



## **FİNANSAL DERİNLEŞME: TÜRKİYE’NİN FİNANSAL DERİNLİĞİ VE PANEL VERİ ANALİZİ\***

### **FINANCIAL DEEPENING: TURKEY'S FINANCIAL DEPTH AND PANEL DATA ANALYSIS\***

**Ebubekir MOLLA AHMETOĞLU\*\***

#### **Özet**

2007 yılında ABD finans sektöründe yaşanan kriz kısa süre içerisinde reel sektöre de yansiyarak küresel piyasalara hızla yayılmış ve bir likidite krizine dönüşmüştür. Krizden sonra, finansal derinleşmenin ekonomik performans üzerindeki rolünün değiştiğine dair farklı yaklaşımlar iktisat yazınına konu olmuştur. Finansal derinleşme teorisinin sınanması ekonometrik model oluşturularak, panel veri analizi yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Modelde, finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi Türkiye dâhil, gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan on dört ülkenin 1995-2012 dönemine ait yıllık verileri kullanılarak oluşturulmuştur. Genel olarak, tahmin sonucuna göre finansal sistemin derinleşmesi ve gelişmesiyle ekonomide yer alan tasarrufların yatırımlarla buluşması sonucu ekonomik büyümenin artacağı öngörüsü desteklenmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** *Finansal Derinleşme, Finansal Baskı, Finansal Liberalizasyon, Panel Veri*  
**Jel Sınıflaması:** *E40, E50, C23.*

#### **Abstract**

The crisis experienced by the US financial sector in 2007 by affecting in a short while the real sector spread like wildfire into the global markets and turned into a liquidity crisis. In the wake of the crisis, various approaches arguing that the role of financial deepening on economic performance changed have been cited in the papers on economics. Financial deepening theory shall be checked through and an econometric model shall be constituted for this by using the panel data analysis. Through the model, the impact of financial deepening on economic growth has been measured by the means of annual data covering the period 1995-2002 and fourteen countries in the category of developing countries including Turkey. According to the estimation, in a deepening and

\* Bu çalışma, 2016 yılında İstanbul Üniversitesi, İktisat Politikası Bilim Dalında “*Finansal Derinleşmenin Ekonomiye Etkileri: Türkiye’nin Finansal Derinliği ve Panel Veri Analizi*” başlıklı yüksek lisans tezinden üretilmiştir.

\*\* Araş. Gör., İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı, İstanbul, [ebubekirm@istanbul.edu.tr](mailto:ebubekirm@istanbul.edu.tr)



developing financial system, the savings are able to meet investments and thus the prediction of a boosted growth is sustained in general.

**Keywords:** *Financial Deepening, Fiscal Dominance, Financial Liberalization, Panel Data*

**Jel Classification:** *E40, E50, C23.*

---

## 1. GİRİŞ

Ekonomik sistemlerde reel kesimin fon hareketliliği finansal kesim aracılığıyla sağlanmaktadır. Fon arz eden birimler ve fon talep eden birimler arasında gerçekleşen bu hareketliliği finansal kesimin içinde yer alan araçlar, kurumlar ve hukuki-idari altyapı kolaylaştırmaktadır. Reel kesimden, finansal kesime aktarılan fonlar ne ölçüde finansal sistemden reel kesime istenen geri dönüş yapmakta ve fon talep edenlere ne ölçüde fayda sağlamaktadır? Bu ölçünün elde edilmesinde gerekli değişken ve göstergelere ait verilerin analizi; ekonomileri, doğru strateji ve yerinde politikalarla iyi işleyen ve sağlıklı bir finansal sisteme kavuşturacaktır. Ekonomi politikalarının temel amacı sosyal refahı maksimum düzeyde gerçekleştirmek ise finansal derinleşmenin doğru yönetilmesi ve değişkenlerine bağlı verilerin doğru analizi ile ekonomide var olan iki temel kesime (reel ve finansal) işlerlik ve etkinlik kazandırılması mümkün olacaktır. Finansal derinleşmenin yeterince gerçekleşmediği ekonomilerde, finansal kesimde yer alan fonların reel sektöre aktarımı zorlaşmakta, bu durum finansallaşmada etkin rol almaktadır. Reel kesim ve finansal kesim arasında yaşanan fon aktarma işlevinin ne ölçüde gerçekleştiği finansal derinleşmenin ne boyutta olduğuyla ilişkilidir. 2008 küresel finans krizinde finansal derinleşmenin etkinliğini yitirmesiyle yani aktarım mekanizmalarının etkin çalışmayarak sermayenin finansal kesimde hapsolmesi potansiyel üretim hacminde düşüşler yaşanmıştır. Teoriye göre gelişmekte olan ülkelerde finansal derinleşme yatırımları arttırarak ekonomik büyümeyi sağlamaktadır. Bu çalışmamızda gelişmekte olan ülkelere, finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin varlığı sınanacak, teoriye göre var olan finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki pozitif etkisi değişkenler yoluyla test edilecektir.

Finansal derinleşme süreci; finansal serbestleşme hareketlerinin başlangıcından itibaren ele alınmalıdır. Başarılı bir finansal serbestleşme süreci üç aşamadan oluşmaktadır; gerekli kurumsal alt yapı, finansal derinleşme ve finansal genişleme. Finansal liberalleşme sonucu, finansal hizmetlerin ve araçların artması, çeşitlenmesi, araçların daha fazla ve etkin kullanılır hale gelmesiyle finansal derinleşme gerçekleşmektedir. Bir süreç olarak, finansal

derinleşme; bir ekonomide; finansal baskılardan büyük ölçüde kurtulmuş, organize ve yabancı piyasalarla ilişkili finansal kurum ve kuruluşların ve beraberinde finansal araçların sayısının artması, artan finansal araç ve çeşitlerinin yaygın bir şekilde kullanılabilmesi ve kullanım kanallarının yaygınlaşmasıdır. Doğru ve kabul edilebilir finansal politikalar sonucunda fon kaynaklarının yaratılması ve yaratılan fon kaynaklarının reel kesime aktarımında finansal hizmetlerin işlevselliği ve finansal yeniliklerin uygulanması süreci olarak tanımlanabilir.

Finansal liberalizasyona zemin oluşturan finansal baskı teorisi savunucuları, faiz haddi üzerine eleştirilerde bulunmuştur. Sermaye hesabının serbestleşmesiyle birlikte faiz oranları ve kredi tahsisi piyasaya göre belirlenmektedir. Tasarruflar artırılarak etkin kaynak dağılımıyla yatırımlara dönüşmektedir. Bu yolla artan ekonomik büyümeyle beraber, ülkelerin dış kaynak bulmada yaşadığı sıkıntıların azalacağını iddia etmişlerdir. Liberalizasyon sonrası finansal piyasalardaki kurum ve kullanılan araçların sayısı artacak, tasarruflar harekete geçirilerek kaynak dağılımı etkinliği sağlanacak, finansal gelişmeyle beraber finansal derinleşme sağlanarak ekonomik büyüme gerçekleştirilecektir. (Shaw, 1973: 8)

