

The Journal of Academic Social Science Studies



International Journal of Social Science
Volume 6 Issue 4, p. 125-142, April 2013

**HİSSE SENEDİ PİYASASININ GELİŞMESİNİN
MAKROEKONOMİK VE KURUMSAL BELİRLEYİCİLERİ
ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA: PANEL VERİ ANALİZİ**
*AN EXAMINATION ON MACROECONOMIC AND INSTITUTIONAL
DETERMINANTS OF STOCK MARKET DEVELOPMENT: PANEL DATA
ANALYSIS*

Yrd. Doç. Dr. Hasan AYAYDIN

Gümüşhane Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman ABD

Yrd. Doç. Dr. Pınar HAYALOĞLU

Gümüşhane Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat ABD

Yrd. Doç. Dr. Nuri BALTACI

Gümüşhane Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, İktisat Politikası ABD

Abstract

In recent years, studies relating to the imposition of the factors that determine financial development increased rapidly attract attention. However, the literature on the factors that determine the development of emerging economies stock market appears to be a small number of theoretical and empirical studies. From this point, in this study, macroeconomic and institutional factors that affect the development of the stock market is investigated in developing countries, the period of 2000-2011 using yearly panel data for 39 developing countries. In this study, three different models were used. The results of study achieved are supporting a relationship between the quality of governance in countries and the development of the stock market, indicate that there isn't a relationship between the level of political freedom and the development of the stock market. The findings obtained in terms of

macroeconomic variables in the model, all three findings overlap with each other. Findings of macroeconomic variables, shows that except the gross national savings other variables under consideration effect the development of the stock market. According to the results, there is a the same way relationship between stock market development and Gross Domestic Product, private sector loans, foreign direct investment banks. These factors will have a positive effect on increase in stock markets development. Finally, an inverse relationship between the stock markets development and inflation rate is examined. This finding shows that a rise in the inflation rate affects negatively stock market development.

Key Words: The stock market, institutional structure, governance index, panel data analysis

Jel codes: G10, G21, E44, C23

Öz

Son yıllarda finansal gelişmeyi belirleyen faktörlerin ortaya konmasına ilişkin çalışmaların hızla arttığı dikkati çekmektedir. Bununla birlikte, literatürde gelişmekte olan ekonomilerde hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen faktörler üzerine teorik ve ampirik çalışmaların az sayıda olduğu görülmektedir. Bu noktadan hareketle bu çalışmada, 2000-2011 dönemi için 39 gelişmekte olan ülkenin yıllık panel verisi kullanılarak, gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasası gelişmesine etki eden makroekonomik ve kurumsal faktörler araştırılmıştır. Çalışmada üç farklı model kullanılmıştır. Çalışmada ulaşılan sonuçlar; ülkelerdeki yönetişimin kalitesi ile hisse senedi piyasasının gelişmesi arasındaki bir ilişkiyi desteklerken, politik özgürlükler düzeyi ile hisse senedi piyasasının gelişmesi arasında bir ilişki olmadığını ortaya koymaktadır. Çalışmada ulaşılan bulgular makroekonomik değişkenler açısından değerlendirildiğinde her üç modeldeki bulguların birbiriyle örtüştüğü söylenebilir. Makroekonomik değişkenlere ait bulgular gayri safi yurt içi tasarruflar hariç ele alınan diğer değişkenlerin hisse senedi piyasası gelişimine etkide bulunduğu yönündedir. Araştırma sonuçlarına göre, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, bankaların özel sektör kredileri ve doğrudan yabancı yatırımlar ile hisse senedi piyasalarının gelişmesi arasında doğru yönlü bir ilişki vardır. Söz konusu faktörlerdeki bir artış hisse senedi piyasalarının gelişmesine olumlu etkide bulunacaktır. Son olarak enflasyon oranı ile hisse senedi piyasaları gelişimi arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Bu bulgu enflasyon oranındaki bir yükselişin hisse senedi piyasasının gelişmesini negatif yönde etkileyeceği anlamına gelmektedir.

Anahtar Kelimeler: Hisse senedi piyasası, kurumsal yapı, yönetim endeksi, panel veri analizi

Jel Kodları: G10, G21, E44, C23

I. Giriş

Finansal piyasalar, yeni teknolojilerin yayılması ve sermaye birikiminin gerçekleşebilmesi için fon tedarikinde bulunma fonksiyonu üstlenmelerinden dolayı, ekonomik büyüme sürecinde önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Gelişmiş finansal piyasalar, bireylerin ellerinde bulunan küçük değerli fonları toplayarak, büyük yatırımları finanse etmektedir. Ayrıca bu piyasalar yatırım çeşitlenmesini mümkün kılar, projeler hakkında bilgi toplama ve değerlendirme maliyetlerini uzmanlaşmış kurumlar vasıtasıyla azaltırlar. Bu sayede gelişmiş finansal piyasalar kaynakların yönetilmesini izleme gibi fonksiyonlar üstlenerek, verimliliği ve ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir (Aslan ve Küçükaksoy, 2006: 26). Böylece finansal piyasalar aracılığıyla kaynak dağılımı ve sermaye birikiminde etkinliğin sağlanması, teknolojik yenilik ve uzmanlaşmanın artırılmasıyla büyük ve uzun dönemli projelerin hayata geçirilmesi için uygun ortam oluşturularak ekonomik büyümeye katkı sağlanmaktadır (Altıntaş ve Ayriçay, 2010: 73). Özelde, hisse senedi piyasaları ise yatırımcılar arasında bilgi paylaşımını sağlayan, firma değerlendirme ve temel ekonomik değişkenleri öngören önemli bir gösterge niteliğindedir (Cherif ve Gazdar, 2010: 140). Hisse senedi piyasaları, bu işlevleri sayesinde ekonomik faaliyet ile finansman arasında bir köprü görevi görmektedirler. Bu nedenle hisse senedi piyasalarının gelişmesi küresel ekonomi ve finans için de geliştirici bir rol oynamaktadır (Karagöz ve Armutlu, 2007: 1).

Finansman ile ekonomi arasındaki bu bağ yapılan çalışmalarla ortaya konmaya çalışılmıştır. Yapılan çalışmalarda (King ve Levine, 1993; Arestis ve Demetriades, 1997; Thiel, 2001; Kar, 2001; Eschenbach, 2004; Lawrence, 2006; Shan ve Jianhong, 2006; Ang, 2007; Doğan, 2008; Öztürk, 2008) genel olarak iyi işleyen bir hisse senedi piyasası, finans sektörünün temel unsuru olarak görülmektedir ve iyi işleyen finansal kurumların ve hisse senedi piyasasının gelişmesinin sürdürülebilir ekonomik büyümeyi gerçekleştirmede kritik bir rol oynadığı savunulmaktadır.

