–13.
- English, William B. 1999. "Inflation and Financial Sector Size." *Journal of Monetary Economics* 44(3): 379–400.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:moneco:v:44:y:1999:i:3:p:379-400>.
- Ergungor, O Emre. 2004. "Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?" *Journal of Banking and Finance* 28(12): 2869–87.
- Fase, Martin M G, and R C N Abma. 2003. "Financial Environment and Economic Growth in Selected Asian Countries." *Journal of Asian Economics* 14(1): 11–21.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:asieco:v:14:y:2003:i:1:p:11-21>.
- Feng Lu, Susan, and Yang Yao. 2009. "The Effectiveness of Law, Financial Development, and Economic Growth in an Economy of Financial Repression: Evidence from China." *World Development* 37(4): 763–77.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.worlddev.2008.07.018>.
- Fowowe, Babajide. 2014. "Law and Finance Revisited: Evidence from African Countries." *South African Journal of Economics* 82(2): 193–208.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/saje.12020>.
- Fry, Maxwell J. 1995. "Financial Development in Asia: Some Analytical Issues." *Asian-Pacific Economic Literature* 9(1): 40–57.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-8411.1995.tb00103.x>.
- Fry, Maxwell J. 1979. "The Cost of Financial Repression in Turkey / Le Cout de la Repression Financiere en Turquie." *Savings and Development* 3(2): 127–35. <http://www.jstor.org/stable/25829696>.
- Fukuyama, Francis. 1995. *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*. Free press New York, NY.

- Fung, Michael K. 2009. "Financial Development and Economic Growth: Convergence or Divergence?" *Journal of International Money and Finance* 28(1): 56–67. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jimfin:v:28:y:2009:i:1:p:56-67>.
- Galindo, Arturo José, and Alejandro Micco. 2001. "Creditor Protection and Financial Cycles." *Ssrn* (April).
- Galindo, Arturo, Alejandro Micco, and others. 2004. "Creditor Protection and Financial Markets: Empirical Evidence and Implications for Latin America." *Economic Review (Federal Reserve Bank of Atlanta)* 89(2): 29–37.
- Galindo, Arturo José, and Alejandro Micco. 2005. "Creditor Protection and Credit Volatility." *Ssrn* (December).
- Galindo, Arturo, and Alejandro Micco. 2004. "Creditor Protection and Financial Markets: Empirical Evidence and Implications for Latin America." *Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta*: 29–37.
- Gemech, F; Struthers, John. 2003. "The McKinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on: A Review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory." In *Globalisation and Development*, Glasgow, 1–24.
- Glaeser, Edward L, and Andrei Shleifer. 2002. "Legal Origins." *Quarterly Journal of Economics* 117(4): 1193–1229.
- Goldsmith, Raymond William. 1966. 20 *The Financial Development of Mexico*. HM Stationery Office.
- Greene, William H. 2011. *William H. Greene-Econometric Analysis, 7th Edition-Prentice Hall*.
- Greenwood, Jeremy, and Bruce Smith. 1997. "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets." *Journal of Economic Dynamics and*

*Control* 21(1): 145–81.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:dyncon:v:21:y:1997:i:1:p:145-181>.

Grunfeld, Yehuda, and Z. Griliches. 1960. “Is Aggregation Necessarily Bad?” *ReStat* 42: 1–13.

Guiso, Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales. 2004. “The Role of Social Capital in Financial Development.” *American economic review* 94(3): 526–56.

Gujarati, Damodar. 2011. *Econometrics by Example*. PALGRAVE MACMILLAN.

H. Askari, Z. Iqbal, N. Krichne and A. Mirakhor. 2015. “Enhanced Access to Finance, Social Welfare, and Economic Development under a Risk-Sharing System.” In *Risk Sharing in Finance*, John Wiley & Sons, Ltd, 179–99.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/9781119199328.ch9>.