Shaw'a göre; finansal liberalizasyon politikaları reel ekonomiyi dört farklı yönde etkilemektedir. İlk olarak, finansal piyasalar genişler, tasarruf hacmini artırır ve sermaye birikimi sürecini hızlandır. İkinci olarak, para ve sermaye piyasaları genişler, yatırım olanakları artırır ve finansal baskı politikalarının yarattığı istihdam sorunu çözülür. Üçüncü olarak, finansal serbestleşme politikaları ve ilişkili politikalar gelir dağılımını düzenler. Son olarak ta finansal derinleşmeyle beraber büyümenin sürdürülebilirliğine ve istihdama katkı sağlar. (Shaw, 1973: 10-11)

Finansal derinleşme ve dış mali kaynaklar arasındaki ilişkinin önemine oto-finansman yöntemiyle yaklaşan Shaw ve finansmanı sağlanan yatırımlarla faiz arasındaki ilişkiye yoğunlaşan McKinnon modellerinin temel ortak görüşleri 4 madde halinde toparlanabilmektedir (McKinnon, 1973: 71-77 ve Shaw, 1973:10-11):



➤ Tasarruf fonksiyonu, hem reel mevduat faiz oranı hem de reel çıktı oranı ile pozitif yönde ilişkilidir. Serbest bırakılan faiz oranları tasarruf oranlarını arttırır. Artan tasarruf oranları finansal derinleşmeyi gerçekleştirmektedir.

➤ Yatırım fonksiyonu, yatırımın reel kredi faiz oranı ile negatif, büyüme oranı ile pozitif yönde ilişkilidir. Ayrıca, finansal sistem sabit sermaye yatırımlarına aracılık etmektedir.

➤ Reel faiz oranını denge seviyesinin altında tutan idari sabit bir nominal faiz oranı mevcuttur.

➤ Kredi verilebilir fonların dağıtımında fiyat dışı etkinsizlik vardır.

➤ Finansal serbestleşme politikalarının düşük riskli ve yüksek kârlı projeleri finanse ederek, ortalama verimliliği artıracığını, ekonominin büyüme performansını yükselteceğini varsaymaktadır.

## **2. FİNANSAL DERİNLEŞME – GELİŞME VE FİNANSALLAŞMA**

Finansal derinleşmenin literatürde birçok farklı tanımı mevcuttur. Genel olarak; finansal derinleşme; (i) Sektörlerin ve iktisadi ajanların, uzun ve kısa vadede yatırım kararları ve tasarrufları için finansal piyasaları kullanabilmesi, (ii) Finansal aracılardan ve piyasaların bürokratik işlemlere maruz kalmadan yüksek hacimli sermaye birikimlerini harekete geçirebilmesi ve beraberinde yüksek devir hızına sahip olabilmesi, (iii) Finansal aracılardan risk paylaşımı amacıyla portföy oluşturabilmeleri için farklı finansal enstrüman listesine sahip olabilmesi olarak tanımlanmaktadır (IMF; 2011).

Finansallaşma ise finansal motiflerin, finansal piyasaların, finansal aktörlerin ve finansal kurumların, ulusal ve uluslararası ekonomilerde, ekonomi politikalarında ve ekonomik çıktıları üzerinde rollerinin ve etkilerinin giderek artması biçiminde tanımlanmaktadır. Buna göre; finansallaşma, ekonomilerde üç büyük farklılaşmaya sebep olur. (i) Finansal piyasaların faaliyetini ve (ii) yapısını değiştirir, (iii) finansal olmayan kurumların davranışlarını ve neticesinde ekonomi politikasını farklılaştırır (Palley; 2007). Dolayısıyla finansal derinleşmenin gerçekleşmediği ekonomilerde, finansal kesimde yer alan fonların reel sektöre aktarımı zorlaşmakta, bu durum finansallaşmada etkin rol almaktadır. Finansal gelişmeyi ise, finans kesiminin istikrarı koruyarak etkinliğinin artması, finansal

erişimin ve derinliğin artması ile hizmetlerin yayılarak finansal kurumların büyümesi olarak tanımlamak mümkündür. Dolayısıyla finansal gelişme; finansal derinleşme, finansal erişim, finansal istikrar ve finansal etkinliği kapsamaktadır.

Gelişmiş-gelişmekte olmak üzere bazı ülke gruplarında finansal derinlikler karşılaştırılmıştır. Finansal kurumlar derinliği karşılaştırması için; Özel Sektör Yurtiçi Kredi hacminin GSMH'ye oranı alınırken; finansal piyasalar için Borsa Kapitalizasyon Oranının GSMH içindeki payı değişkeni kullanılmıştır. Bu durumda, gelişmiş ülkelerde finansal derinleşme ortalaması her iki kategoride de dünya ortalamasının üstündedir. Orta-alt gelirli ülkeler ve orta-üst gelirli ülkelerin finansal derinleşme oranları birbirlerine ve dünya ortalamasına daha yakinken; yüksek gelirli ülkelerle arasındaki fark fazladır.

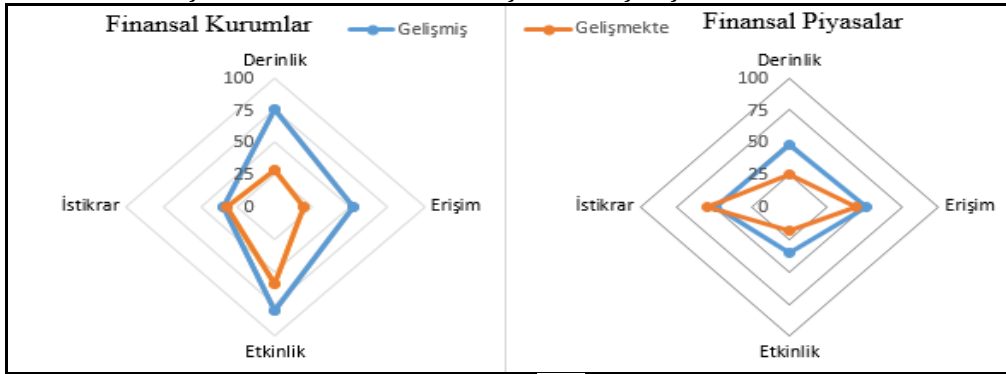
**TABLO 2.1. Dünya'da ve Ülke Gruplarında Finansal Derinlik Ortalamaları**

Finansal Derinlik	Finansal Kurumlar				Finansal Piyasalar				
	2008-2010	Ülke Sayısı	Ort.	Min.	Max.	Ülke Sayısı	Ort.	Min.	Max.
<b>Tüm Ülkeler</b>		173	56,3	3,2	361,7	103	71,2	48,6	74,7
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>		48	113,3	3,3	361,7	43	111,1	10,9	532,5
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>		128	34,5	3,2	112,0	60	42,5	0,4	245,6
<b>Yüksek Gelirli Ülkeler</b>		48	113,3	3,3	361,7	43	111,1	10,9	532,5
<b>Orta-Üst Gelirli Ülkeler</b>		49	48,6	8,0	112,0	33	51,9	0,4	245,6
<b>Orta-Alt Gelirli Ülkeler</b>		49	30,8	3,2	96,8	21	33,6	1,3	136,5
<b>Düşük Gelirli Ülkeler</b>		27	15,4	3,3	44,7	6	22,3	1,8	38,1

**KAYNAK:** Martin Cihak, Asli Demirgüç-Kunt, 2013, "Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010" National Bureau of Economic Research, No. 18946.