Literatürde hisse senedi piyasasının gelişmesinin ekonomik büyümeyi artırıp arttırmadığı sorusu akademik ve politik tartışmalarda dikkate değer bir ilgi görmüş ve bu ilişkiyi inceleyen çok sayıda araştırma yapılmış olmasına rağmen, son yıllarda finansal gelişmeyi belirleyen faktörlerin ortaya konmasına ilişkin çalışmaların hızla arttığı görülmektedir. Ancak gelişmekte olan ekonomilerde hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen faktörler üzerine teorik ve ampirik çalışmaların az sayıda olduğu görülmektedir. Hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen makroekonomik değişkenler üzerine yapılan çalışmaların (Calderon ve Rossell, 1990, 1991; Demircuc-Kunt ve Levine, 1996; Haslag ve Koo, 1999; Garcia and Liu, 1999; Boyd vd., 2001; Cuadro vd., 2003; El-Wassal, 2005; Ben Naceur vd., 2007; Zoli, 2007; Yartey, 2005, 2007, 2010) daha yoğun olması, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen kurumsal değişkenlerin kullanıldığı

çalışmaların (Pagano, 1993; La Porta vd., 1997, 1998; Pistorvd., 2000; Beck vd., 2003; Djankov vd., 2007; Baltagi vd., 2007; Hodler, 2007; Girma ve Shortland, 2008; Demirguc-Kunt ve Maksimovic, 1998; Law ve Habibullah, 2009; Yartey, 2010; Cherif ve Gazadar, 2010) az olması, hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen kurumsal faktörlerin gelişmekte olan ekonomilerde incelenmesini önemli hale getirmektedir.

Kurumsal yapının bir unsuru olarak mülkiyet haklarının güçlendirilmesinin finansal piyasalara güveni artırdığı ve bu sayede hisse senedi yatırımlarının arttığı bilinmektedir. Bu yüzden kurumların gelişmesi hisse senedi yatırımlarının çekiciliğini ve hisse senedi piyasasının gelişmesini etkileyebilmektedir (Yartey, 2010: 1615). Bu noktadan hareketle bu çalışmanın amacı literatürdeki bu boşluğu doldurmaktır. Bu amaçla çalışmada 2000-2011 dönemi için 39 gelişmekte olan ülke ekonomisine ait yıllık veriler yardımı ve panel veri yöntemi kullanarak hisse senedi piyasasının gelişmesinin ekonomik ve kurumsal belirleyicileri analiz edilmektedir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen makroekonomik ve kurumsal faktörler üzerine yapılmış çalışmaların değerlendirildiği literatür ele alınmıştır. İkinci bölümde araştırma modeli, kullanılan değişkenler ve veri seti üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölüm verilerin analizi ve bulgulardan oluşmaktadır. Son bölümde ulaşılan sonuçlar değerlendirilmiştir.

II. Literatür

Hisse senedi piyasasının gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda araştırma yapılmış olmasına rağmen, gelişmekte olan ekonomilerde hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen faktörler üzerine teorik ve ampirik çalışmaların az sayıda olduğu görülmektedir.

Hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen ekonomik faktörler üzerine yapılan çalışmalarda enflasyon (Haslag ve Koo, 1999; Cuadro vd., 2003; Zoli, 2007; Boyd vd., 2001), hisse senedi piyasasının likiditesi (Calderon ve Rossell, 1990, 1991), ekonomik büyüme (Calderon ve Rossell, 1990, 1991; El-Wassal, 2005), milli gelir (Garcia ve Liu, 1999, Yartey, 2010) yerel yatırımlar (Garcia ve Liu, 1999, Yartey, 2010), finansal aracılık sektörünün gelişmesi (Garcia and Liu, 1999; Yartey, 2005, 2007, 2010; Demirguc-Kunt ve Levine, 1996), finansal liberalizasyon politikaları (El-Wassal, 2005), tasarruf oranı (Ben Naceur vd., 2007), özel sektöre verilen krediler (Ben Naceur vd., 2007), hisse senedi işlem hacmi (Ben Naceur vd., 2007) değişkenlerinin kullanıldığı görülmektedir.

Calderon ve Rossell (1990, 1991), 42 ülke üzerinde gerçekleştirdiği çalışmasında hisse senedi piyasasının likiditesi ve ekonomik büyümenin hisse senedi piyasasının gelişmesinin önemli belirleyicilerinden olduğunu ortaya koymuşlardır.

Demirguc-Kunt ve Levine (1996), gelişmekte olan ekonomilerde hisse senedi piyasasının gelişmesi ile finansal araçlar arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, hisse senedi piyasasının gelişmesinin finansal araçların gelişmesiyle

önemli derecede ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir. Garcia ve Liu (1999), 15 gelişmiş ve gelişmekte olan Latin Amerika ve Asya ülkeleri üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında GSYH, yerel yatırımlar ve finansal aracılık sektörünün gelişmesinin hisse senedi piyasasının gelişmesinde kilit role sahip olduğunu, ekonomik istikrarın ise önemli olmadığını tespit etmişlerdir.

Boyd vd. (2001), 65 ülke için gerçekleştirdikleri çalışmalarında, enflasyon ile hisse senedi piyasasının gelişmesi arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Enflasyonun finansal piyasalar üzerine etkilerini ampirik olarak inceleyen diğer çalışmalarda (Haslag ve Koo, 1999; Cuadro vd., 2003; Zoli, 2007), enflasyondaki artışın finansal gelişmeyi negatif etkilediği bulunmuştur.

El-Wassal (2005), 40 gelişmekte olan ülke ekonomisi için yapılan çalışmada ekonomik büyüme, finansal liberalizasyon politikaları ve yabancı portföy yatırımlarının gelişmekte olan hisse senedi piyasasının gelişmesini önemli ölçüde etkilediklerini bulmuştur. Yartey (2005, 2007) finansal aracılık sektörünün gelişmesinin hisse senedi piyasasının gelişmesinde etkili olduğunu ortaya koymuştur. Ben Naceur vd. (2007), 11 MENA bölgesi (Ortadoğu ve Kuzey Afrika) için hisse senedi piyasasının ekonomik belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmalarında, tasarruf oranı, özel sektöre verilen krediler, hisse senedi işlem hacmi ve enflasyon oranı değişkenlerinin hisse senedi piyasasının gelişmesinin belirleyici faktörleri olduğunu tespit etmişlerdir. Garcia ve Liu (1999)'nun çalışmasını destekler nitelikte finansal aracılık sektörünün gelişmesi ile hisse senedi piyasasının gelişmesinin büyüme sürecinde birbirlerini tamamladıklarını ortaya koymuşlardır.