H. Askari, Z. Iqbal, N. Krichne and A. Mirakhor. 2015. “The Role of Institutions and Governance in Risk Sharing.” In *Risk Sharing in Finance*, John Wiley & Sons, Ltd, 201–24.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/9781119199328.ch10>.

Haluk, Erlat. 2015. *Panel Data : A Selective Survey*. Ankara.

Hamdi, Khalfaoui. 2015. “The Determinants of Financial Development: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries.” *Applied Economics and Finance* 2(4): 1–9.

Handa, Jagdish, and Shubha Rahman Khan. 2008. “Financial Development and Economic Growth: A Symbiotic Relationship.” *Applied Financial Economics* 18: 1033–49.

Haslag, Joseph H, Jahyeong Koo, and others. 1999. *Financial Repression, Financial Development and Economic Growth*.

- Hassan, M. Kabir and Yu, Jung-Suk. 2007. *Stock Exchange Alliances in Organization of Islamic Conferences (OIC) Countries*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3263922](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263922).
- Hassan, M Kabir, Benito Sanchez, and Jung-Suk Yu. 2011. "Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data." *The Quarterly Review of economics and finance* 51(1): 88–104.
- Hausman, J.A. 1978. "Specification Tests in Econometrics." *Econometrica* 46: 1251–71.
- Hausman, Jerry, and William Taylor. 1981. "Panel Data and Unobservable Individual Effects." *Journal of Econometrics* 16(1): 155. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:econom:v:16:y:1981:i:1:p:155-155>.
- Heitz, Amanda Rae. 2015. "*Essays in Corporate Finance and Banking*." A Dissertation Submitted to the Faculty of University of Minnesota.
- Herwartz, Helmut, and Yabibal Walle. 2014. "Determinants of the Link between Financial and Economic Development: Evidence from a Functional Coefficient Model." *Economic Modelling* 37(C): 417–27. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:ecmode:v:37:y:2014:i:c:p:417-427>.
- Hildreth, C. 1950. *Combining Cross-Section Data and Time Series*.
- Honda, Y. 1985. "Testing the Error Components Model with Non-Normal Disturbances." *Review of Economic Studies* 52: 681–90.
- Hsueh, Shun-Jen, Yu-Hau Hu, and Chien-Heng Tu. 2013. *32 Economic Modelling Economic Growth and Financial Development in Asian Countries: A Bootstrap Panel Granger Causality Analysis*.

- Huang, Yongfu. 2005. "What Determines Financial Development? Bristol Economics Discussion Paper No. 05/580. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=925051> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.925051>
- Huybens, Elisabeth, and Bruce D Smith. 1998. "Financial Market Frictions, Monetary Policy, and Capital Accumulation in a Small Open Economy." *Journal of Economic Theory* 81(2): 353–400.
- Huybens, Elisabeth, and Bruce Smith. 1999. "Inflation, Financial Markets and Long-Run Real Activity." *Journal of Monetary Economics* 43(2): 283–315. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:moneco:v:43:y:1999:i:2:p:283-315>.
- J.m.wooldridge. 2012. 120–121 *Journal of contaminant hydrology Introductory Econometrics : A Modern Approach*. 5th ed. South - Western: South-Western Cengage Learning. <http://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/21708159>.
- Jappelli, Tullio, and Marco Pagano. 2002. "Information Sharing, Lending and Defaults:" *Cross-Country Evidence, Journal of Banking and Finance* 26(2002): 2017–45.
- Jappelli, Tullio, and Marco Pagano. 2005. *Econ. Consum. Credit Role and Effects of Credit Information Sharing*.
- Jung, Woo S. 1986. "Financial Development and Economic Growth: International Evidence." *Economic Development and cultural change* 34(2): 333–46.
- Kar, M. ve Tuncer, M. 1999. "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme." *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 17(3).
- Kar, Muhsin, and Hüseyin Ağır. 2005. "Finansal Derinleşme Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme." *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi* 42(496): 10–24.