Şekilde 2.1'de, Tablo 2.1' de verilen finansal derinlik ortalamalarının gösterildiği ülkelerde finansal gelişmişlik ortalamaları verilmiştir. Buna göre; gelişmekte olan ülkelerde finansal derinlik, erişim ve etkinlik gelişmiş ülkelere nazaran daha gerilerde olmasına rağmen finansal istikrar ön plana çıkmaktadır. Finansal sistemin gelişmişliği ülkelerin gelişmişlik seviyesi ile paralellik göstermektedir. Gelir seviyesi yüksek olan ülkelerde, bankacılık sektörü, finansal araçlar, finansal kuruluşlar ve hisse senedi piyasaları daha hacimli, aktif ve etkin durumdadır. Kişi başına gelirin yüksek olduğu ülkelerde, sigortacılık sektörü, emeklilik ve yatırım fonları gibi banka dışı finansal aracılık alanları daha gelişmiştir. Banka ve sigorta şirketleri, emeklilik ve yatırım fonları gibi diğer finansal araçların finansal gelişmeye paralel olarak GSMH'dan aldıkları pay artmaktadır (Demirgüç ve Levine, 1999: 35-37).

**Şekil 2.1. Finansal Gelişme Karşılaştırmaları 2008-2010**



**KAYNAK:** Ratna Sahay, Martin Čihák, Papa N'Diaye vd., "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets", IMF Staff Discussion Notes, 2015.

## 2. 1. Kriz ve Finansal Derinleşme İlişkisi

Sermaye piyasalarında işlem maliyetlerinin yüksek olması ve asimetric bilginin varlığı nedeniyle gelişmiş ülkelerde de finansal kurumlar arasında bankaların finansal aracılık fonksiyonu daha fazla önem arz etmektedir. Çünkü, aktörler, ters seçim (*adverse selection*) ve ahlaki riziko (*moral hazard*) riskleri ile karşı karşıyadır (Gorton and Winton, 2002; 4-26).

Finansal derinleşmeyle; finansal piyasalar verimsizliği, kar marjlarının azalması, bankalarda yaşanan finansal kırılganlıklar ve çöküşler ekonomik performansı olumsuz etkilemektedir. Ayrıca; finansal derinleşmeyle beraber artan rekabet dolayısıyla alınan yüksek riskler finansal krizlere neden olabilmektedir. Faiz oranlarında artış firmaların nakit akımlarını azaltır. Bu durumda firmalar finansman için asimetric problemlerin yüksek olabileceği piyasalara yönelirler. Varlık fiyatlarında düşüşler ise firmaların değerini düşürür. Finansal varlıklar gelişmekte olan ülkelerde etkin olamadığından dolayı bu durum özellikle gelişmiş ülkelerde etkili olabilmektedir. Durgunluklarda ise yatırımcılar, proje getirileri konusunda belirsizlik içindedirler. Belirsizlik durumlarında kredi talep eden firmaların faaliyetlerini izleme konusunda tersine seçim ve ahlaki riskle karşı karşıyadırlar. Aynı şekilde artan rekabet; kar marjlarını azaltabilir ve bankaların finansal kırılganlığını arttırabilir. Çünkü; kar marjlarının düşmesi finansman sağlarken ters seçimi arttıracaktır. Alınan yüksek riskler dolayısıyla finansal krizlere kapı aralanmaktadır (Shah and Nousheen: 2014:115).

Gevşek düzenlemeler ve aşırı kredi hacmi büyümesi yeterince finansal derinliğe sahip olan ülkelerde bile krizlere zemin hazırlayabilir. Banka bilançolarının kötüleşmesi finansal krizlerin bir nedenidir. Derinleşmenin gerçekleşmesi ve bilançoların şoklara karşı yönetilme

kapasitesi arttıkça krizlerin daha düşük ve daha az maliyetli olması beklenir. Krizin var olduğunu sayarsak grafik 1'de finansal derinleşmenin ne en az ne de en fazla derinleşmede gerçekleştiğini görmekteyiz. Finansal krizlerin ve krizin maliyetinin yüksek olmasının derinleşmenin başlamasının erken dönemlerinde vuku bulduğu grafikte gösterilmiş ve derinleşmenin yüksek olduğu dönemde krizlerin maliyetinin düşerek gerçekleşme sıklığının azaldığı hipotezde gösterilmiştir. Laeven and Valencia, 2009 yılı sonu itibariyle 49 farklı krizin derinleşmeyle ilişkisini araştırmış ve 36'sının gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştiğini, 13'ünün gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştiğini bunların 30'unun bankacılık ve 21 tanesinin de para krizi olduğunu tanımlayarak bir endeks oluşturmuştur (IMF; 2011).

**Grafik 2.1. Risk ve Finansal Derinlik: Sadeleştirilmiş Şekli**



**Kaynak:** IMF, Financial Deepening and International Monetary Stability Report, 2011

Sonuç olarak; krizlerin gerçekleşme olasılığı finansal derinleşmenin artmasıyla azalmaktadır. Ancak son küresel krizden dolayı, olasılıkta bir miktar artış olmaktadır. Krizlerin oluşma ihtimali finansal derinleşme öncesinde yüksek orandayken, finansal derinleşmeyle birlikte azalmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde kriz ihtimalinin yüksek oranda olduğu gözlenmektedir ve tarihsel olarak bakıldığında oluşan krizlerin büyük çoğunluğunun (yüzde 83) gelişmekte olan ülkelerde yaşandığı gözlenmektedir. Finansal derinleşme ile kriz yaşanma ihtimalinin azaldığı durumlarda ise krizin maliyeti yüksek seviyelerde seyretmektedir (IMF; 2011).

Gelişmekte olan ülkelere finansal derinleşmenin birçok faydası olacağı açıktır. Finansal derinleşme, krizlerin maliyetinin ve oluş sıklığının azalması ile sermaye akımlarının volatilesiyle yakından ilişkilidir. Yani, riskler ve maliyetler finansal derinleşme sürecinde ortaya çıkabilir ancak düzenleyici ve denetleyici politikalara bu durumla başa çıkmak için ihtiyaç duyulmaktadır.