Ayrıca literatürde ekonomik değişkenlerin yanında, kurumsal değişkenlerin hisse senedi piyasasının gelişmesindeki belirleyicilik rolünü inceleyen çalışmalar da mevcuttur (Pagano, 1993; La Porta vd., 1997, 1998; Pistor vd., 2000; Beck vd., 2003; Djankov vd., 2007; Baltagi vd., 2007; Hodler, 2007; Girma ve Shortland, 2008; Demircuc-Kunt ve Maksimovic, 1998; Law ve Habibullah, 2009; Yartey, 2010; Cherif ve Gazadar, 2010).

Pagano (1993), düzenleyici ve kurumsal faktörlerin hisse senedi piyasalarının gelişmesini ve etkinliğini etkileyebileceğini göstermiştir. Firma ile ilgili güvenilir bilginin açıklanmasının zorunlu hale getirilmesinin yatırımcıların hisse senetlerine olan ilgisinin artmasına neden olmuştur. Yatırımcıların finansal araçlara olan güvenini artıran düzenlemelerin yapılmasının hisse senedi piyasalarındaki işlem hacmini ve yatırımları artırarak hisse senedi piyasasının gelişmesinde önemli olduğunu tespit etmiştir. Ancak, kurumsal değişkenlerin hisse senedi piyasasının gelişmesine etkisi üzerine yapılan çalışmalar gelecekteki çalışmalara da temel oluşturan La Porta vd. (1997, 1998)'in çalışmalarına dayanmaktadır. Bu çalışmalar şirket hissedarlarının ve kreditorlerin korunmasını kapsayan hukuk kurallarının, bu kuralların kökeninin ve

uygulanma kalitesinin hisse senedi piyasasının gelişmesini nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Ayrıca La Porta vd. (1997), hukukun üstünlüğü, anti-yönetici hakları ve her hisse senedinin oy hakkının eşit olması gibi kurumsal değişkenlerin hisse senedi piyasasının gelişmesinde önemli role sahip olduğunu ifade etmektedirler.

Demirguc-Kunt ve Maksimovic (1998), hukuki sistemleri etkin olan ve kredi notları yüksek olan ülkelerdeki firmaların dış finansmana daha fazla yer vererek daha hızlı büyüyebildiklerini bulmuştur. Demirguc-Kunt ve Maksimovic (1998)'in çalışmasında politik risk ve kurumsal kalitenin hisse senedi piyasasının gelişmesinde etkili olduğu, dolayısıyla iyi işleyen kurumların gelişmesinin hisse senedi piyasasının gelişmesinde kritik role sahip olduğu tespit edilmiştir. La Porta vd. (1997, 1998)'in önermelerini geçiş ekonomilerine uygulayan Pistor vd. (2000) hukuk kurumlarının etkinliğinin hisse senedi ve kredi piyasalarının gelişmesinde güçlü bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Beck vd. (2003), 70 ülke üzerinde yaptıkları çalışmada hukuk sistemlerinin hisse senedi piyasasının gelişmesinde önemli olduğunu bulmuştur. Djankov vd. (2007) 129 ülke için gerçekleştirdikleri çalışmada, hukuk kuralları kanalıyla kreditorlerin korunmasının ve bilgiyi paylaşan kurumların varlığının özel sektöre verilen krediler ile pozitif yönlü ilişkili olduğunu bulmuşlardır.

Baltagi vd. (2007), kurumların hisse senedi piyasasının gelişmesini büyük oranda açıklayabildiğini bulmuşlardır. Hodler (2007) tarafından geliştirilen teorik modelin tahminleri önceki ampirik çalışmalar ile uyumludur. Bu çalışmanın bulguları mülkiyet haklarının gelişmesinin hisse senedi piyasasının gelişmesini artırdığını göstermektedir. Girma ve Shortland (2008)'in literatüre katkısı politik sistemin ve hukuki kökenin hisse senedi piyasasının gelişmesine etkisi üzerindedir. Girma ve Shortland (2008)'in çalışmasında demokratikleşme derecesinin ve politik istikrarın hisse senedi piyasasının gelişme hızını etkileyen önemli faktörler olduğu bulunmuştur. Law ve Habibullah (2009), 27 ülke üzerinde kurumsal kalitenin bankacılık sektörü gelişmesinin ve hisse senedi piyasasının gelişmesinin önemli belirleyici faktörleri olduğu tespit etmişlerdir.

Yartey (2010), 42 gelişmekte olan ülke üzerinde hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen ekonomik ve kurumsal değişkenleri incelediği çalışmasında, gelir seviyesi, yatırımlar, bankacılık sektörünün gelişmesi, özel sermaye hareketleri ve hisse senedi piyasasının likiditesi değişkenlerinin hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen değişkenler olduğu ortaya konmuştur. Çalışmada ayrıca kamu düzeni (law and order), politik risk ve bürokrasinin kalitesi gibi kurumsal değişkenlerin hisse senedi piyasasının gelişmesinde önemli değişkenler olduğu bulunmuştur.

Cherif ve Gazadar (2010), 14 MENA ülkesinde hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen ekonomik ve kurumsal değişkenleri incelediği çalışmasında, gelir seviyesi, tasarruf oranı, reel faiz oranı, bankacılık sektörünün gelişmesi değişkenlerinin hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen değişkenler olduğu ortaya konmuştur. Çalışmada ayrıca kurumsal değişkenlerin hisse senedi piyasalarının gelişmesinde etkili olmadığı tespit edilmiştir.

III. Metodoloji ve Veri

Model ve Veri Seti

Bu çalışmada hisse senedi piyasasının gelişmesinin makroekonomik ve kurumsal belirleyicileri, 39 gelişmekte olan ülke için 2000-2011 yılları arası dönemde yıllık veriler kullanılarak panel veri analiz yöntemi yardımıyla incelenmiştir¹.