- Kar, Muhsin, Nazlıoğlu, Şaban ve Ağır, Hüseyin. 2011. "Financial Development and Economic Growth Nexus in the MENA Countries: Bootstrap Panel Granger Causality Analysis." *Economic modelling* 28(1-2): 685-93.
- Kar, Muhsin, and Şerife Özşahin. 2016. "Role of Financial Development on Entrepreneurship in the Emerging Market Economies." *Eskisehir Osmangazi Üniversitesi IIBF Dergisi* 11: 131-52.
- Keho, Yaya. 2010. "Effect of Financial Development on Economic Growth: Does Inflation Matter? Time Series Evidence from the UEMOA Countries." *International Economic Journal* 24(3): 343-55.
- Khalifa Al-Yousif, Yousif. 2002. "Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries." *Review of Financial Economics* 11(2): 131-50.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:revfin:v:11:y:2002:i:2:p:131-150>.
- Khan, M. S., Senhadji, A. S., ve Smith, B. D. 2006. "Inflation and Financial Depth." *Macroeconomic Dynamics*. <https://doi.org/10.1017/S1365100506050152>.
- Khan, M. S., ve Senhadji, A. S. 2003. "Financial Development and Economic Growth : A Review and New Evidence." *Journal of African Economies*.
- Kim, Dong-Hyeon, Shu-Chin Licn, and Yu-Bo Suen. 2010. "Dynamic Effects of Trade Openness on Financial Development." *Economic Modelling* 27(1): 254-61.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:ecmode:v:27:y:2010:i:1:p:254-261>.
- King, R. G. ve R. Levine. 1993a. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right." *The Quarterly Journal of Economics* 108(3): 717-37. <https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.2307/2118406>.
- King Robert, ve Levine Ross. 1993b. "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence." *Journal of Monetary Economics* 32: 513-42.

- Kirkpatrick, Colin. 2000. "Financial Development, Economic Growth, and Poverty Reduction." *The Pakistan Development Review* 39: 363–88.
- Knack, Stephen, and Philip Keefer. 1997. "Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-Country Investigation." *The Quarterly journal of economics* 112(4): 1251–88.
- Kuh, E. "The Validity of Cross-Sectionally Estimated Behavior Equations in Time Series Applications." *Econometrica* 27(2).
- Kusi, Baah Aye, Elikplimi Komla Agbloyor, Kwadjo Ansah-Adu, and Agyapomaa Gyeke-Dako. 2017. "Bank Credit Risk and Credit Information Sharing in Africa: Does Credit Information Sharing Institutions and Context Matter?" *Research in International Business and Finance* 42: 1123–36. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.047>.
- La Porta, R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, and R Vishny. 1999a. "The Quality of Government." *The Journal of Law, Economics, and Organization* 15(1): 222–79. <https://doi.org/10.1093/jleo/15.1.222>.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer. 1999b. "Corporate Ownership Around the World." *The Journal of Finance* 54(2): 471–517. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/0022-1082.00115>.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 2000. "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics* 58(1–2): 3–27. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:58:y:2000:i:1-2:p:3-27>.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer. 2002. "Government Ownership of Banks." *The Journal of Finance* 57(1): 265–301. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1540-6261.00422>.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny. 1997. "Legal Determinants of External Finance." *The Journal of Finance* 52(3): 1131–50. <http://www.jstor.org/stable/2329518>.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 2008. "The Economic Consequences of Legal Origins." *Journal of Economic Literature* 46(2): 285–332. <http://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jel.46.2.285>.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and robert w. vishny. 1998. "Law and Finance." *Journal of Political Economy* 106(6): 1113–55. <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042>.
- Law, Siong Hook, and W.N.w Azman-Saini. 2008. *The Quality of Institutions and Financial Development*. <https://econpapers.repec.org/RePEc:pra:mprapa:12107>.
- Law, Siong Hook, and Nirvikar Singh. 2014. "Does Too Much Finance Harm Economic Growth?" *Journal of Banking & Finance* 41(C): 36–44. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jbfina:v:41:y:2014:i:c:p:36-44>.
- Law, S. H. & Azman-Saini, W. N. W. (2012). Institutional quality, governance, and financial development. *Economics of Governance*, 13(3), 217-236.
- Le, T. H., Kim, J., & Lee, M. (2016). Institutional quality, trade openness, and financial sector development in Asia: An empirical investigation. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(5), 1047-1059.
- Leahy, Michael et al. 2001. "Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries." OECD Economics Department Working Papers No. 280
- Lee, Chien-Chiang, and Swee Yoong Wong. 2005. "Inflationary Threshold Effects In The Relationship Between Financial Development And Economic Growth: Evidence From Taiwan And Japan." *Journal of Economic Development* 30: 49–69.