## **2.2. Türkiye Ekonomisi – Finansal Derinleşme**

Varlıkların nakit olarak talep edilmesine ve vadeli mevduat olarak tutularak finansal sisteme dâhil edilmediğini gösteren M1/GSMH oranının finansal derinleşme ve gelişme sürecinde azalması beklenmektedir. Türkiye'nin son 20 yılına bakıldığında, oranın 2005 yılına kadar düzeyini koruduğu ancak 2005 yılından sonra dalgalı bir şekilde ufak artışlar gösterdiği gözlenmiştir (Kar ve Ağır; 2005:57). Bankacılık sistemine dâhil olan bireylerin kullanım oranına ilişkin ölçümü gösteren M2/GSMH oranı aynı zamanda reel kesimde yaratılan özel tasarrufların finansal kesime ne kadar entegre olabildiği konusunda bilgi vermektedir. Çalışmalarda finansal derinlik ölçüsü olarak en çok kullanılan bu oranın artması durumunda bankacılık sistemi kullanımının artışı ve beraberinde özel tasarrufların da artmış olması beklenir. Oranın, 2000, 2003, 2007 ve 2011 yıllarında ki küçük azalışlarının dışında sürekli bir artış sergilediği gözlenmektedir. İncelenen son yirmi yılın ikinci periyodunda bu oranın artışı iki kat daha hızlıdır. Türkiye'nin finansal sistemini derinleşmesini değerlendirdiğimizde, sadece M2/GSMH oranını baz alırsak türk mali piyasalarının ilerleme kaydettiği açıktır. 2005 yılına kadar M2Y oranı; M2 oranına eklenen yurtiçi kaynaklı döviz tevdiatı hesabının eklenmesiyle hesaplanmıştır ve finansal derinleşme ölçütü olarak kullanılmaktadır. 2001 yılı ekonomik kriz yılında M2Y/GSMH oranı en yüksek değerine ulaşmıştır. Türkiye'nin M2/M2Y(döviz ikamesi süreci) oranı değerlendirildiğinde 1994 ve 2001 yılında yaşanan düşmeler Türk lirasından dövize kaçış olarak çalışmalarda yer almıştır (Yücel ve Kalyoncu, 2010:53-69). M2/M1 oranı bankacılık sistemine duyulan güvenin artması, vadeli mevduat hesaplarının vadesiz mevduat hesaplarına göre nispeten durumunu göstermekte yani ekonomideki parasallaşma hakkında bilgi vermektedir. Böylelikle, tasarruf edilen paranın nasıl değerlendirildiği yapısal olarak anlaşılacaktır. Gelişmiş finansal sistemlerde gelişmenin yapısal ölçütü olarak kullanılan oranın 4 ila 6 arasında olduğu gözlemlenmiştir. Türkiye'nin son yıllarında bu oran büyük ölçüde 4 ila 5 arasında dalgalı seyretmiştir. Ancak 2011 yılından itibaren bu oranın düştüğü gözlenmektedir. Bu



göstergedeki artış ya da azalışlar bir ekonominin finansal sisteminin derinleşme ve kalkınma seviyesi ile doğru orantılı olduğu kabul edilmektedir (Lynch, 1996).

Yurtiçi Kredi Hacminin gelire oranına bakıldığında yeniden yapılandırma sürecinin ve mali alt yapının güçlendirilmesi çalışmalarının etkisi dolayısıyla özellikle 2009-2010 yıllarından sonra artış eğiliminde olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum 2008 krizinden hızlı bir çıkış olarak genişletici para politikasını uygulanması neticesinde gerçekleşmiştir. Özel sektör kredilerinin yurt içi toplam kredi hacmine oranı incelendiğinde yıllar itibari ile az da olsa bir artış izlenmektedir. Bu durum, finansal gelişme ve derinleşmeyle birlikte özel sektörün dış finansman kaynaklarının iyileşmesi şeklinde yorumlanmaktadır. Orandaki istikrarı bozan durumlar 2001 krizi ve 2009 finansal kriz yıllarında gerçekleşmektedir. Ancak; oranda 2001 krizi hariç bir istikrarsızlık görülmemektedir. Bu durumun sebebi krizin olumsuz etkilerini azaltmak için özel tüketim vergilerinde yapılan indirimler, kamu harcamaları ve sosyal yardımların arttırılması gibi iç talebi canlandırıcı politikaların uygulanarak özel sektör krediler ve tüketici kredileri kalemine yönelik canlandırma çalışmalarıdır. Oran, 1990-2001 yılları arasında düşük seviyelerde kalmasına rağmen 2003 yılı sonrası hızlı ve istikrarlı bir artış yaşayarak %70 seviyelerine gelmiştir (Mendoza, 2008:2).

İşlem Hacmi / Toplam Piyasa Değeri oranı yani işlem görme oranı finansal piyasaların derinliğinin bir göstergesi ve piyasaların likiditesinin ölçüsüdür. Borsa İstanbul'da işlem görme oranı 1989 yılında 11,17; 1998 yılında 182,16 iken 2000 yılında en yüksek seviyesini yakalayarak yüzde 235,99 olmuş ve 2012 yılına gelindiğinde ise 110,42 olmuştur. 2000 yılından sonra işlem görme oranında yaşanan yavaşlama, 2008 yılından sonra yerini artışa bırakmıştır. 2000 yılındaki yükselişe sebep olarak enflasyonu düşürme programı neticesinde tasarrufların Borsa'ya yönelmişlerdir. BRICS ve MINT ülkeleri borsalarıyla mukayese edildiğinde, Borsa İstanbul, işlem görme oranı en yüksek borsalardan birisi olarak yıllar itibariyle ön plana çıkmakta ve likit bir borsa olduğu şeklinde yorumlanabilmektedir. Çin borsasında işlem görme oranı 2006 itibariyle yüksek seviyelerde seyretmekteyken; Rusya'da işlem görme oranı yüksek iniş-çıkışlı haliyle göz önündedir.

Borsa Kapitalizasyonu / GSMH oranı, ekonomilerin büyüklüklerinin değişik ve hacim olarak farklı olmasından dolayı borsaların kendi ekonomilerindeki gelişmişliğini göstermesi



bakımından karşılaştırma yapabilmek için iyi bir göstergedir. Gelişmiş finansal piyasalara sahip ekonomilerde bu oranın 1'in üzerinde olduğu gözlenmektedir. Ancak, Almanya ve Japonya bankacılık sisteminin ön plana çıkmasından dolayı bu oranın altındadır. BRICS ülkelerine bakıldığında ise Çin ve Rusya'nın bu oranı zaman zaman geçtiği ancak yeterince istikrar sağlayamadığı görülmektedir. Türkiye ise BRICS ülkeleriyle değerlendirdiğinde düşük bir orana sahip iken MINT ülkeleri arasında yüksek bir oranla yerini korumaktadır. Genel olarak gelişmekte olan ülkelerle kıyas edildiğinde yıllar itibariyle sıralamanın sonlarında bir konumda yer almaktadır (SPK, 2016 (Çevrimiçi)). Küresel piyasalarda 2007 yılına kadar artan bir eğilimde seyreden oran; 2008 küresel finans krizi sonrası keskin şekilde azalmış ve sonrasında geçen yıllara rağmen oranın düşük eğilimde kalmıştır. Bu durum krizin sermaye piyasaları üzerinde hasarını göstermektedir.

Türkiye'de son yirmi yılın yurtiçi tasarruf oranı, kamu ve özel tasarruf oranlarına bakıldığında, 2000'li yıllardan itibaren özel kesim tasarruf oranlarıyla birlikte yurtiçi tasarruf oranlarında keskin bir düşüş göze çarpmaktadır. Hane halklarının kullanabileceği mali araç sayısı sınırlı kalmaktadır. Özel tasarruftaki azalmayı kamu sektörü tasarruflarındaki artışın dahi karşılamadığı gözlenmektedir. Kamu ve özel tasarrufların toplamı olan yurtiçi tasarruflar 1998 yılından itibaren azalmaya başlamıştır. Tasarruf oranlarına baktığımızda Türkiye' yüksek büyüme oranlarına sahip ülkelerin tasarruf oranlarından oldukça geri olduğu gözlenmektedir (World Bank, 2013).