Çalışmada Yartey (2010) ve Cherif ve Gazdar (2010)'ın çalışmalarında kullandıkları modeller temel alınarak oluşturulan modeller aşağıdaki gibidir:

Model 1:

$$MC_{it} = \alpha_t + \beta_1 GSYH_{it} + \beta_2 GDS_{it} + \beta_3 INF_{it} + \beta_4 DBC_{it} + \beta_5 DYY_{it} + \beta_6 WGL_{it} + u_{it} + \varepsilon_i \quad (1)$$

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

Model 2:

$$MC_{it} = \alpha_t + \beta_1 GSYH_{it} + \beta_2 GDS_{it} + \beta_3 INF_{it} + \beta_4 DBC_{it} + \beta_5 DYY_{it} + \beta_6 PF_{it} + u_{it} + \varepsilon_i \quad (2)$$

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

Model 3:

$$MC_{it} = \alpha_t + \beta_1 GSYH_{it} + \beta_2 GDS_{it} + \beta_3 INF_{it} + \beta_4 DBC_{it} + \beta_5 DYY_{it} + \beta_6 WGL_{it} + \beta_6 PF_{it} + u_{it} + \varepsilon_i \quad (3)$$

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

Modellerde, i ve t sırasıyla ülke ve zaman periyodunu ve ε_i hata terimini temsil etmektedir. Modellerde MC ile gösterilen sermaye piyasası kapitalizasyonu tüm modellerde bağımlı değişken olarak alınmıştır. Piyasa kapitalizasyonu hisse senedi piyasasında, hisse senetleri işlem gören firmaların çıkarılmış nominal sermayelerinin hisse senedi fiyatları bazında piyasa değerini belirtir. Bu çalışmada hisse senedi piyasasının gelişmesini piyasa kapitalizasyonu GSYH'ya oranını kullanarak ölçülmüştür. Bu ölçüm borsaya kayıtlı bütün firmaların değerinin GSYH'ya oranının toplamına eşittir. Literatürde hisse senedi piyasasının gelişmesini ölçen borsaya kayıtlı şirket sayısı, işlem hacmi ve devir oranı gibi diğer göstergeler de kullanılmaktadır. Demirguc, Kunt ve Levine (1996) bu farklı göstergeler arasında yüksek ilişki bulmuştur. Bu bulgu çalışmada kullanılacak hisse senedi piyasasının gelişmesini ölçen değişkenlerin birbirleri yerine kullanılabilirliğini göstermektedir.

Modellerde kullanılan bağımsız değişkenlerden; reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH), Gayri Safi Yurtiçi Tasarruflar (GSYT), enflasyon oranı (ENF), bankaların özel sektör kredileri (DBC) ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYY) modelin makroekonomik değişkenleridir. Reel GSYH, sabit fiyatlarla dolar bazında elde

¹ Analizde kullanılan ülkeler Ek 1'de sunulmuştur.

edilmiştir. GSYT, GSYH içindeki tasarrufların yıllar itibariyle yüzde olarak büyüme oranını ve ENF ise tüketici fiyatları cinsinden hesaplanan yıllık enflasyon oranını ifade etmektedir. DBC, bankaların özel sektöre vermiş olduğu kredilerin GSYH içindeki payını ifade etmekte olup bir ülkenin bankacılık sektörünün ya da finansal aracılığın gelişmesinin ölçüsü olarak modellere eklenmiştir. Özel sektöre sağlanan krediler; firmalara verilen krediler, mortgage kredileri, tüketici kredileri vb. kredileri ifade etmektedir. Bu değişken, bankacılık sektörü gelişmesinin hisse senedi piyasasının gelişmesindeki rolünü anlamak amacıyla modelde yer alması önemli görülmüştür. Bankacılık sektöründeki gelişmeyle birlikte yatırımların verimli alanlara kanalize edileceği düşüncesinden hareketle bu değişkenin katsayısının pozitif olması beklenmektedir. DYY ise GSYH içindeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yıllar itibariyle yüzde olarak payını yansıtmaktadır. İlgili değişkenler Dünya Bankası'nın World Development Indicators (WDI) veri tabanından elde edilmişlerdir.

Modellere kurumsal yapının ölçüsü olarak ilave edilen ve Dünya Bankası'ndan elde edilen Dünya Yönetişim Endeksi (WGI: Worldwide Governance Indicators), ülkelerin yönetim düzeylerini ölçen altı birleşik göstergeden oluşmaktadır¹. Söz konusu göstergeler; ifade özgürlüğü ve hesap verebilirlik, siyasi istikrar ve şiddetin olmaması, hükümetin etkinliği, düzenleyici kalite, hukukun üstünlüğü ve yolsuzluğun kontrolüdür (Kaufman vd., 2010: 2). Bu altı yönetim göstergesi iki farklı şekilde rapor edilmektedir. İlk gösterimde her bir gösterge -2.5 ile +2.5 arasında değişen puanlar almaktadır. İkinci bir yöntem ise her bir göstergenin 0 ile 100 arasında puanlanmasına dayanmaktadır. Her iki değerlendirmede yüksek değerler daha iyi yönetim sonuçlara karşılık gelmektedir (WGI, 2013). Bu çalışmada WGI bileşenlerinin 0 ile 100 arasındaki değerleri kullanılmış olup söz konusu altı bileşenin ortalaması alınarak tek bir endeks elde edilmiştir.

Kurumsal yapıyı temsil etmek üzere modellere ilave edilen bir diğer değişken politik özgürlükler (PF) endeksi; Freedom House'dan elde edilen politik hak ve sivil özgürlükler olmak üzere iki endeksin ortalaması alınarak oluşturulmuştur². Söz konusu endeks 1 ile 7 arasında değerler almaktadır. Endekste 1 en yüksek, 7 en düşük özgürlüğü temsil etmektedir. Politik haklar ve sivil özgürlüklere ilişkin birleşik ortalama değerlendirmeye göre; politik haklar ve sivil özgürlükler puanlarının yıllık ortalaması 1 ile 2.5 arasında olan ülkeler "özgür", 3 ile 5.5 arası ülkeler "kısmen özgür", 5.5 ile 7 arası olan ülkeler "özgür olmayan" ülkeler olarak değerlendirilmektedir (Puddington, 2011: 30).