- Lele, Priya P, and Mathias Siems. 2007. *Shareholder Protection: A Leximetric Approach*. <https://econpapers.repec.org/RePEc:mmf:mmfc06:170>.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. 2000. "Financial Intermediation and Growth : Causality and Causes." *Journal of Monetary Economics*.
- Levine, R., ve Zervos, S. 1998. "Stock Markets , Banks , and Economic Growth." *The American Economic Review*.
- Levine, Ross. 1998. "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth." *Journal of Money, Credit and Banking* 30(3): 596–613. <https://econpapers.repec.org/RePEc:mcb:jmoncb:v:30:y:1998:i:3:p:596-613>.
- Levine, Ross. 2003. "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?" *Review* (Jul): 31–46. <https://econpapers.repec.org/RePEc:fip:fedlrv:y:2003:i:jul:p:31-46:n:v.85no.4>.
- Levine, Ross. 1997. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature* 35(2): 688–726. <https://econpapers.repec.org/RePEc:aea:jeclit:v:35:y:1997:i:2:p:688-726>.
- Levine, Ross. 1999. "Law, Finance, and Economic Growth." *Journal of Financial Intermediation* 8(1–2): 8–35. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinin:v:8:y:1999:i:1-2:p:8-35>.
- Lewis, W Arthur. 1954. "Economic Development with Unlimited Supplies of Labour." *The Manchester School* 22(2): 139–91. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-9957.1954.tb00021.x>.
- Loayza, Norman Klaus Schmidt-Hebbel and Luis Servén. 2000. "What Drives Private Saving Across the World." *The Review of Economics and Statistics* (2): 165–81.
- Lu, Susan Feng, and Yang Yao. 2009. "The Effectiveness of Law, Financial Development, and Economic Growth in an Economy of Financial Repression:

Evidence from China.” *World Development* 37(4): 763–77. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X08003434>.

Lynch, David. 1996. “Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia-Pacific Countries.” *The Developing Economies* 34(1): 1–27.

Maddala, G. S. 1993. Two volume *The Econometrics of Panel Data*. ed. G S Maddala. Edward Elgar Publishing. <https://econpapers.repec.org/RePEc:elg:eebook:600>.

Mahoney, Paul G. 2001. “The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right.” *The Journal of Legal Studies* 30(2): 503–25. <http://www.jstor.org/stable/10.1086/322053>.

Mátyás, László, and Patrick Sevestre. 2008. 46 *The Econometrics of Panel Data. Fundamental and Recent Developments in Theory and Practice. 3rd Ed.*

Mcdonald, Calvin, and Liliana Schumacher. 2007. 07 International Monetary Fund, IMF Working Papers *Financial Deepening in Sub-Saharan Africa: Empirical Evidence on the Role of Creditor Rights Protection and Information Sharing*.

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

Menyah, Kojo, Saban Nazlioglu, and Yemane Wolde-Rufael. 2014. “Financial Development, Trade Openness and Economic Growth in African Countries: New Insights from a Panel Causality Approach.” *Economic Modelling* 37: 386–94.