2003-2012 döneminde Türkiye'de finansal derinleşmenin yeterince gerçekleşmemiş olmasından dolayı mevduatlar düşük seviyede kalmıştır. Mevduatların yetersiz olmasından kaynaklı, finansal derinleşmenin söz konusu olmadığı yeterince derinleşmemiş finansal piyasalarda kredi genişlemesinde yurtdışı tasarruflar cari işlemler açığı sorunu olarak ortaya çıkmaktadır. Bir ülkenin cari açığının GSMH'ye oranının yüzde 5'ten daha büyük bir orana ulaşması ekonomi açısından değerlendirildiğinde bir risk olarak görülmektedir. Freund ve Warnock, cari açığın GSMH'nin %5'ine ulaşması durumunda, üç ya da dört yıllık bir süreçte, yavaş gelir büyümesi ve önemli bir reel döviz kuru aşınması sonucunun ortaya çıkacağını belirtmektedir. (Freund ve Warnock, 2005:1-39).

IMF verilerine göre; Türkiye 2011 yılında en fazla cari açık veren ülkeler arasında 64.1 Milyar dolarla dünyada sekizinci sırada yer almaktayken, yine dünya ülkeler sıralamasında Cari açığın gelire oranında yüzde 8 ile Yunanistan'dan sonra ikinci sırada yer almaktadır. 2005 yılından sonra 2009 küresel finans krizi yılı haricinde bu oran yüzde 5 ile yüzde 8 arasında değişmektedir. Bu oranlar bize Türkiye ekonomisinin cari açıktan dolayı kırılgan bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Türkiye'nin mali piyasaları son yıllarda büyüme göstermiştir ancak finansal sistem banka temelli bir sistemdir. Daha çok çeşitlendirilmiş, tasarrufları daha etkili ve düşük maliyetle harekete geçirebilecek bir finansal piyasanın oluşturulabilmesi tasarrufları arttırmada ve nihayetinde büyümede etkili olabilmektedir. Finansal sistemin derinleşmesi, Türkiye ekonomisinin temel sorunlarından biri olan düşük tasarruf oranlarının artışı ve beraberinde sermaye yetersizliği için de olumlu bir ortam sağlayabilecektir (Kalkınma Bakanlığı, 2014:32).

### 3. LİTERATÜR

**Patrick**, finansal derinleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik "*talebin takip ettiği*" ve "*arz öncüllük ettiği*" kavramlarını geliştirmiş aynı zamanda "*gelişme safhası hipotezi*"ni ortaya atmıştır. Arz öncüllü duruma göre finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru pozitif bir etki söz konusudur. Talebin takip ettiği durumda ise tam tersi durum söz konusudur. Ekonomik büyüme finansal gelişme üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Ancak gelişim safhası hipotezine göre finansal ve ekonomik gelişme gerçekleştikçe, finansal gelişmenin arz öncüllüğündeki baskısı azalmakta ve talep takipli durum baskın hale gelmektedir (Patrick, 1966: 173-190).

**King ve Levine**, 1993 yılında, 80 ülke ve 1960-1989 periodu verilerini ele alarak gerçekleştirdiği çalışmada finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi açıklayıp açıklayamadığını test etmişlerdir. Çalışmada; banka ve banka dışı aracı kurumların bilançolarında yer alan pasiflerin GSYİH içindeki payı, banka kredilerinin merkez bankası iç varlıkları ile banka kredileri toplamına oranı ve ÖSYİKH/ GSYİH değişkenleri kullanılmıştır. Buna göre; finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişkinin varlığı ortaya konmuştur (King ve Levine, 1993: 212-737).



**Levine ve Zervos**, 1996 yılında yaptıkları çalışmalarında 77 farklı ülkenin hisse senedi piyasasının gelişimini ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Buna göre; bankacılık sektörünün gelişimi ve hisse senedi piyasasının likiditesinin artması uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkilidir (Levine ve Zervos, 1996:322-339).

65 ülkenin 1975-2000 periodundaki verileriyle finansal derinleşme ekonomik büyüme ilişkisi **Apergis, Filippidis ve Economidou** tarafından 2007 yılında yapılan çalışmayla test edilmiştir. Finansal derinlik ölçümü için kullanılan değişkenlerle ekonomik büyüme arasında pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir (Apergis N. Vd., 2007:179).

**Calderon ve Liu**, 2003 yılında, 1960-1996 periodunu kapsayan gerçekleştirdiği nedenselliğin yönünü belirlemeye yönelik çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönünü incelemiştir. Sonuç olarak; finansal gelişme iktisadi büyümeye yol açmaktadır. Ancak; finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi çift yönlüdür. Gelişmekte olan ülkelerde finansal derinleşmenin katkısı daha büyüktür.

**Levine, Loayza ve Beck**, 2000 yılında, King ve Levin'in 1993 yılında yaptıkları çalışmayı örnek alarak ve ÖSYİKH'nin GSYİH içindeki payını modele dâhil etmişlerdir. Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) ile model tahmin etmiştir. Buna göre; finansal gelişmişlik ile uzun dönem iktisadi büyüme arasında ilişki pozitif yönlü olarak mevcuttur.

**Arestis, Demetriades ve Luintel**, 2001 yılında gelişmiş 5 ülkenin verilerini kullanarak bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasasının gelişiminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Elde edilen sonuçlar ekonomik büyümeye bankacılık sektörünün hisse senedi piyasasından daha fazla katkı yaptığını göstermiştir.

**Rousseau ve Wachtel**, 2000 yılında yaptığı çalışmada hisse senedi piyasaları ile bankacılığın gelişiminin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini incelemiştir. Piyasa kapitalizasyonu /GSYİH, Toplam işlem hacmi/GSYİH, kişi başına işlem hacmi, kişi başına piyasa kapitalizasyonu, kişi başına reel M3 ve kişi başına reel GSYİH değişkenleri analize

dâhil edilmiştir. Buna göre, hisse senedi piyasalarının ve bankacılığın gelişimi ekonomik büyümeye sebep olmaktadır.

**Rioja ve Valev**, 2004 yılında, 71 ülke verilerini kullanarak yaptığı çalışmada finansal gelişmişlik düzeyi farklı bölgelerde dinamik panel veri analizi çalışmışlardır. Çalışmanın sonucunda; finansal açıdan az gelişmiş bölgelerde finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler büyüme üzerindeki etkisi yok denecek kadar azdır, gelişmekte olan bölgelerde ise finansal gelişme büyük ve pozitif etki yapmaktadır. Bunun yanında; gelişmiş bölgelerde; finansal piyasaların gelişimi ekonomik büyümeye pozitif yönde ancak sınırlı etkilemektedir.

### **3.1.Türkiye'ye Yönelik Çalışmalar**

**Kar ve Pentecost**, 2000 yılında gerçekleştirdiği ve 1963-1995 perioduna ilişkin verilerle Türkiye'yi ele aldıkları çalışmasında eşbütünleşme testi ve hata düzeltme modelini uygulamışlardır. Kredi hacmi/GSMH, ÖSYİKH/GSMH, M2Y/GSMH, Mevduatlar/GSMH değişkenlerini kullanmışlar ve finansal gelişme-büyüme arasında net bir nedensellik ilişkisine rastlayamamışlardır.

**Ünalmiş** ise Türkiye'ye yönelik çalışmasında, 1970-2001 dönemini incelemiş ve Granger nedensellik analizi ve vektör hata düzeltme modelini kullanmıştır. Kişi başına GSMH artışı, YİKH/GSMH, ÖSYİKH/GSMH, ÖSYİKH/YİKH, M2Y/GSMH ve Mevduatlar/GSMH değişkenlerini kullanmıştır. Genel olarak değişkenlerin kısa dönemde iktisadi büyümeye yol açtığını, uzun dönemde ise finansal değişkenler ve büyüme arasında çift yönlü ilişki olduğunu saptamıştır.