Analizde kullanılan değişkenler, elde edildiği kaynaklar ve beklenen işaretleri Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: Modelde Kullanılan Değişkenler

Değişkenin Adı	Değişkenin Tanımlanması	Elde Edildiği kaynak	Beklenen İşaret
MC	Sermaye Piyasası Kapitalizasyonu (% GSYH)	Dünya Bankası	
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Sabit Fiyatlarla, Dolar bazında)	Dünya Bankası	+
GSYT	Gayri Safi Yurtiçi Tasarruflar (% GSYH)	Dünya Bankası	+
ENF	Enflasyon, Tüketici Fiyatları (Yıllık yüzde)	Dünya Bankası	+/-
DBC	Bankaların özel sektör kredileri (% GSYH)	Dünya Bankası	+
DYY	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (% GSYH)	Dünya Bankası	+
PF	Politik Özgürlükler	Freedom House	-
WGI	Dünya Yönetişim Endeksi	Dünya Bankası	+

Yöntem

Çalışmada hisse senedi piyasasının gelişmenin ekonomik ve kurumsal belirleyicileri tespit etmek üzere üç ayrı model oluşturulmuştur. Bu doğrultuda ilk modelde kurumsal yapı göstergesi olarak yönetim endeksi kullanırken ikinci modelde politik özgürlükler endeksi kullanılmıştır. Bunu yapmaktaki amaç değişkenlerin hisse senedi piyasası gelişmesi üzerindeki etkilerini ayrı ayrı ortaya koymaktır. Üçüncü modelde ise her iki kurumsal değişken modele ilave edilmiştir.

Panel veri analizinde kullanılan değişkenlere ait temel tanımlayıcı istatistikler Tablo 2’de sunulmuştur. Tablo 2 incelendiğinde, sermaye piyasası kapitilizasyonunun 0.050 ile 298.989 arasında değiştiği ve ortalama değerinin 48.432 olduğu görülmektedir. Bu durum ele alınan bazı ülkelerde sermaye piyasası kapitilizasyonun çok düşük olduğunu yani piyasaların gelişmediğini; diğer yandan bazı ülkelerin ise sermaye piyasasının oldukça gelişmiş olduğunu göstermektedir. Yönetişim endeksinin ele alınan dönemdeki ortalama değeri 49.267 olup en yüksek ve en düşük değerleri sırasıyla 88 ve 15’dir. Yönetişim endeksi, 0 ile 100 puan arasında değerler almakta olduğundan ve yüksek değerler daha iyi sonuçlara karşılık geldiğinden, ele alınan

ülkelerinin yönetim endeksi değerlerinin ortalama bir seviyede olduğunu söylemek mümkündür. Bir diğer kurumsal değişken politik özgürlük endeksinin ise 1 ile 7 arasında değerler aldığı ve ortalama değerinin 3.019 olduğu görülmektedir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Min	Max
MC	453	36.635	48.432	0.050	298.989
GSYH	467	1.422	3.900	7.133	3.555
GDS	457	21.716	8.788	-1.480	53.433
INF	455	7.307	8.005	-1.710	96.094
DBC	467	60.676	40.821	-67.499	195.334
DYY	450	4.466	3.870	-2.498	31.378
WGI	468	49.267	15.204	15	87
PF	468	3.019	1.504	1	7

Çalışmada kullanılan değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren korelasyon matrisi Tablo 3’de sunulmuştur. Tablo 3’den takip edileceği üzere gayri safi yurt içi hasıla ve gayri safi yatırımlar ile sermaye piyasası kapıtilizasyonunu arasında pozitif ve sırasıyla %19 ve 12’lik bir ilişki olduğu görülmektedir. Bir diğer makro değişken olan enflasyon oranı ve sermaye piyasası kapıtilizasyonunu arasında ise negatif ve %16 oranında bir ilişki gözlenmiştir. Çalışmanın finansal değişkenleri olan yurt içi banka kredileri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile sermaye piyasası kapıtilizasyonunu arasında pozitif ve sırasıyla %67 ve %0.3’lük bir ilişki mevcuttur. Diğer yandan kurumsal değişken olan WGI ve sermaye piyasası kapıtilizasyonunu arasında pozitif ve %29’luk bir ilişki mevcutken, bir diğer kurumsal değişken olan politik özgürlükler ile sermaye piyasası kapıtilizasyonunu arasında negatif ve %31 oranında bir ilişki gözlemlenmiştir.

Tablo 3: Korelasyon Matrisi

	MC	GDPC	GS	INF	DCBS	FDI	PRCL	WGI
MC	1.000							
GSYH	0.199	1.000						
GDS	0.127	0.412	1.000					
INF	-0.164	-0.089	-0.141	1.000				
DBC	0.675	0.319	0.125	-0.228	1.000			
DYY	0.003	-0.132	-0.088	0.001	-0.079	1.000		
WGI	0.290	0.157	0.217	-0.057	0.251	-0.077	1.000	
PF	-0.312	-0.155	-0.208	0.138	-0.255	0.003	-0.572	1.000

VI. ANALİZ VE BULGULAR

Tablo 4 hisse senedi piyasasının gelişmenin ekonomik ve kurumsal belirleyicilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modellere ait tahmin sonuçlarını göstermektedir. Hausman test istatistiği sonucu tüm modellerde rassal etkiler modeli (random effect model) tercih edilmiştir. Ayrıca tüm modellerde otokorelasyon sorunu ile karşılaşıldığından, AR(1) süreci işletilerek modeller otokorelasyondan arındırılmıştır. Analiz sonuçları her üç modelde de reel GSYH'nın sermaye piyasası kaptilizasyonunu pozitif ve %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı etkilediğini göstermektedir. Bu sonuçtan yola çıkarak GSYH'daki bir artışın hisse senedi piyasalarının gelişmesini olumlu yönde etkilediğini söylemek mümkündür. Bu bulgu; Calderon ve Rossell (1990, 1991), Garcia and Liu (1999) ve Yartey (2010)'in bulgularıyla örtüşmektedir.

Tablo 4: Model Sonuçları

MC	Model 1	Model 2	Model 3
GDP	1.610* (9.210)	1.677* (9.200)	1.600* (9.180)
GDS	0.034 (0.246)	0.034 (0.250)	0.011 (0.249)
INF	-0.254* (0.153)	-0.259* (0.154)	-0.251* (0.154)
DBC	0.508*** (0.073)	0.508*** (0.073)	0.507*** (0.073)
FDI	0.830** (0.366)	0.773** (0.368)	0.820** (0.367)
WGI	0.477** (0.230)		0.430* (0.242)
PF		-2.095 (1.652)	-1.088 (1.745)
Sabit	-23.157* (13.786)	6.906 (10.782)	-16.935 (17.212)
Gözlem Sayısı	419	419	419
R Kare	0.13	0.44	0.13
Ülke Sayısı	39	39	39
Hausman testi	8.16	10.31	8.14
Hausman olasılık	0.147	0.066	0.228
F testi	62.86	60.64	64.08
F test olasılık	0.000	0.000	0.000

*, **, *** sırasıyla %10, %5, %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir.