Merryman, J. H. 1985. “*The Civil Law Tradition : An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America*.” 6th ed. Standford, California: Stanford University Press.

Mihçı, Sevinç. 1999. “Finansal Gelişme Ve İktisadi Büyüme Endojen Büyüme Modelleri.” *İktisat İşletme ve Finans* 14(159): 63–78.

- Miletkov, Mihail, and M Babajide Wintoki. 2012. "Financial Development and the Evolution of Property Rights and Legal Institutions." *Emerging Markets Review* 13(4): 650–73.  
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014112000568>.
- Millo, Giovanni. 2017. "Robust Standard Error Estimators for Panel Models: A Unifying Approach." *Journal of Statistical Software* 82(3).
- Moore, B. J. 1986. "Inflation and Financial Deepening." *Journal of Development Economics*. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(89\)90021-7](https://doi.org/10.1016/0304-3878(89)90021-7).
- Murinde, Victor. 2012. "Financial Development and Economic Growth: Global and African Evidence." *Journal of African Economies* 21(suppl\_1): i10–56. <https://doi.org/10.1093/jae/ejr042>.
- Naceur, Sami Ben, Mondher Cherif, and Magda Kandil. 2014. "What Drives the Development of the MENA Financial Sector?" *Borsa Istanbul Review* 14(4): 212–23.
- Ndikumana, Leonce. 2000. "Financial Determinants of Domestic Investment in Sub-Saharan Africa: Evidence from Panel Data." *World development* 28(2): 381–400.
- Nurkse, Ragnar. 1953. *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*. Oxford University Press.
- Odedokun, Matthew O. 1996. "Alternative Econometric Approaches for Analysing the Role of the Financial Sector in Economic Growth: Time-Series Evidence from LDCs." *Journal of Development Economics* 50(1): 119–46.
- Öztürk, N., and K. Karagöz. 2012. "Relationship Between Inflation and Financial Development: Evidence from Turkey." *Journal of Alanya Faculty of Business* 4(2): 81–87.

- Pagano, M. 1993. "Financial Markets and Growth : An Overview." *European Economic Review* 37. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(93\)90051-B](https://doi.org/10.1016/0014-2921(93)90051-B).
- Pagano, Marco, and Tullio Jappelli. 1993. "Information Sharing in Credit Markets." *The Journal of Finance* 48(5): 1693–1718. <http://www.jstor.org/stable/2329064>.
- Patrick, Hugh T. 1966. "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries." *Economic Development and Cultural Change* 14.
- Pería, Martínez, and María Soledad. 2014. "Financial Inclusion in Latin America and the Caribbean." In *Emerging Issues in Financial Development: Lessons from Latin America*, The World Bank, 91–127. [https://doi.org/10.1596/978-0-8213-9828-9\\_ch2](https://doi.org/10.1596/978-0-8213-9828-9_ch2).
- Pesaran, M. 2015. *Time Series and Panel Data Econometrics*. Oxford University Press. <https://econpapers.repec.org/RePEc:oxp:obooks:9780198759980>.
- Pill, Huw, and Mahmood Pradhan. 1995. *Financial Indicators and Financial Change in Africa and Asia*. International Monetary Fund.
- Pistor, Katharina, Martin Raiser, and Stanislaw Gelfer. 2000. "Law and Finance in Transition Economies." *The Economics of Transition* 8(2): 325–68. <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:etrans:v:8:y:2000:i:2:p:325-368>.
- Pistor, Katharina. 2002. "The Demand for Constitutional Law." *Constitutional Political Economy* 13(1): 73–87.
- Pivovarsky, Alexander. 2001. "How Does Privatization Work? Ownership Concentration and Enterprise Performance in Ukraine." *IMF Working Papers* 01.
- Pradhan, Rudra P, Mak B Arvin, John H Hall, and Sahar Bahmani. 2014. "Causal Nexus between Economic Growth, Banking Sector Development, Stock Market Development, and Other Macroeconomic Variables: The Case of ASEAN