**Oktayer** ise, 1987-2006 perioduna ait 3'er aylık verileri kullandığı çalışmasında Türkiye'de finansal derinleşme ile iktisadi büyüme olguları arasında herhangi bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Borsa Kapitalizasyon Oranı/GSMH, M2Y/GSMH, Devlet iç borçlanma senetleri/ Nominal GSYİH, ÖSYİKH/YİKH ve 1987 fiyatlarıyla kişi başına Reel GSYİH değişkenini kullanmıştır. Yapılan eşbütünleşme testi sonucunda finansal derinlik göstergesi ile kişi başına reel GSYİH arasında uzun dönemli herhangi bir ilişki bulunamamıştır.



## **4. ÇALIŞMANIN KAPSAMI**

### **4.1. Veri Seti ve Değişkenler**

Oluşturulan panel veri setinde gelişmekte olan tüm ülkelerin verisi elde edilmeye çalışılmıştır. Ancak, 14 farklı ülkeye ait (Arjantin, Brezilya, Çin, Meksika, Romanya, Rusya, Güney Afrika, Türkiye, Pakistan, Filipinler, Nijerya, Hindistan, Endonezya, Malezya), 2013 yılı son yıl olmak üzere, ilgili ülkelere ait son 18 yıllık veriler analizde kullanılmıştır. Veriler ve sınıflandırmalarda Dünya Bankası veri seti ve sınıflandırmalarından faydalanılmıştır. Ülkelerin genel olarak ortak özelliği orta gelirli ülkeler gruplamasına dâhil olan ülkeler olmasıdır. Ayrıca çalışmamıza konu olan ülkeler arasında BRICS ülkeleri, MINT ülkeleri ve endüstrileşmiş ülkeler kategorisinde yer alan 10 ülkeden 9'u (veri eksikliği sebebiyle Tayland hariç) çalışmamızda yer almaktadır.

Değişkenler belirlenirken, Dünya Bankası tarafından finansal sistemin özelliklerine göre “finansal; derinlik, erişim, verimlilik ve istikrar olarak dört farklı sınıflandırmaya tabi tutulan değişkenlerden ve geçmiş finansal derinleşme çalışmalarında konu edinilen -genel kabul görmüş- değişkenlerden ortak değişkenler seçilmiştir. Dünya Bankası ayrıca; finansal sistemi finansal kurumlar ve finansal piyasalar olarak ikiye ayırarak bu sınıflandırmayı gerçekleştirmiştir.

Buna göre; çalışmamızı gerçekleştirirken parasal göstergelerden M2/GSMH, kredi hacmine ilişkin göstergelerden YIKH/GSMH, Sermaye Piyasasına İlişkin Göstergelerden ise Toplam Borsa İşlem Değeri modele dâhil edilmeye çalışılmıştır. Modele ülkelerin yurtiçi bankacılık krizlerine ve yaşanan, etkisi devam etmekte olan 2007-2009 küresel finans krizine yönelik gölge değişkenler eklenmiştir. Kontrol değişken olarak da; Nihai Tüketim Harcamaları Yüzdesi, Mal ve Hizmet İhracatı, Mal ve Hizmet İthalatı ve Sermaye Birikimi modele dâhil edilmiştir.

### **4.2 Araştırmanın Yöntemi**

Çalışmamızda; veri setindeki her bir yatay kesit biriminin zaman serisi gözlemlerinden oluşan panel veri seti kullanılmıştır. Panel veri setinde her bir birim için tüm zaman boyutunda gözlemlerde eksiklik bulunmadığı için dengeli panel kullanılmaktadır.

Panel veri modelleri, parametrelerin birim ve/veya zamana göre değişip değişmemesini dikkate almasına göre sınıflandırılmaktadır. Panel veri modelleri farklı şekillerde oluşturulmaktadır. Tek yönlü modeller, sabit parametresinin sadece birimlere ya da sadece zamana göre değişkenlik gösterdiği durumda kurulurken, sabit katsayısının hem birimlere hem de zaman göre değiştiği durumda iki yönlü modeller kurulmaktadır. Tek yönlü ve iki yönlü panel veri modelleri, *Klasik Model*, *Sabit Etkiler Modeli* ve *Tesadüfi Etkiler Modeli* şeklinde modellenebilmektedir. (Tatoğlu; 2013: 15-79).

Klasik modelde, hem sabit parametrenin hem de eğim parametrelerinin birimlere ve zamana göre sabit olduğu bir başka ifade ile tüm gözlemlerin homojen olduğu varsayılmaktadır. Panel veri analizinde, her bir birimde gözlenemeyen birim etkiler ortaya çıkabilmektedir. Bu etkilere her bir yatay kesit gözlem için tahmin edilmesi gereken bir parametre olarak davranılıyorsa “sabit etkiler” söz konusu olmaktadır. Sabit etkiler modelinde, eğim parametreleri tüm yatay kesit birimler için aynı ( $\beta_i = \beta$ ), sabit parametre birim etki içermesi sebebiyle birimden birime değişkenlik gösterecek şekilde kurulmaktadır. Sabit etkiler modelinde bağımsız değişkenlerin, hata terimi ile korelasyonsuz olduğu varsayımı yapılırken, birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun sıfırdan farklı olmasına izin verilmektedir. Birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun sıfır olması, tesadüfi etkiler modelinde varsayılmaktadır. Bu etkiler, hata terimi gibi tesadüfi bir değişken olarak ele alınmaktadır (Tatoğlu; 2013: 79-130).

Model tercihi aşamasında öncelikle birim ve zaman etkilerinin geçerliliği sınanacak, eğer her ikisi de geçerli değilse klasik model kullanılacaktır. Birim ve/veya zaman etkilerinin geçerli olduğuna karar verilirse Hausman testi ile bu etkilerin sabit ya da tesadüfi yapısı sınanacaktır. Hausman testinde temel hipotez, birim ve zaman etkiler tesadüfidir şeklinde kurulurken, alternatif hipotez birim ve zaman etkiler sabittir şeklinde kurulmaktadır.

### **4.3. Amprik Bulgular**

Öncelikle kurulacak olan modelde birim ve/veya zaman etkisinin varlığına karar verilmiştir. Birim ve zaman etkisinin birlikte varlığı F testi ile sınanmıştır. Birim etkinin varlığı ve zaman etkisinin ayrı ayrı varlığı da F testi ile test sınanmıştır. Sabit Etkiler Modeli ile Tesadüfi Etkiler Modeli arasında seçim yapabilmek için Hausman testi yapılmıştır.

**Tablo 4.1. Uygun Model Tercihini Yapılırken Kullanılan Testler**

Modeller	Kullanılan Test
Klasik Model-Sabit Etkiler Modeli	F Testi
Klasik Model-Tesadüfi Etkiler Modeli	F Testi
Sabit Etkiler Modeli- Tesadüfi Etkiler Modeli	Hausman Testi

**Tablo 4. 2. Birim ve Zaman Etkisinin Birlikte Sınanması: F Testi Sonuçları**

Test İstatistiği	Olasılık Değeri
1.63	0.0250

F testi sonucuna göre %95 güven düzeyinde, birim ve zaman etkisinin sıfır olduğunu söyleyen temel hipotez ( $H_0: M_i = X_i = 0$ ) reddedilmesi sonucu uygun modele karar verilebilmesi için birim ve zaman etkisinin tek tek sınanması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

**Tablo 4.3. Birim Etkinin Sınanması: F Testi Sonuçları**

Test İstatistiği	Olasılık Değeri
2.49	0.0034

F testi sonucuna göre %95 güven düzeyinde, birim etkinin sıfır olduğunu söyleyen temel hipotez ( $H_0: M_i = 0$ ) reddedilebilmiştir. Uygun modelde birim etki vardır ve Klasik Modelin uygun olmadığı sonucuna varılmıştır.