Diğer yandan gayri safi yurt içi tasarruflar ile sermaye piyasası kapitilizasyonu arasında pozitif fakat istatistiksel açıdan anlamsız bir ilişki mevcuttur. Bunun anlamı ele alınan ülkelerde tasarruflar ile sermaye piyasası gelişmesi arasında bir ilişki olmadığı yönündedir. Enflasyon oranı ile sermaye piyasası kapitilizasyonu arasında ise negatif ve istatistiksel açıdan %10 seviyesinde anlamlı bir ilişki vardır. Bu sonuç enflasyon oranındaki bir yükselişin hisse senedi piyasasının gelişmesini negatif yönde etkileyeceğini göstermektedir. Benzer bir bulgu; Boyd vd. (2001), Haslag ve Koo (1999), Cuadro vd. (2003) ve Zoli (2007)'nin çalışmalarında elde edilmiştir.

Bankaların özel sektör kredilerinin sermaye piyasası kapitilizasyonunu üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Bu bulgu bankaların verdikleri özel sektör kredilerindeki bir artış hisse senedi piyasalarının gelişmesine olumlu etkide bulunacağını göstermektedir. Çalışmanın bu bulgusu Garcia ve Liu (1999), Yartey (2005, 2007, 2010), Demirguc-Kunt ve Levine (1996), ve Ben Naceur vd. (2007)'nin bulgularıyla örtüşmektedir. Diğer yandan, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile sermaye piyasası kapitilizasyonu arasında pozitif ve istatistiksel açıdan %5 seviyesinde anlamlı bir ilişki vardır. Bu bulgu doğrudan yabancı yatırımlardaki artışın hisse senedi piyasası gelişmesini olumlu etkilediğini ortaya koymaktadır. Benzer bir bulgu El-Wassal (2005) ve Yartey (2010)'in çalışmalarında elde edilmiştir.

Kurumsal yapıyı temsil etmek üzere ilk modele dahil edilen yönetim endeksi sermaye piyasası kapitilizasyonunu pozitif ve istatistiksel açıdan %5 seviyesinde anlamlı etkilemektedir. Diğer yandan, kurumsal yapıyı temsil etmek üzere ikinci modele ilave edilen eden politik özgürlükler değişkeninin sermaye piyasası kapitilizasyonu üzerindeki etkisi ise negatif fakat istatistiksel açıdan anlamsız bulunmuştur. Her iki kurumsal değişkenin ilave edildiği üçüncü model sonuçlarına göre ise, yönetim endeksi pozitif ve %10 seviyesinde anlamlı bulunurken; politik özgürlükler değişkeni negatif fakat istatistiksel açıdan anlamsız bulunmuştur. Bu bulgu ele alınan ülkelerde, yönetimin kalitesi ile hisse senedi piyasasının gelişmesi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak bir diğer kurumsal değişken olan politik özgürlükler ile hisse senedi piyasasının gelişmesi arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

V. SONUÇ

Hisse senedi piyasasının gelişmesine etkileyen makroekonomik ve kurumsal faktörlerin incelendiği bu çalışmada, 39 gelişmekte olan ülkeye ait 2000-2011 dönemini kapsayan yıllık verilerden yararlanılarak panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada hisse senedi piyasasının gelişimini temsilen sermaye piyasası kapitilazyonu bağımlı değişken olarak ele alınırken; reel GSYH, tasarruflar, enflasyon oranı, bankaların vermiş olduğu özel sektör kredileri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları modele makroekonomik değişkenler olarak ilave edilmiştir. Kurumsal yapıyı temsil etmek üzere ise yönetim endeksi ve politik özgürlükler endeksi olmak üzere iki farklı değişken kullanılmıştır.

Çalışmada ulaşılan bulgular makroekonomik değişkenler açısından değerlendirildiğinde her üç modeldeki bulguların birbiriyle örtüştüğü söylenebilir. Buna göre; GSYH, bankaların özel sektör kredileri ve doğrudan yabancı yatırımlar ile hisse senedi piyasalarının gelişmesi arasında doğru yönlü bir ilişki vardır. Bir diğer anlatımla söz konusu faktörlerdeki bir artış hisse senedi piyasalarının gelişmesine olumlu etkide bulunacaktır. Diğer yandan tasarruflar ile sermaye piyasası gelişmesi arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Son olarak enflasyon oranı ile hisse senedi piyasaları gelişimi arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Bu bulgu enflasyon oranındaki bir yükselişin hisse senedi piyasasının gelişmesini negatif yönde etkileyeceği anlamına gelmektedir.

Kurumsal yapıyı temsilen yönetim endeksinin ilave edildiği birinci modele göre, yönetişimin kalitesi ile hisse senedi piyasalarının gelişmesi arasında doğru yönlü bir ilişki mevcuttur. Politik özgürlüklerin ilave edildiği ikinci model sonuçlarına göre ise, politik özgürlükler ile hisse senedi piyasalarının gelişmesi arasında bir ilişki olmadığını söylemek mümkündür. Diğer yandan her iki kurumsal değişkenin de ilave edildiği üçüncü model sonuçlarına göre; yönetim endeksi pozitif ve istatistiki açıdan anlamlı bulunurken, politik özgürlükler değişkeni anlamsız bulunmuştur.

Sonuç olarak gelişmekte olan ülkelerde yönetim endeksi kullanıldığı tüm modellerde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Bu bulgu, literatürde var olan ve özellikle gelişmiş ekonomiler için kurumsal yapı ile hisse senedi piyasası gelişmesi arasındaki ilişkiyi destekler nitelikteki bulgulara ulaşan çalışmalarla [La Porta vd. (1997), Demirguc-Kunt ve Maksimovic (1998), Djankov vd. (2007), Baltagi vd. (2007), Hodler (2007), Girma ve Shortland (2008)] örtüşmektedir. Bu doğrultuda ülkelerin yönetim kalitesinde yapılacak bir iyileştirmenin sermaye piyasaları gelişmesi üzerinde olumlu etkide bulunabilecektir. Buna göre; bireylerin ifade özgürlüğüne sahip olduğu, siyasi istikrarın ve hükümetin etkinliğinin sağlandığı, hukuk kurallarının hakim olduğu ve yolsuzluğun kontrol altına alındığı ülkelerde yönetim kalitesinin sağlanmasıyla birlikte finansal piyasalara duyulan güven artmaktadır. Artan bu güven, finansal aktörlerin hisse senedi piyasalarında yatırım yapmak konusunda teşvik edecek ve bu sayede hisse senedi piyasası gelişme gösterecektir.