- Countries.” *Review of Financial Economics* 23(4): 155–73.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1016/j.rfe.2014.07.002>.
- Prebisch, R. 1950. “The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems.” *United Nations Department of Economic Affairs*: 50.  
<http://archivo.cepal.org/pdfs/cdPrebisch/002.pdf>.
- Puri, Poonam. 2010. “Legal Origins, Investor Protection, and Canada.” *SSRN Electronic Journal*.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 2003. “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century.” *Journal of Financial Economics* 69(1): 5–50.
- Robinson, Joan. 1952. *The Rate of Interest, and Other Essays*. London: Macmillan.
- Rousseau, Peter L, and Paul Wachtel. 2000. “Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980--1995.” *Journal of Banking & Finance* 24(12): 1933–57.
- Rousseau, Peter, and Paul Wachtel. 2002. “Inflation Thresholds and the Finance-Growth Nexus.” *Journal of International Money and Finance* 21(6): 777–93.  
<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jimfin:v:21:y:2002:i:6:p:777-793>.
- Royal Government of Cambodia. 2012. *Financial Sector Development Strategy 2011 - 2020*.
- Saci, Karima, and Ken Holden. 2008. “Evidence on Growth and Financial Development Using Principal Components.” *Applied Financial Economics* 18: 1549–60.
- Sakutukwa, T. 2008. “The Financial Sector Deepening, Sophistication and Growth Nexus.” University of Zimbabwe.

- Saraç, Mehmet. 2017. *Finans Teorisini Yeniden Düşünmek*. 1st ed. eds. Merve Akkuş Güvendi and Musahhih: Muhammed Aydın. İstanbul: İktisat Yayınları.
- Saviotti, Pier Paolo, and Muhammad Javaid. 2012. "Financial System and Technological Catching-up: An Empirical Analysis." *Journal of Evolutionary Economics* 22(4): 847–70. <https://econpapers.repec.org/RePEc:spr:joevec:v:22:y:2012:i:4:p:847-870>.
- Schumpeter, Joseph A. 1912. *The Theory of Economic Development : An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Harvard Economic Studies.
- Shan, Jordan Z, Alan G Morris, and Fiona Sun. 2001. "Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem?" *Review of international Economics* 9(3): 443–54.
- Shaw, Edward S. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. New York.
- Smith, Adam. 1776. *The Wealth of Nations*. New York : Modern Library, 2000. <https://search.library.wisc.edu/catalog/999905503902121>.
- Swamy, P A V B. 1970. "Efficient Inference in a Random Coefficient Regression Model." *Econometrica* 38(2): 311–23. <http://www.jstor.org/stable/1913012>.
- Tatoğlu, F. Y. 2016. *Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı*. 3rd ed. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- The World Bank. 2012. *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*. ed. Alain Ize. Washington, D.C.: The World Bank.
- Thornton, John. 1994. "Financial Deepening and Economic Growth: Evidence from Asian Economies." *Savings and Development* 18(1): 41–51. <http://www.jstor.org/stable/25830365>.