**Tablo 4.4. Zaman Etkisinin Sınanması: F Testi Sonuçları**

Test İstatistiği	Olasılık Değeri
1.27	0.2102

F testi sonucuna göre %95 güven düzeyinde, zaman etkisinin sıfır olduğunu söyleyen temel hipotez ( $H_0: \sigma_{\lambda_t} = 0$ ) reddedilememiştir. Yapılan testler sonucunda, kurulacak olan modelde birim etkinin olduğu, zaman etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Modellerde birim ve/veya zaman etkilerinin varlığının tespit edilmesinden sonra bu etkilerin sabit mi yoksa tesadüfi mi olduğuna karar verilmesi gerekmektedir. Bu amaçla, tanımlama hatasını sınamak için geliştirilen Hausman testi kullanılmıştır.

**Tablo 4.5. Modeller Arasında Seçim Yapılması (Sabit Etkiler Modeli ile Tesadüfi Etkiler) Hausman Testi Sonuçları**

Test İstatistiği	Olasılık Değeri
18.31	0.019



Hausman testinde temel hipotez “Tesadüfi Etkiler Modeli etkindir” şeklinde kurulurken alternatif hipotez “Sabit Etkiler Modeli tutarlıdır” şeklinde kurulmaktadır. Hausman testi sonucuna göre, %95 güven düzeyinde “Tesadüfi Etkiler Modeli etkindir” temel hipotezi reddedilmiş ve kurulması gereken modelin Sabit Etkiler Modeli olduğu sonucuna varılmıştır.

Birçok çalışmada bu varsayımlardan sapmaların meydana geldiği görülmektedir ancak panel veri modellerinde, hata terimlerinin birim içerisinde ve birimlere göre eşit varyanslı (homoskedastik), otokorelasyonsuz ve birimler arası korelasyonsuz olduğu varsayılmaktadır. Varsayımlarla ilgili problemler dikkate alınmadığında, standart hataların sapmalı olduğu, buna bağlı olarak etkinlik özelliğinin kaybolduğu görülmüştür. T istatistikleri ile güven aralıklarının geçerliliğini yitirdiği görülmüştür (Tatoğlu; 2012: 197-199). Dolayısıyla, ilk olarak bu varsayımlardan sapmaların varlıkları çeşitli testler yardımıyla sınanmıştır. Varsayımlardan sapmaların tespiti için kullanılan testler Tablo 4.6’da özet olarak verilmiştir.

**Tablo 4.6. Varsayımlardan Sapmaların Tespiti için Kullanılan Testler**

Varsayımdan Sapma	Heteroskedasite	Otokorelasyon	Birimler Arası Korelasyon
Sabit Etkiler Modeli	Değiştirilmiş Wald Testi	Bhargava, Franzini ve Narendranithan’ın Durbin-Watson Testi	Breusch-Pagan LM Testi

Elde edilen testlerin sonuçları Tablo 4.7’de yer almaktadır.

**Tablo 4.7. Varsayımlardan Sapmaların Sınanması**

Test	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Değiştirilmiş Wald Testi	755.06	0.0000	Heteroskedasite vardır.
Bhargava, Franzini ve Narendranithan’ın Durbin-Watson Testi	2.055 2.128	- -	Otokorelasyon yoktur.
Breusch-Pagan LM Testi	115.389	0.0431	Birimler Arası Korelasyon vardır.

**Not:** Frees testi için %5 hata payı ile kritik değer 0.6860’tır.

Değiştirilmiş Wald testi sonucuna göre “Heteroskedasite yoktur” temel hipotezi %95 güven düzeyinde reddedilmiştir. Bhargava, Franzini ve Narendranithan’ın Durbin-Watson Testine göre, test istatistiğinin kritik değeri 2’ye oldukça yakın çıkmıştır. Bu yüzden,



“Otokorelasyon yoktur” temel hipotezi reddedilmiştir. Breusch-Pagan LM testine göre “Birimler Arası Korelasyon yoktur” temel hipotezi %95 güven düzeyinde reddedilmiştir. Dolayısıyla, oluşturulacak olan tek yönlü birim etkiler-Sabit Etkiler Modelinde heteroskedasitenin ve birimler arası korelasyonun varlığı saptanmıştır.

Modellerde meydana gelen heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemleri parametre sapmasızlığını etkilememektedir. Fakat, standart hataların etkinliğini kaybetmesine neden olmaktadır. Bu sebeple, varsayımlardan sapmalara karşı model için Driscoll-Kraay standart hatalar kullanılarak nihai modele ulaşılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 4.8’de verilmiştir.

**Tablo 4.8. Varsayımlardan Sapmaların Düzeltildiği Nihai Model**

	Katsayı	Drisc/ Kraay Standart Hatalar	t- istati stiği	Olasılık Değeri	%95 Güven Aralığı	
<b>YİKH/GSMH</b>	0.0258284	0.0113197	2.28	0.040	0.0013736	0.0502832
<b>M2/GSMH</b>	-0.0650645	0.0126718	-5.13	0.000	-0.0924403	-0.0376887
<b>TOPLAM BORSA İŞLEM DEĞERİ GSMH</b> /	0.0134893	0.0045896	2.94	0.012	0.0035741	0.0234046
Bankacılık Krizleri	-1.131047	0.5094192	-2.22	0.045	-2.231581	-0.0305142
2007-09 Küresel Finans Krizi	0.360208	0.1581478	2.28	0.040	0.0185503	0.7018656
Nihai Tüketim Harcamaları Yüzdesi	0.6131687	0.0972821	6.30	0.000	0.4030034	0.8233339
Mal ve Hizmet İhracatı	0.1585318	0.0252683	6.27	0.000	0.1039429	0.2131207
Mal ve Hizmet İthalatı	0.1417769	0.0309044	4.59	0.001	0.075012	0.2085418
Sermaye Birikimi	-0.0937453	0.0204032	-4.59	0.001	-0.1378236	-0.0496669
<b>Sabit</b>	2.230659	0.6762781	3.30	0.006	0.7696489	3.691669
<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>F-test istatistiği</b>	<b>Olasılık Değeri</b>	<b>R<sup>2</sup></b>			
252	247.47	0.0000	0.792 0			

Varsayımlardan sapmaların Driscoll-Kraay standart hatalar kullanılarak düzeltildiği nihai model bütünüyle istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır (F-Testi). Bunun yanı sıra modelde bağımsız değişkenlerin, kontrol değişkenlerinin ve gölge değişkenlerin iktisadi büyüme oranı üzerindeki etkisi tek tek sınıdığında da istatistiki olarak anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır (t-testleri). Ekonomik büyüme, değişkeninde meydana gelen değişmelerin %79.20'si modele dahil edilmiş değişkenlerde meydana gelen değişmelerden kaynaklanmaktadır.