Hisse senedi piyasalarının gelişmesi küresel ekonomi ve finans için de geliştirici bir rol oynamaktadır. İyi işleyen bir hisse senedi piyasası, finans sektörünün temel unsuru olarak görülmektedir ve iyi işleyen finansal kurumların ve hisse senedi piyasasının gelişmesinin sürdürülebilir ekonomik büyümeyi gerçekleştirmede kritik bir rol oynadığı savunulmaktadır. Bu noktadan hareketle, politika yapıcılara ifade özgürlüğünün genişletilmesi, siyasi istikrarın sağlanması, hukuk kurallarına bağlılığın artırılması ve yolsuzluğunun azaltılmasına dönük düzenlemeler yaparak kurumsal kalitenin artırılması önerilmektedir. Artan kurumsal kalite beraberinde hisse senedi piyasasının gelişmesini sağlamaktadır.

SONNOTLAR

¹ Siddiqui ve Ahmed (2013), Yapraklı (2008), Dıma ve diğerleri (2010) çalışmalarında WGI endeksini kullanmışlardır.

² Rodrik (2000), Leschke (2000), Tavares ve Wacziarg (2001), Dawson (2003), Ulubaşoğlu ve Doucouliagos (2004), Yay (2002), Beşkaya ve Manan (2009), Yıldırım (2010) çalışmalarında Freedom House'dan elde edilen politik özgürlükler endeksini kullanmışlardır. Politik hak ve sivil özgürlükler endekslerinin ortalaması alınarak elde edilen politik özgürlükler endeksi literatürde demokrasi endeksi olarak da kullanılmaktadır.

KAYNAKÇA

- ALTINTAŞ, H ve AYRIÇAY, Y. (2010), "Türkiye'de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987–2007", Anadolu üniversitesi sosyal bilimler dergisi, 10(2): 71–98.
- ANG, J. B. (2007), "Are Financial Sector Policies Effective in Deepening the Malaysian Financial System?", Monash University, Discussion Paper, 02/07. <http://www.buseco.monash.edu.au/eo/research/papers/2007/0207financeang.pdf> (Erişim: 04.02.2013).
- ARESTIS, P. ve DEMETRIADES, P.. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence", Economic Journal, 107(442): 783-799.
- ASLAN, Ö ve KÜÇÜKAKSOY, İ. (2006), "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 4, 12-28.
- BALTAGI, B. H., DEMETRIADES, P. ve LAW, S.H. (2007), "Financial Development, Openness and Institutions: Evidence From Panel Data", Center for Policy Research Working Papers No.7. http://www.worldeconomyandfinance.org/working_papers_publications/working_paper_PDFs/WEF0022.pdf (Erişim: 24.01.2013).
- BECK, T., DEMİRGUC-KUNT, A., ve LEVINE, R. (2003), "Law, Endowments, and Finance", Journal of Financial Economic, 70(2), 137-181.
- BEN NACEUR, S., GHAZOUANI, S., ve OMRANI, M. (2007), "The Determinants of Stock Market Development in the MENA Region", Managerial Finance, 33(7), 477-489.
- BEŞKAYA, Ahmet ve MANAN, Ömer (2009), "Ekonomik Özgürlükler ve Demokrasi ile Ekonomik Performans Arasındaki İlişkinin Zaman Serileri ile Analizi: Türkiye Örneği", Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 5(10), 47–76.

- BOYD, J.H., LEVINE, R., ve SMITH, B.D. (2001). "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance", *Journal of Monetary Economics*, 47(2), 221-248.
- CALDERON-ROSSELL, R. J. (1990), *The Structure and Evolution of World Stock Markets*, in *Pacific Basin Capital Markets, Research Proceeding of the First Annual Pacific Basin Finance Conference* (Eds) S. G. Rhee and P. C. Rosita, Taipei, China, 13–15 March 1989, North-Holland, Amsterdam.
- CALDERON-ROSSELL, R. J. (1991), *The Determinants Of Stock Market Growth*, in *Pacific Basin Capital Markets, Research Proceeding of the Second Annual Pacific Basin Finance Conference* (Eds) S. G. Rhee and P. C. Rosita, Vol. II, Bangkok, Thailand, 4–6 June, North-Holland, Amsterdam.
- CHERIF, M ve GAZDAR, K. (2010), "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region: New Results From A Panel Data Analysis", *International Journal of Banking and Finance*, 7(1), 138-159.
- CUADRO, L., GALLEGO, S. ve HERRERO, A. G. (2003), "Why Do Countries Develop More Financially than Others? The Role of the Central Bank and Banking Supervision", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=450400 (Erişim: 12.01.2013).
- DAWSON, John W. (2003), "Causality in the Freedom–Growth Relationship" *European Journal of Political Economy*, 19, 479–495.
- DEMİRĞUC-KUNT, A. ve LEVINE, R. (1996), "Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: an Overview", *The World Bank Economic Review*, 10, 223–39.
- DEMİRĞUC-KUNT, A. ve MAKSIMOVIC, V. (1998), "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance*, 53, 2107–37.
- DIMA, Bogdan ve diğerleri (2010), "New Empirical Evidences on the Linkages between Governance and Growth" http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1720702 (Erişim: 12.01.2013).
- DJANKOV, S., MCLIESH, C., ve SHLEIFER, A. (2007), "Private Credit in 129 Countries", *Journal of Financial Economics*, 84(2), 299-329.
- DOĞAN, H. (2008), "Türkiye’de Finans ve Reel Ekonomi ilişkisi: Schumpeter Haklı mıydı?" *İktisat İşletme ve Finans*, 23(272): 49-79.
- EL-WASSAL, A. K. (2005), "Understanding The Growth in Emerging Stock Markets", *Journal of Emerging Market Finance*, 4, 227–61.