- Tressel, Thierry, Enrica Detragiache, and Poonam Gupta. 2005. "Finance in Lower Income Countries: An Empirical Exploration." *IMF Working Papers* 05.
- Tuncer, S. (1985). İslami Esaslara Göre Çalışan Faizsiz Bankacılık. İstanbul Sanayi Odası Dergisi Cilt.19 , Sayı.228 Sayfa.55 - 57 ss.
- Uddin, Gazi Salah, Muhammad Shahbaz, Mohamed Arouri, and Frédéric Teulon. 2014. "Financial Development and Poverty Reduction Nexus: A Cointegration and Causality Analysis in Bangladesh." *Economic Modelling* 36: 405–12. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0264999313004185>.
- Uslu, R. 2013. *An Analysis of China's Foreign Trade with Augmented Gravity Panel Data Model*. (Yüksek Lisans Tezi) Sosyal Politika Anabilim Dalı
- Xu, Zhenhui. 2000. "Financial Development, Investment, and Economic Growth." *Economic Inquiry* 38(2): 331–44. <https://econpapers.repec.org/RePEc:oup:ecinqu:v:38:y:2000:i:2:p:331-44>.
- Zellner, A. 1962. "An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regression and Tests for Aggregation Bias." *Journal of the American Statistical Association* 57: 348–68.
- Zheng, Ying. 2017. "Three Essays on Capital Structure and Product Market Interactions." Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements For the Degree of Doctor of Philosophy in Business Administration. University of South Carolina.
- Zoli, Edda. 2014. "Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda." *IMF Working Papers* 07(245): 1.

## EK

### Ek A: Ülkeler Listesi (Gelir seviyesine göre: Yüksek gelirli ve Düşük gelirli)

**Tablo 8: Ülkeler Listesi (Gelir seviyesine göre: Yüksek gelirli)**

<b>Yüksek gelirli Ülkeler Grubu</b>		
Arnavutluk	Cezayir	Arjantin
Avustralya	Azerbaycan	Belçika
Botsvana	Bosna-Hersek	Brezilya
Şili	Çin	Kolombiya
Çek Cumhuriyeti	Danimarka	Dominik Cumhuriyeti
Estonya	Finlandiya	Fransa
Yunanistan	Hong Kong Özel Yönetim Bölgesi	Macaristan
İrlanda	İtalya	İsrail
Japonya	Jamaika	Kazakistan
Kuveyt	Letonya	Lübnan
Makedonya	Meksika	Hollanda
Norveç	Umman	Panama
Peru	Polonya	Portekiz
Rusya	Suudi Arabistan	Slovenya
Singapur	Güney Afrika	İsveç
İsviçre	İngiltere	Tayland
Birleşik Arap Emirlikleri	Amerika Birleşik Devletleri	Uruguay
Avusturya	Beyaz Rusya	Bulgaristan
Hırvatistan	Ekvator	Almanya
İzlanda	İran İslam Cumhuriyeti	Kore Cumhuriyeti
Litvanya	Yeni Zelanda	Paraguay
Romanya	Slovakya	İspanya
Türkiye	Venezuela	

**Tablo 9 :Ülkeler Listesi (Gelir seviyesine göre: Düşük gelirli)**

<b>Düşük gelirli Ülkeler Grubu</b>		
Angola	Moldova	Honduras
Ermenistan	Moğolistan	Endonezya
Bangladeş	Ukrayna	Ürdün
Butan	Vietnam	Madagaskar
Gana	Benin	Mali
Hindistan	Bolivya	Fas
Kenya	Burkina Faso	Mozambik
Nepal	Burundi	Nikaragua
Nijerya	Kamerun	Nijer
Pakistan	Orta Afrika Cumhuriyeti	Filipinler
Papua Yeni Gine	Çad	Ruanda
Sri Lanka	Kongo Cumhuriyeti	Senegal
Tanzanya	Kosta Rika	Togo
Uganda	Mısır Arap Cumhuriyeti	Tunus
Kamboçya	Guatemala	Yemen
Gürcistan	Haiti	El Salvador