## **5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME**

İstatistiki olarak anlamlı olarak elde edilen sonuçlara göre finansal piyasalar derinliği göstergesi ve kredilere ilişkin göstergelerden Yurtiçi Kredi Hacminin katsayısı beklendiği yönde pozitifdir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda (ceteris paribus), yurtiçi kredi hacminin GSMH içerisindeki payında bir puanlık artış meydana geldiğinde ekonomik büyümede yaklaşık 0.025 puanlık artış meydana gelecektir. Bu durum literatürdeki birçok çalışmayla uyumluluk göstermektedir.

Diğer değişken olarak, finansal kurumların derinliği ölçüsü ve sermaye piyasası göstergelerinden; sermaye piyasasında gerçekleştirilen toplam işlem hacminin GSMH içindeki payı parametresi katsayısı beklendiği yönde pozitifdir ve teoriyle uyumludur. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda (ceteris paribus), borsadaki toplam işlem değerinin GSMH içerisindeki payında bir puanlık artış meydana geldiğinde ekonomik büyümede yaklaşık 0.013 puanlık artış meydana gelecektir. Bu parametre aynı zamanda sermayenin hareketliliğinin riski dağıtabilme kabiliyetinin göstergesi olarak çalışmalarda yer almaktadır.

Modelimizde yer alan bu iki değişkenin dünya bankası sınıflandırmasında kullanılan finansal piyasalar ve finansal kurumlar derinliğini ölçmekte temsil derecesi bakımında yeterli olacağı belirtilmiştir. Ancak, literatürde yer alan çalışmalarda ekonominin parasallaşma derecesini gösteren ve aynı zamanda kredi hacmiyle beraber finansal piyasaların derinleşme göstergesi olarak kullanılan M2/GSMH değişkeni de modele dâhil edilmiş ve istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. M2/GSMH değişkeni beklentilerin aksine ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Analizimizde de elde edilen bulgu yine beklenenin aksine negatiftir. Ancak zayıf bir ilişki vardır. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda (ceteris paribus), M2 para arzının



GSYİH içerisindeki payında bir puanlık artış meydana geldiğinde ekonomik büyümede yaklaşık 0.065 puanlık azalış meydana gelecektir.

Gelişmekte olan ülkelerde sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sınırlayan temel etken kar marjı yüksek yatırım alanlarının eksikliği değil, tasarrufların yetersizliği ya da tasarrufların üretken piyasalara kanalize edilememe eksikliğidir görüşü finansal derinleşmenin çıkış noktasıdır.

1995-2012 yılları arasında 14 gelişmekte olan ülkenin 18 yıllık verileri incelendiği çalışmada, finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi panel veri modelleri kullanılarak analiz edilmiştir. Nihai model incelendiğinde, istatistiki olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Sonuç, olarak; son yıllarda büyüme hızını arttırmasıyla adından sıkça söz ettiren BRICS ülkeleri, gerek coğrafi gerekse nüfus avantajları bakımından geleceğin yükselen ekonomileri olarak gösterilen MINT ülkeleri ve son olarak hepsinin ortak özelliği gelişmekte olan ülkeler kategorisindeki 14 ülke için finansal derinleşme ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Aralarında pozitif bir ilişki devam etmektedir. Bu durum finansal serbestleşmeyle beraber anlam kazanan McKinnon-Shaw Finansal Derinleşme Teorisini desteklemektedir.

## **KAYNAKÇA**

Apergis N. Vd."Financial Deepening and Economic Growth Linkages: A Panel Data Analysis,"2007, Review of World Economics, vol. 143, s.179-198.

Arestis P., Demetriades P. O. vd."Financial development and economic growth: the role of stock markets", 2001, Journal of Money, Credit and Banking, s.16-41

Beck, T., Levine, R., and Loayza, N. "'Finance and the Sources of Growth'", Journal of Financial Economics, 2000, 58, pp. 261-300.

Calderón, C. and Liu, L.,"The direction of causality between financial development and economic growth", 2003. Journal of Development Economics 72, pp. 321-334.



Cihak, Martin vd: "Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010" National Bureau of Economic Research, No. 18946, issued in April 2013.

Demirgüç, K. Aslı ve Levine, Rose: "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", The World Bank Working Paper, No. 2143, Temmuz 1999, S. 35-37.

Freund, Caroline and Frank Warnock., "Current Account Deficit in Industrial Countries: The Bigger They Are, The harder They Fall?" NBER Working Paper Series, No:11823, 2005, s.1-39

Gorton, Gary and Winton, Andrew: Financial Intermediation, The Wharton School Financial Institutions Center, Working Paper, 2002, s. 4-26.

IMF: "Financial Deepening and International Monetary Stability Report", IMF, October 2011,

Kalkınma Bakanlığı: "Onuncu Kalkınma Planı; Türkiye'de Cari İşlemler Açığı", Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2014, Ankara, YN: KB: 2097, s. 93.

Kar, M. ve Pentecost, E.J, "Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue", 2000. Economic Research Paper

Kar, Muhsin ve Ağır, Hüseyin Ağır: "Finansal Derinleşme Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme", Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Temmuz 2005, Cilt 42, Sayı 496, ss. 10-24., s .55.

King, Robertg ve Levine, Ross: "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right" The Quarterly Journal of Economics, 1993, Vol. 108, No. 3, pp. 717-737.

Levine, R. ve Zervos, S "Stock Market Development and Long-Run Growth", 1996, World Bank Economic Review, 10/2, 323-339.



Lynch, David: “Measuring Financial Sector Development: A Study Of Selected Asia-Pacific Countries”, *The Developing Economies*, Mart 1996, XXXIV-1.

McKinnon, I. Ronald: *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, 1973, s. 128-129

Mendoza E, Terrones: *An Anatomy Of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates And Micro Data*. NBER, 2008, Working Paper No. 14049. s.2

Oktayer, A. *Finansal Derinleşmenin Ekonomik Performans Üzerine Etkileri: Teori ve Türkiye Uygulaması*, Yıldız Teknik Üniversitesi, Lisansüstü Tez Çalışması, 2007.

Palley, Thomas: “Financialisation: What it is and why it matters”. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College, 2007, Working Paper, No. 525.

Patrick, T, H: “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries” *Economic Development and Cultural Change*, s. 174-189.

Rioja, F., Valev, N. "Finance and the Sources of Growth at various stages of Economic Development. 2004, *Economic Inquiry* 42 (1), 127 – 140."

Sahay, Ratna vd.: "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets", IMF Staff Discussion Notes, 2015.

Shaw, Edward: *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, London, 1973, s. 10-11.

SPK:6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçeleri, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/MevzuatGoster.aspx?nid=12> Erişim Tarihi: 05 Şubat 2016

Syed, Shah: "Does financial deepening create financial crises?." *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 2014, s. 115.



Tatoğlu Y, Ferda: Panel Veri Ekonometrisi, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2013,2 bsk. s. 9.

Ünalmiş, D.2002 The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey, The Central Bank of the Turkish Republic, Research Department Working Paper, No:3.

World Bank, 2013, Sustaining High Growth: The Role of Domestic Savings, Turkey Country Economic Memorandum, Conference Edition, Report No. 66301-TR

Yücel, Fatih ve Kalyoncu, Hüseyin:2010, “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği”, Maliye Dergisi, Sayı: 159;