- ESCHENBACH, F. (2004), "Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature" Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2004039/2. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=530123 (Erişim: 15.01.2013).
- Freedom House (2013), "Freedom in the World 2012", <http://www.freedomhouse.org/report/freedom-world/freedom-world-2013> (Erişim: 12.01.2013).
- GARCIA, F. V. ve LIU, L. (1999), "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development", *Journal of Applied Economics*, 2, 29-59.
- GIRMA, S. ve SHORTLAND, A. (2008), "The Political Economy of Financial Development", *Oxford Economic Papers*, 60(4), 567-596.
- HASLAG, J. H. ve KOO, J.. (1999), "Financial Repression, Financial Development and Economic Growth", Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No: 9902. <http://dallasfed.org/assets/documents/research/papers/1999/wp9902.pdf> (Erişim: 17.01.2013).
- HODLER, R. (2007), "Institutions, Trade and the Political Economy of Financial Development", NNCR Trade Regulation, Swiss National Centre of Competence in Research, Working paper No. 2007/27. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1092106 (Erişim: 17.01.2013).
- KAR, M. (2001), "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik ilişkisi: Türkiye Örneği" *Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi Dergisi*, 2(2): 150-169.
- KARAGÖZ, K ve ARMUTLU, R. (2007), "Hisse Senedi Piyasasının Gelişimi ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği", 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, 24-25 Mayıs 2007 – İnönü Üniversitesi, Malatya, s.1-7.
- KAUFMAN, Daniel vd. (2010), "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues", Policy Research Working Paper 5430, The World Bank Development Research Group Macroeconomics and Growth Team.
- KING, R. G. ve LEVINE, R. (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right" *Quarterly Journal of Economics*, 108(3):717-737.
- LA PORTA, R., LOPEZ de SILANES, F., SHEIFER, A., ve VISHNY, R.W. (1998), "Law and Finance" *Journal of Political Economy*, 106(6), 1131-1150.
- LA PORTA, R., LOPEZ de SILANES, F., SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. W. (1997), "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
- LAW, S.H. ve HABİBULLAH, M.S. (2009), "The Determinants of Financial Development: Institutions, Openness and Financial Liberalization", *South African Journal of Economics*, 77(1), 45-58.

- LAWRENCE, P. (2006), "Finance and Development: Why Should Causation Matter?", *Journal of International Development*, 18: 997-1016.
- LESCHKE, Martin (2000), "Constitutional Choice and Prosperity: A Factor Analysis", *Constitutional Political Economy*, 11, 265-279.
- ÖZTÜRK, İ. (2008), Financial Development and Economic Growth: Evidence from Turkey. *Applied Econometrics and International Development*, 8(1): 85-98
- PAGANO, M. (1993), "The Flootation of Companies on The Stock Market: A Coordination Failure", *European Economic Review*, 37, 1101-25.
- PISTOR , K., RAISER, M., ve STANISLAW, G. (2000), "Law and Finance in Transition Economies" *Economics of Transito*, 8 (2), 325-368.
- PUDDINGTON, Arch (2011), "Freedom in the World 2011: The Authoritarian Challenge to Democracy", Freedom House.
- RODRIK, Dani (2000), "Institutions for High Quality Growth: What They are and How to Acquire Them", National Bureau of Economic Research, Working Paper 7540.
- SHAN, J. ve JIANHONG, Q. (2006), "Does Financial Development 'lead' Economic Growth? The Case of China", *Annalys of Economics and Finance*, 1: 231-250.
- SIDDIQUI, Danish Ahmed ve AHMED, Qazi Masood (2013) "The Effect of Institutions on Economic Growth: A Global Analysis Based on GMM Dynamic Panel Estimation" *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 24, pp. 18-33
- TAVARES, J. ve R. WACZIARG (2001), "How Democracy Affects Growth", *European Economic Review*, 45, 1341-1378.
- THIEL, M. (2001), "Finance and Growth: A Review of Theory and the Available Evidence Directorate General for Economic And Financial Affairs", *Economic Paper* No. 158. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication884_en.pdf (Erişim: 29.01.2013).
- ULUBAŞOĞLU, Mehmet A. ve DOUCOULIAGOS, Chris (2004), "Institutions and Economic Growth: A Systems Approach", *Econometric Society 2004, Australasian Meetings Paper* No. 63.
- WGI, (2013), <http://info.worldbank.org/governance/wgi/resources.htm>
- World Bank, (2013), World Development Indicators, <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators> (Erişim: 10.01.2013)

- YAPRAKLI, Sevda (2008), “Kurumsal Yapının Ekonomik Büyümeye Etkisi: Üst Orta Gelir Düzeyindeki Ülkeler Üzerine Bir Uygulama”, Ege Akademik Bakış/Ege Academic Review, 8 (1), 301–317.
- YARTEY, C. A. (2005), “Stock Market Development, Corporate Finance and Economic Growth in Africa”, PhD thesis, Faculty of Economics, University of Cambridge, Cambridge, UK.
- YARTEY, C. A. (2007), Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in Africa, in Management and Economic Development in Sub-Saharan Africa: Theoretical And Applied Perspectives (Ed.) J. Okpara, Adonis and Abbey Publishers, London, pp. 166–88.
- YARTEY, C. A. (2010), “The Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies”, Applied Financial Economics, 20, 1615–1625.
- YAY, G. Gürkan (2002), “İktisadi Gelişme ve Demokrasi İlişkisi Üzerine Bir Sınama”, İktisat Fakültesi Mecmuası, 52(1), 27-54.
- YILDIRIM, Selim (2010), “Kurumların Dinamik Yapısının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisinin Analizi”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(3), 111-126.
- ZOLI, E.. (2007), “Financial Development in Emerging Europa: The Unfinished Agenda”, IMF Working Paper No 07245, Washington D.C., IMF. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07245.pdf> (Erişim: 17.01.2013).

Ek 1: Analizde Kullanılan Ülkeler

Arjantin, Bolivya, Botsvana, Brezilya, Bulgaristan, Çini, Ekvador, El Salvador, Ermenistan, Fas, Fiji, Filipinler, Gana, Georgia, Guyana, Güney Afrika, Kazakistan, Kolombiya, Kostarika, Letonya, Lituanya, Malezya, Meksika, Moğolistan, Moritus, Namibya, Panama, Paraguay, Romanya, Sri Lanka, Şili, Tayland, Tunus, Türkiye, Ukrayna, Uruguay, Ürdün, Vietnam, Zambiya.