**EK B : Ülkeler Listesi (Tüm Ülkeler grubu)****Tablo 10: Ülkeler Listesi (Tüm Ülkeler grubu)**

No	Ülke İsmi	No	Ülke İsmi	No	Ülke İsmi
1	Arnavutluk	40	Cezayir	79	Arjantin
2	Avustralya	41	Azerbaycan	80	Belçika
3	Botsvana	42	Bosna-Hersek	81	Brezilya
4	Şili	43	Çin	82	Kolombiya
5	Çek Cumhuriyeti	44	Danimarka	83	Dominik Cumhuriyeti
6	Estonya	45	Finlandiya	84	Fransa
7	Yunanistan	46	Hong Kong Özel Yönetim Bölgesi	85	Macaristan
8	İrlanda	47	İtalya	86	İsrail
9	Japonya	48	Jamaika	87	Kazakistan
10	Kuveyt	49	Letonya	88	Lübnan
11	Makedonya	50	Meksika	89	Hollanda
12	Norveç	51	Umman	90	Panama
13	Peru	52	Polonya	91	Portekiz
14	Rusya	53	Suudi Arabistan	92	Slovenya
15	Singapur	54	Güney Afrika	93	İsveç
16	İsviçre	55	İngiltere	94	Tayland
17	Birleşik Arap Emirlikleri	56	Amerika Birleşik Devletleri	95	Uruguay
18	Avusturya	57	Beyaz Rusya	96	Bulgaristan
19	Hırvatistan	58	Ekvator	97	Almanya
20	İzlanda	59	İran İslam Cumhuriyeti	98	Kore Cumhuriyeti
21	Litvanya	60	Yeni Zelanda	99	Paraguay
22	Romanya	61	Slovakya	100	İspanya
23	Türkiye	62	Venezuela	101	Honduras
24	Angola	63	Moldova	102	Endonezya
25	Ermenistan	64	Moğolistan	103	Ürdün
26	Bangladeş	65	Ukrayna	104	Madagaskar
27	Butan	66	Vietnam	105	Mali
28	Gana	67	Benin	106	Fas
29	Hindistan	68	Bolivya	107	Mozambik
30	Kenya	69	Burkina Faso	108	Nikaragua
31	Nepal	70	Burundi	109	Nijer
32	Nijerya	71	Kamerun	110	Filipinler

**Tablo 11:Ülkeler Listesi (Tüm Ülkeler grubu) devamı**

No	Ülke İsmi	No	Ülke İsmi	No	Ülke İsmi
33	Pakistan	72	Orta Afrika Cumhuriyeti	111	Ruanda
34	Papua Yeni Gine	73	Çad	112	Senegal
35	Sri Lanka	74	Kongo Cumhuriyeti	113	Togo
36	Tanzanya	75	Kosta Rika	114	Tunus
37	Uganda	76	Mısır Arap Cumhuriyeti	115	Yemen
38	Kamboçya	77	Guatemala	116	El Salvador
39	Gürcistan	78	Haiti		



## TEŞEKKÜR

Çalışmanın her aőamasında bana destek olan, güvenen, bilgi ve deneyimleri ile yol gösteren ve bana güve danıőman hocam Sayın Doç. Dr. Mehmet GÜÇLÜ' ye, çalıőmalarım sırasında manevi desteğini her zaman hissettiğim değerli arkadaőım ve aynı zamanda meslektaőım olan Ayőenur ŐAHİNLER' e, öğrenim hayatım boyunca beni maddi ve manevi olarak destekleyen ve hep yanımda olan aileme yürekten teşekkür ederim.

Bünyamin ÖZKÜR

İzmir, 2019



## **ÖZGEÇMİŞ:**

Bünyamin ÖZKÜR

## **İLETİŞİM:**

e-posta: [bunyamin.ozkur@cbu.edu.tr](mailto:bunyamin.ozkur@cbu.edu.tr)

## **ÖĞRENİM DURUMU:**

Lisans: Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü

Yüksek Lisans: Ege Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Bölümü,

## **BİLDİĞİ DİLLER:**

İngilizce, Almanca

## **AKADEMİK İLGİ ALANLARI:**

- İktisat Politikası
- Kurumsal İktisat
- Finans Ekonomisi

## **PROFESYONEL İŞ DENEYİMLERİ:**

Celal Bayar Üniversitesi, İktisat Bölümü, Araştırma Görevlisi